

## Komentarze do prognoz makroekonomicznych po 2010 r.- tabele z prognozami są dostępne w pliku: prognozy (tabele) maj 2011 r

Przedstawione poniżej komentarze do prognoz ekspertów PTE, „Miesięcznika Kapitałowego” i „Nowego Życia Gospodarczego” pochodzą z trzeciej dekady kwietnia i z pierwszej dekady maja 2011 r. Komentarze te zostaną zaprezentowane w „Dodatku Specjalnym” do jednego z najbliższych numerów „Miesięcznika Kapitałowego”, w „Nowym Życiu Gospodarczym” oraz w wersji anglojęzycznej w miesięczniku „Polish Market”. Analogiczne prognozy z lutego 2011 r. i z listopada 2010 r. oraz poprzednich okresów są dostępne na portalu [www.pte.pl](http://www.pte.pl) (patrz „Prognozy”, link - „więcej”).

### **Eksperci**

„Ch” - **Tadeusz Chrościcki**, ekspert niezależny

„D -” **Paweł Durjasz**, Główny Ekonomista PZU

„M” **Marek Misiak**, komentator „Nowego Życia Gospodarczego”

„O” prof. **Witold M.Orłowski**, Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych, NOBE

„P” prof. **Jan Przystupa**, Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur, IBRKiK

„S” prof. **Krystyna Strzała**, Uniwersytet Gdański<sup>1</sup>

„T” **Łukasz Tarnawa**, Główny Ekonomista PKO BP i **Aleksandra Świątkowska**, szefowa Zespołu Analiz Makroekonomicznych

„W.W”- prof. **Władysław Welfe**, Instytut Ekonometrii i Statystyki Uniwersytetu Łódzkiego oraz LIFEA - Łódź, Institute of Forecasts and Economic Analyses, W&A Welfe

„A.W”- prof. **Andrzej Wernik**, Instytut Finansów Akademii Finansów i Rada Naukowa PTE<sup>2</sup>

<sup>1</sup> W obecnej prezentacji brak aktualizacji prognozy prof. K.Strzały z maja 2011 r. (dane w tabeli pochodzą z lutego 2011 r.. Komentarz prof. K.Strzały z 9 lutego 2011 r. do tych danych jest dostępny na portalu [www.pte.pl](http://www.pte.pl) , patrz „prognozy – więcej”).

<sup>2</sup> Komentarz prof. Andrzeja Wernika zostanie dołączony w późniejszym terminie.

## Tadeusz Chrościcki

W 2010 r. polska gospodarka rozwijała się znacznie szybciej niż przed rokiem i niż to prognozowano. O ile w 2009 r. PKB naszego kraju zwiększył się o 1,7%, to w 2010 r. o 3,8%, podczas gdy w ustawie budżetowej na 2010 r., w obawie o długotrwałe skutki globalnego kryzysu, założono przy przystępowaniu do prac nad ubiegłoroczną ustawą budżetową wzrost jedynie o 1,2%. Głównymi czynnikami dynamizującymi naszą gospodarkę były: popyt konsumpcyjny i korzystne wyniki wymiany handlowej z zagranicą. Do pozytywów zaliczyć także należy poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, pozostającą pod kontrolą, prawie do końca roku, inflację i stopniowy wzrost popytu na pracę, skutkujący zwiększającym się zatrudnieniem. Drugi kolejny rok zdecydowanie poprawiała się sytuacja na giełdzie papierów wartościowych i wzrosła wartość jednostek funduszy inwestycyjnych. Czynnikiem ożywiającym gospodarkę była łagodna polityka NBP, której jednak nie udało się, w dostatecznym stopniu, wpłynąć na intensyfikację procesów inwestycyjnych.

Rozwojowi polskiej gospodarki sprzyjało wychodzenie z recesji naszych głównych partnerów handlowych. Z danych Komisji Europejskiej wynika, że po spadku PKB krajów członkowskich w 2009 r. o 4,2%, rok 2010 przyniósł 1,8% wzrost, w tym w Niemczech o 3,6%, przy czym obroty handlowe tego kraju z zagranicą zwiększyły się o ponad 20%, co było wynikiem nie notowanym od zjednoczenia.

Pod względem dynamiki rozwoju zajęliśmy w ubiegłym roku trzecią lokatę wśród krajów UE, ustępując jedynie Słowacji i Szwecji, które to kraje, po głębokiej zapaści w 2009 r., zaczęły szybko odrabiać straty. Biorąc jednak pod uwagę łącznie lata 2009-2010, tylko Polsce udało się przekroczyć ( o ponad 5% ) poziom 2008 r.

Zagrożeniem dla dalszego przyspieszonego wzrostu i postrzegania Polski w świecie pozostawała szybko narastająca nierównowaga finansów publicznych i gwałtowny przyrost długu publicznego. Znacznie wyższy poziom wydatków niż dochodów, przy ograniczonych wpływach z prywatyzacji, kreowały deficyt zagrażający stabilności finansowej Państwa. W relacji do PKB deficyt finansów publicznych wyniósł w ubiegłym roku około 8%, a dług publiczny 53,5%.

Przewidywania dla Polski na 2011 r. i lata następne obarczone są dużą niepewnością, związaną szczególnie z mało nadal stabilną sytuacją gospodarczą w skali globalnej, w tym szeregu krajów UE. Największe nadzieje wiąże się z ożywieniem naszego popytu wewnętrznego, w tym inwestycyjnego, ale wątpliwe jest utrzymanie jego trendów wzrostowych na długotrwanie wysokim poziomie. Podejmowaniu działań prorozwojowych sprzyjać będzie rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz bardzo dobra sytuacja finansowa dużych i średnich przedsiębiorstw, szczególnie o profilu proeksportowym. Mimo trudności w rozszerzaniu zagranicznych rynków zbytu, deklarują one istotny wzrost planowanych inwestycji.

W latach 2011-2012 średnie roczne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe może przekroczyć 10%, a w ciągu następnych dwóch lat 6%. Tempo to będzie początkowo 2,5-krotnie większe od wzrostu PKB, a następnie przewyższy go prawie dwukrotnie, w wyniku czego w końcu połowy bieżącej dekady stopa inwestycji osiągnie nie notowany od 14 lat poziom przekraczający 23%. Sprzyjać temu będzie wykorzystanie środków pomocowych UE, od dawna oczekiwane ożywienie inwestycji prywatnych oraz zwiększony napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Duże oczekiwania wiąże się z zapowiadаныmi działaniami konsolidacyjnymi w sektorze finansów publicznych. Zgodnie z zaleceniami Komisji Europejskiej, Polska powinna do końca 2012 r. trwale zredukować nadmierny deficyt. W związku z tym uruchomione zostaną mechanizmy ograniczające wzrost wydatków sektora rządowego samorządowego. Stanie się to m.in. dzięki regule zmniejszającej realny wzrost wydatków do 1% ( wydatki dyskrejonalne i tzw. nowe wydatki sztywne ).

Realizacja konsolidacji fiskalnej wzmocnić powinna fundamenty polskiej gospodarki i pozwoli uniknąć przekroczenia przez dług publiczny drugiego progu ostrożnościowego ( 55% PKB ). Będzie ona jednocześnie olbrzymi obciążeniem dla gospodarki. Szczególnie bolesna stanie się dla niej ( bardzo zresztą wątpliwa w tej skali ) redukcja deficytu finansów publicznych do 3% PKB w 2012 r. Istotnym elementem powodzenia tego planu jest wprowadzenie od 2012 r. limitów wysokości deficytu budżetów samorządowych. Docelowo ma on wynieść 1% dochodów miasta czy gminy.

Lata po 2013 r. nie przyniosą poprawy. Skończą się pieniądze z funduszy pomocowych na okres 2007-2013, co ograniczy m.in. wydatki na cele prorozwojowe, a w konsekwencji dynamikę PKB. Drugim ogromnym wyzwaniem, przed którym stoi Polska, jest niewystarczająca wielkość inwestycji sektora energetycznego, co może doprowadzić w ciągu najbliższych kilku lat do niedoborów energii i dramatycznego wzrostu jej cen. Średni wiek polskich elektrowni jest jednym z najwyższych w Europie. Istnieje pilna potrzeba budowy dodatkowych –bardzo kosztownych, o długim cyklu realizacyjnym- mocy wytwórczych i kompleksowej modernizacji zdekapitalizowanych bloków energetycznych i sieci przesyłowych.

17 kwiecień 2011 r.

### **Paweł Durjasz**

Dane o aktywności gospodarczej w lutym i marcu zmniejszyły niepewność dotyczącą wzrostu PKB przynajmniej w pierwszych miesiącach 2011 r. Silny wzrost sprzedaży detalicznej w lutym, a następnie utrzymanie się jej stosunkowo wysokiej dynamiki w marcu, pozwoliły zmniejszyć obawy o zachowanie podwyższonej dynamiki konsumpcji z II połowy 2010 r. Kontynuowana jest tendencja wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu. Po słabym styczniu, luty i marzec przyniosły wyraźny wzrost produkcji budowlano-montażowej. Jest także szansa, że eksport netto wpłynął wyraźnie mniej negatywnie na wzrost PKB w I kw. 2011 r., niż to się działo w IV kw. 2010 r. Widać także pewne przesłanki wskazujące, że zaczynają rosnać prywatne inwestycje dużych przedsiębiorstw. Dane te pozwalają oczekiwać dynamiki PKB w I kw. zbliżonej do 4% r/r. Czynnikiem ryzyka pozostaje tu jednak w krótkim okresie silny wzrost cen, który ogranicza dynamikę realnych dochodów gospodarstw domowych. Niepewność związana ze wzrostem inflacji, spodziewanym zaostrzeniem polityki pieniężnej i zacieśnieniem polityki fiskalnej może przyczyniać się do osłabienia skłonności do inwestycji. Dlatego też, pomimo utrzymania stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w I kw. i dość optymistycznych prognoz przedsiębiorstw, rejestrowanych w badaniach koniunktury, powstrzymałem się na razie przed podwyższeniem prognozy wzrostu PKB w 2011 r. ponad 3,8%.

Obniżyłem także ścieżkę wzrostu PKB w kolejnych latach. Wynika to między innymi z uwzględnienia konieczności zacieśnienia polityki fiskalnej, co może odbić się

negatywnie między innymi na wzroście inwestycji. Dynamika konsumpcji w 2011 r. pozostanie raczej umiarkowana wobec wzrostu inflacji i stosunkowo ograniczonej jeszcze dynamiki płac nominalnych. W 2012 r. do jej przyspieszenia powinny przyczynić się mistrzostwa Europy w piłce nożnej. Już w 2012 r. trzeba się liczyć ze słabnięciem tempa wzrostu inwestycji publicznych. Od ożywienia inwestycji prywatnych zależeć więc będzie ogólna dynamika nakładów na środki trwałe. Widać już pewne sygnały wzrostu inwestycji w dużych przedsiębiorstwach, korzystających z dobrej koniunktury na rynkach zagranicznych. Zaczyna się poprawiać stopniowo aktywność w budownictwie mieszkaniowym.

Notowany ostatnio wzrost inflacji jest ciągle jeszcze efektem czynników pozostających poza obszarem oddziaływania polityki pieniężnej. Ciągłe nie widać oznak wzrostu presji płacowej w przedsiębiorstwach, zarówno w danych rzeczywistych, jak i w deklarowanych przez firmy planach płacowych na II kw. 2011 r. Nie oznacza to jednak, że taka sytuacja utrzyma się do końca 2011 r. Przy inflacji (CPI) przekraczającej 4%, wobec prawdopodobnego spadku stopy bezrobocia, presja na wzrost płac może się w II połowie roku zintensyfikować. Podwyższyłem prognozę średniorocznej inflacji w 2011 r. do 4,1%, zakładając pewien spadek cen paliw w kolejnych miesiącach i powrót cen żywności do przeciętnej ścieżki wzrostu z poprzednich lat. Podniosłem także prognozę łącznej podwyżki stopy referencyjnej NBP w 2011 r. ze 100 do 125 pkt. bazowych. Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym prawdopodobieństwo takiego scenariusza polityki pieniężnej jest możliwe przekroczenie przez deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego poziomu 5% PKB już w połowie 2011 r. Narodowy Bank Polski zapowiedział bowiem rewizję danych w związku z badaniem źródeł wysokiego salda błędów i opuszczeń bilansu płatniczego. Oznaczać to będzie zapewne zwiększenie deficytu obrotów bieżących o 1%-1,5% PKB. Stosunkowo wysoki deficyt obrotów bieżących może przyczyniać się do zwiększenia podatności złotego na pogarszanie się sentymentu rynkowego. Ewentualna słabość złotego, przed którą rząd i NBP próbują się zabezpieczyć poprzez wymianę środków z Unii Europejskiej bezpośrednio na rynku walutowym, może utrudnić politykę pieniężną RPP.

Pomimo negatywnego ostatnio wpływu czynników zewnętrznych zakładam utrwalenie się ożywienia w gospodarce światowej, w tym w gospodarce Niemiec.

Oslabienie dynamiki PKB w USA w I kwartale 2011 r. i odzwierciedla zarówno wpływ czynników jednorazowych (ostra zima paraliżująca inwestycje, zaburzenia dostaw dla przemysłu w związku z kataklizmem w Japonii), jak również wpływ wzrostu cen paliw i żywności na konsumpcję. Wpływ wysokich cen paliw i żywności może nadal ograniczać dynamikę wzrostu gospodarczego w II kw. Oczekuję jednak wzrostu dynamiki PKB w USA najpóźniej w II połowie 2011 r. Pomimo niekorzystnego ostatnio oddziaływania czynników zewnętrznych ostatnie dane potwierdzają utrzymywanie się dość dynamicznego, choć nierównomiernego ożywienia w strefie euro. Restrykcyjna polityka fiskalna, rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp przez EBC, wzrost cen paliw i żywności oraz umacniające się euro – to czynniki, które oddziałują obecnie hamująco na dynamikę PKB w strefie euro. Dotychczasowy wzrost cen ropy, nie powinien jednak w istotny sposób zagrozić ożywieniu w tym regionie – „napędzanemu” przez gospodarki Niemiec i Francji.

Bardzo i istotnym czynnikiem, zarówno dla rynków finansowych, jak i całej gospodarki światowej będzie w najbliższej przyszłości proces normalizacji polityki pieniężnej w głównych gospodarkach świata. EBC podniósł już stopy procentowe o 25 pkt. bazowych na swym kwietniowym posiedzeniu. Oceniam, że wobec wyższej od oczekiwań inflacji HICP, rosnącej inflacji bazowej i prognoz utrzymania się solidnego wzrostu gospodarczego, EBC w tym roku dokona jeszcze dwóch podwyżek stóp po 25 pkt. każda, kontynuując je regularnie co kwartał także w 2012 r. W przypadku Fed, wobec silnego impulsu inflacyjnego i zahamowania spadku inflacji bazowej zapobieganie deflacji przestaje mieć uzasadnienie. Fed nie będzie jednak reagować na rosnący pod wpływem przejściowych wstrząsów podażowych ogólny wskaźnik cen zwłaszcza, że kluczowymi dla niego czynnikami przy formułowaniu polityki pieniężnej są także stopień wykorzystania mocy wytwórczych i stopa bezrobocia, które są jeszcze dalekie od poziomów przy których mandat Fed (stabilność cen, pełne zatrudnienie) można uznać za realizowany. Fed zaczyna jednak stawać stopniowo przed problemem demontażu nadzwyczajnych działań wspomagających system finansowy i gospodarkę. Jednak, także wobec oznak pewnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w pierwszych miesiącach 2011 r., proces ten będzie zapewne przebiegał bardzo ostrożnie. Wycofywanie „ilościowego luzowania” będzie istotnym testem dla zdrowiejącej po kryzysie finansowym gospodarki amerykańskiej. Przykręcenie kurka z tanim pieniądzem oznaczać będzie

zapewne wzrost rentowności obligacji a także wyeliminowanie jednego z istotnych dotychczas czynników wzrostu cen akcji i innych ryzykownych aktywów.

6 maj 2011 r.

**prof. Witold M. Orłowski**

1. Mimo że wyniki gospodarki polskiej odnotowane w ostatnim kwartale 2010 i pierwszym kwartale 2011 wyglądają znakomicie – dane sugerują utrzymanie się całkiem wysokiego, bo sięgającego ok. 4.5% tempa wzrostu PKB – moje prognozy na najbliższe lata uległy wyraźnemu pogorszeniu. Przypominam zresztą, że w poprzednich prognozach zwracałem uwagę na znaczne ryzyko, że sprawy mogą potoczyć się gorzej. W szczególności mój względny optymizm uzależniony był od tego, czy otoczenie zewnętrzne dla rozwoju Polski pozostanie korzystne i czy polska polityka gospodarcza będzie umiała stawić czoła ewentualnym wyzwaniom.
2. Na pogorszeniu moich prognoz zaważyły głównie dwa czynniki. Po pierwsze, w początkowych miesiącach 2011 nastąpiło niespodziewanie gwałtowne zwiększenie się presji inflacyjnej. Obserwowana stopa inflacji sięgnęła w marcu 4.3%, co oznacza przebicie się ponad górny poziom akceptowalnego odchylenia od celu inflacyjnego NBP. W warunkach realizacji polityki bezpośredniego celu inflacyjnego powinno to wywołać zdecydowaną reakcję Rady Polityki Pieniężnej, tym bardziej że wzrostowi inflacji obserwowanej towarzyszył wyraźny wzrost wszystkich miar inflacji bazowej (wzrost sięgający od 0.4 punktu procentowego w przypadku miary wyłączającej najszybciej rosnące ceny żywności i paliw, do 1 punktu procentowego w przypadku pozostałych miar). Mimo że początkowa reakcja RPP była umiarkowana, w powszechnej opinii w najbliższych miesiącach nastąpią jeszcze kolejne podwyżki stóp procentowych. Niezależnie od ewentualnego wpływu na popyt inwestycyjny, mogą się one przełożyć na dalszą aprecjację złotego, wyhamowując nieco polski eksport.
3. Po drugie, wydaje się że wzrasta wyraźnie ryzyko niewypłacalności Grecji, a w ślad za tym perturbacji na międzynarodowych rynkach długu publicznego.

Dochodzi do tego wyraźne ostrzeżenie, udzielone rządowi polskiemu przez agencję Standard & Poor's (groźba obniżenia ratingu kredytowego w przypadku, jeśli w ciągu najbliższego roku nie zostaną podjęte działania oszczędnościowe stabilizujące budżet), a także utrzymujące się ryzyko przekroczenia bariery ostrożnościowej 55% relacji długu publicznego do PKB. Jak sądzę, może to wymusić na Polsce podjęcie w roku 2012 – a więc zaraz po wyborach parlamentarnych – zdecydowanych działań zmierzających w kierunku redukcji deficytu budżetowego. Efektem tych działań może być zarówno stagnacja spożycia zbiorowego (po 2 latach sprzecznego z deklaracjami rządu, dynamicznego wzrostu), jak zmniejszenie dynamiki inwestycji publicznych (zwłaszcza realizowanych przez samorządy). Zarówno spożycie zbiorowe jak gwałtownie rosnące inwestycje publiczne odgrywały wprawdzie ważną rolę impulsu keynesowskiego podtrzymującego wzrost w okresie ostatnich 2 lat, ale jednocześnie doprowadziły do znacznego wzrostu długu publicznego.

4. Oba te czynniki mogą zaowocować wyraźnym spowolnieniem tempa rozwoju w roku 2012. Ponieważ jednak uważam, że tak gwałtowny wzrost światowych cen żywności i surowców energetycznych ma po części charakter spekulacyjny, uważam za możliwe osłabienie tych zjawisk, a w ślad za tym ponowne przyspieszenie wzrostu PKB już w latach 2013-14.
5. Jednocześnie uważam nadal za realistyczny scenariusz, w myśl którego w roku 2015 lub 2016 następuje wprowadzenie w Polsce euro. W przypadku, jeśli na świecie nie wystąpią dalsze, destabilizujące fale kryzysu finansowego, gospodarka polska powinna być w stanie powrócić w średnim okresie na ścieżkę wzrostu PKB rzędu 4-4.5%.

28 kwiecień 2011 r.

### **prof. Jan Przystupa**

Według danych GUS, PKB Polski wzrósł w 2009 r. , czyli w ostrej fazie kryzysu finansowego, o 1,7%. Czynnikiem w sposób rzeczywisty stymulującym PKB była konsumpcja indywidualna. Dodatni wkład eksportu netto, wynikający z większego spadku importu niż eksportu, jedynie kompensował w sposób statystyczny ujemny

wkład akumulacji, a przede wszystkim spadek zapasów. Jednocześnie wykorzystanie zapasów do produkcji (zamiast sięgania po import komponentów) było optymalną reakcją firm na gwałtowną deprecjację złotego.

W 2010 r. gospodarka z ostrej fazy kryzysu weszła w pierwszą część fazy ożywienia. Charakterystyczną cechą tej fazy cyklu koniunkturalnego jest odbudowa zapasów skonsumowanych w kryzysie. W całym 2010 r. wkład przyrostu zapasów we wzrost PKB wyniósł 50,0%, zmieniając się od 66,7% w I kwartale do 53,3% w IV kwartale. Potwierdzeniem wejścia w fazę ożywienia jest również fakt, że w 2010 r. 68,4% przyrostu PKB pochodziło z konsumpcji ogółem, w tym 50% z konsumpcji indywidualnej, zatem drugi rok z rzędu konsumpcja była jedyną kategorią, która w sposób realny (a nie wyłącznie statystyczny) zapobiegała spadkowi PKB.

Pytanie, czy gospodarka przejdzie do drugiej fazy ożywienia, jest pytaniem o inwestycje będące reakcją na odbudowujący się popyt. Na pewno nie miało to miejsca w 2010 r. Przedsiębiorstwa w dalszym ciągu odkładały decyzje o inwestycjach: nakłady brutto na środki trwałe spadły w I kw. 2010 r. o 11,6% i w II kw. o 0,4%. Dopiero w kolejnych kwartałach odnotowano minimalny wzrost inwestycji – odpowiednio o 1,2 i 1,3%. W całym 2010 r. inwestycje spadły o 1,2%.

Istniały również obawy, że odbudowa zapasów plus oczekiwany przyrost eksportu mogą spowodować bardziej niż proporcjonalny przyrost wolumenu importu związany z wysoką importochłonnością gospodarki. Tym większy, że już w IV kw. 2009 r. przychody ze sprzedaży na eksport zwiększyły się w stosunku do poprzedniego kwartału o prawie 15 pkt proc., podczas gdy przychody ze sprzedaży krajowej spadły o ponad 1 pkt proc., a w całym 2010 r. różnica tempa wzrostu przychodów z produkcji na eksport i na kraj sięgała 10 pkt proc. na korzyść produkcji na eksport. Jednak dopiero w IV kw. 2010 r. zaobserwowano bardziej niż proporcjonalny wzrost importu, zarówno zaopatrzeniowego, jak i przeznaczonego na konsumpcję.

Zatem, w kwietniu 2011 r. nie można jednoznacznie stwierdzić, czy polska gospodarka płynnie przejdzie do drugiej fazy ożywienia, zakończonej w 2012 r. ok. 5% wzrostem PKB, czy też będzie to cykl koniunkturalny bazujący na odbudowie zapasów i kończący się zazwyczaj powrotem do recesji. W tym drugim przypadku

przyrost PKB w 2012 r. mógłby nawet być istotnie mniejszy niż 3%. Na podstawie dostępnego statystycznego opisu gospodarki, można wnioskować, że wzrost popytu zarówno wewnętrznego, jak również u głównych partnerów gospodarczych Polski (czyli wzrost konsumpcji i eksportu) wymuszą przyrosty inwestycji o 7-8% w latach 2011-12. Ten kierunek rozwoju jest również uprawdopodobniany przez dwa czynniki: dochody z EURO-2012 i wzrost transferów prywatnych związany z otwarciem rynku pracy Niemiec i Austrii.

Zaprezentowane wskaźniki nie pozwalają na jednoznaczną ocenę stanu gospodarki. Sugerują raczej wzrost niepewności dotyczącej możliwej ścieżki dalszego wzrostu. W wariacie, który wydaje się nieco bardziej prawdopodobny, polska gospodarka zachowuje się zgodnie z regułami klasycznego cyklu koniunkturalnego wchodząc w drugą fazę ożywienia, w której w 2011 r. inwestycje wyraźnie przyspieszają (o 6,8%). Są one stymulowane przez konsumpcję indywidualną (wzrost o 3,3%) i wspomagane przez środki finansowe z funduszy spójności UE, a lekko hamowane przez wzrost stóp procentowych związany ze zbliżaniem się inflacji do górnej granicy celu inflacyjnego.

W prognozę nie wbudowano żadnego kryzysu finansów publicznych, który zaburzyłby zależności występujące w gospodarce. Nie przewiduje się również gwałtownych zmian wartości złotego, nawet mimo zmieniającej się różnicy między krajowymi a zagranicznymi stopami procentowymi. Prawdopodobna niewielka aprecjacja złotego, zbliżająca go do kursu równowagi (aktualne niedowartościowanie złotego nie przekracza 5%) jest odbiciem w sumie pozytywnej oceny fundamentów gospodarki.

Natomiast w prognozie na 2011 r. (wzrost PKB o 4,1%) zostały uwzględnione czynniki specyficzne dla bieżącego roku (wybory parlamentarne), a dla najbliższych dwóch lat - EURO-2012 oraz napływ środków z funduszy strukturalnych UE.

28 kwiecień 2011 r.

## **Łukasz Tarnawa i Aleksandra Świątkowska**

Stan finansów państw pozostaje w tym roku jednym z najistotniejszych tematów uwzględnianych w ocenie sytuacji bieżącej i perspektyw sytuacji gospodarczej oraz na rynkach finansowych. Wysokie zadłużenie sektora publicznego, które bardzo gwałtownie wzrosło w okresie kryzysu finansowego w efekcie rządowych programów stymulowania popytu (wypełniających lukę po kurczącym się popycie podmiotów prywatnych) lub pomocy publicznej dla sektora bankowego, które łącznie z działaniami w zakresie polityki monetarnej miały zaradzić kryzysowi wynikającemu z nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego i generalnie skutecznie pomogły uniknąć scenariusza depresji gospodarczej, stanowi obecnie źródło niestabilności sektora publicznego i kolejne wyzwanie dla polityki gospodarczej. Na przełomie kwietnia i maja agencja ratingowa Standard&Pooor's po raz pierwszy w historii obniżyła do negatywnej ze stabilnej perspektywę ratingu USA obniżyła także perspektywę ratingu Japonii, krajów o najwyższej ocenie ratingowej. Jednocześnie w Europie nastąpił wzrost obaw rynkowych przed restrukturyzacją zadłużenia Grecji, a Portugalia, jako trzeci kraj strefy euro zwróciła się o uruchomienie programu pomocy finansowej UE-MFW. W Polsce, choć szczęśliwie nie trapionej tak dużą skalą problemów fiskalnych, coraz istotniejszą kwestią staje się przedstawienie i wdrożenie wiarygodnego średniookresowego planu konsolidacji finansów publicznych.

Ocena sytuacji w sektorze publicznym jest istotna dla oceny w jakim punkcie po 2,5 roku po upadku Lehman Brothers znajduje się gospodarka światowa, rzutując na ocenę perspektywy gospodarki globalnej i krajowej, bez której nie jest możliwe przygotowanie kompletnego scenariusza rozwoju sytuacji w gospodarce i na rynkach finansowych.

Zaczynając od oceny sytuacji w strefie euro, gdzie problemy fiskalne ujawniły się najwcześniej, kolejnym epizodem trwającego od ponad roku maratonu perturbacji o charakterze fiskalnym było na przełomie kwietnia i maja nasilenie obaw rynkowych przed realizacją scenariusza restrukturyzacji zadłużenia Grecji. Restrukturyzacja długu rozwiniętej gospodarki, będącej przy tym członkiem strefy euro jest kolejnym z wydarzeń, które jeszcze kilka lat temu klasyfikowane było w kategorii „nie do pomyślenia”. Obecnie w perspektywie najbliższych kilku lat takiej opcji nie można

wykluczyć, jednak w perspektywie najbliższych miesięcy prawdopodobieństwo restrukturyzacji długu Grecji oceniamy jako niskie. W ostatnich tygodniach zapewne miały miejsce rozmowy między MFW, UE i rządem greckim, że narasta ryzyko scenariusza, w którym Grecja nie będzie mogła, wbrew założeniom uruchomionego w maju 2010 programu pomocy finansowej, powrócić na rynek finansowy w 2012 r. by finansować swe potrzeby pożyczkowe. To oznaczałoby konieczność przedłużenia i zwiększenie pomocy finansowej dla Grecji, jeśli miałyby uniknąć restrukturyzacji swego zadłużenia. Nie można wykluczyć, że brano także pod uwagę scenariusz restrukturyzacji greckiego długu, a pojawiające się w mediach informacje o nieodległej perspektywie restrukturyzacji, były testem jak taka decyzja zostałaby przyjęta przez rynki finansowe. Negatywna ocena przez rynki finansowe w postaci wzrostu globalnej premii za ryzyko, wzrostu rentowności obligacji skarbowych także pozostałych tzw. krajów peryferyjnych, jak również - w naszej ocenie - obecnie niekorzystny bilans takiego rozwiązania zarówno dla Grecji jak i strefy euro czyni scenariusz restrukturyzacji długu greckiego w najbliższych miesiącach scenariuszem mniejszościowym.

Z punktu widzenia rządu Grecji, niezależnie od ostatecznej formy restrukturyzacji długu, jej przeprowadzenie miałyby sens wyłącznie, jeśli po jej przeprowadzeniu Grecja byłaby w stanie wdrożyć reformy strukturalne i osiągnąć stabilność fiskalną w postaci nadwyżki pierwotnej w finansach publicznych. To zaś przywróciłoby wiarygodność Grecji jako dłużnika pozwalając jej na powrót na rynki finansowe by sfinansować swe potrzeby pożyczkowe. Biorąc pod uwagę opublikowane ostatnio statystyki dotyczące stanu finansów publicznych w Grecji za 2010 r. (korekta danych dot. deficytu sektora finansów publicznych do 10,5% PKB, wobec wstępnych szacunków 9,6% PKB, wzrost długu publicznego do blisko 143% PKB) szanse na osiągnięcie tego celu przez Grecję w 2011 r. są nikłe i z pewnością niższe w porównaniu ze scenariuszem konsolidacji finansów w ramach pomocy finansowej UE-MFW. Zatem z punktu widzenia interesów Grecji, biorąc pod uwagę choćby kryterium rynkowego kosztu pozyskania finansowania, czy też kosztu politycznego, scenariusz szybkiej restrukturyzacji długu jest niepożądany i nie wydaje się by władze greckie parły do jego realizacji w najbliższym czasie.

Nie wydaje się też by scenariusz szybkiej restrukturyzacji długu greckiego był obecnie najbardziej pożądanym przez państwa strefy euro i instytucje Unii Europejskiej. W przypadku strefy euro najistotniejszym negatywnym efektem takiego scenariusza byłoby, poprzez efekt domina, zaostrzenie kryzysu fiskalnego w pozostałych, trapionych problemami fiskalnymi, peryferyjnych krajów strefy euro, choćby w postaci nasilenia spekulacji rynkowych na temat restrukturyzacji długu Irlandii i Portugalii. To zaś naruszyłoby zapewne bieżącą kruchą stabilność nastrojów rynkowych odnośnie oceny sytuacji strefy euro osiągniętą po znacznym pogorszeniu nastrojów w połowie 2010 r., kiedy kwestionowana była spójność i trwałość strefy euro. Ważkim argumentem by obecnie za wszelką cenę uniknąć restrukturyzacji długu greckiego jest fakt, iż wierzycielami rządu greckiego są banki z całej strefy euro. Stąd scenariusz restrukturyzacji skutkowałby gwałtownym wzrostem ryzyka ponownej fali kryzysu sektora bankowego w strefie euro, w szczególności jeśli wywołałoby efekt domina i rozszerzanie się kryzysu na pozostałe kraje peryferyjne strefy euro. O tym, że ryzyko takie nie jest trywialne świadczy opublikowany w kwietniu półroczny raport MFW *Global Financial Stability Report*. Wskazuje on na wciąż daleką od stabilnej sytuację finansową sektora bankowego w strefie euro, jak również na ogromny wpływ sytuacji sektora publicznego na stabilność sektora bankowego.

Dodatkowe argumenty, że scenariusz restrukturyzacji nie jest na agendzie UE, to charakter działań zaproponowanych przez przedstawicieli Unii Europejskiej na szczycie 24-25 marca. Działania te skoncentrowane są na pomocy dla krajów w krótszym okresie, najbliższych lat do 2013 r. (m.in. obniżenie kosztu pożyczki, wydłużenie okresu spłaty) przy braku konkretnych informacji nt. dłuższej perspektywy funkcjonowania mechanizmu stabilizacyjnego. W świetle tych działań wydaje się, że przedstawiciele UE mają świadomość, że poprawa sytuacji finansowej krajów strefy euro o największych kłopotach fiskalnych nie jest jeszcze zadowalająca oraz że konieczne jest opracowanie długoletnich mechanizmów, które nie dopuszczą do takiego nawarstwienia ryzyk, z jakim mamy do czynienia obecnie, ale takie mechanizmy nie są jeszcze gotowe.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi zwiększenia pomocy finansowej dla Grecji w postaci udostępnienia

dodatkowych środków finansowych, obniżenia kosztu finansowania lub wydłużenia okresu spłaty pożyczki. Nawet przy utrzymującym się ryzyku, że ostatecznie – w perspektywie kilkuletniej - do scenariusza restrukturyzacji mogłoby dojść (w naszej ocenie najwcześniejszy moment to 2013 rok), zysk w postaci uniknięcia pogłębienia się kryzysu całej strefy euro przewyższa straty z tytułu kosztu bieżącej pomocy finansowej dla tego kraju. Realizacja scenariusza makroekonomicznego, prywatyzacyjnego i reform strukturalnych w Grecji w trakcie bieżącego roku będzie z kolei kluczowa dla odpowiedzi na pytanie, jak będzie przebiegać ścieżka wychodzenia Grecji z kryzysu finansów publicznych lub pogrążania się w kryzysie w kolejnych latach. Powyższa diagnoza odnośnie uruchomienia dodatkowej pomocy dla Grecji i uniknięcia w krótkim okresie restrukturyzacji długu skłania nas do oczekiwania poprawy sytuacji na europejskich rynkach finansowych w tym utrzymania relatywnie silnego kursu euro tj. powyżej 1,35 USD/EUR (tj. powyżej poziomów z okresu połowy 2010 i końca 2010 r. w okresie kryzysu greckiego i kryzysu irlandzkiego). Niemniej obecna skala wzmocnienia euro na początku maja do poziomu bliskiego 1,50 USD/EUR, stymulowana oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych przez EBC wydaje nam się nadmierna, uwzględniając opisane ryzyka dla stabilności finansowej niektórych krajów strefy euro w średnim okresie.

Dużo trudniej z kolei jest ocenić wpływ pogorszenia oceny sytuacji fiskalnej USA na rynki finansowe, z powodu statutu waluty rezerwowej, jaki ma amerykański dolar. Decyzja o obniżeniu perspektywy ratingu kraju przez agencję Standard&Poor's odzwierciedlająca gwałtowny wzrost długu publicznego USA do ponad 90% PKB w 2010 r., wobec 62% w 2007 r., zdecydowanie wysokiego jak na kraj o najwyższej ocenie ratingowej, pozostała bez wpływu na notowania amerykańskich obligacji czy dolara, natomiast w większym stopniu negatywnie wpłynęła na notowania aktywów finansowych uznawane przez inwestorów za bardziej ryzykowne. Część komentarzy wskazywała, że decyzja agencji już wcześniej była odzwierciedlona w cenie instrumentów finansowych, wydaje się jednak, że nie jest to jedyny powód. Ocena skutków scenariusza wzrostu obaw o stabilność finansową USA dla globalnego rynku finansowego jest sporym wyzwaniem intelektualnym. Narastające problemy fiskalne danego kraju powinny przekładać się na spadek cen instrumentów finansowych tego kraju w wyniku spadku wiarygodności tego kraju jako dłużnika. Jednak ta oczywista

zależność w przypadku „standardowej” waluty „standardowego” kraju nie jest już tak jednoznacznie określona w przypadku dolara, głównej światowej waluty rezerwowej, szczególnie, że wciąż nie widać by w krótkim okresie znalazł się „kandydat” na „zastępcę” dolara w tej roli. W tej sytuacji jednoznacznie określony skutek wzrostu niestabilności finansów publicznych USA to wzrost globalnej premii za ryzyko i tym samym wyprzedaż instrumentów uznawanych za bardziej ryzykowne, szczególnie, że problem niestabilności finansów publicznych nabiera coraz bardziej globalnego charakteru, gdyż dotyczy jednocześnie wielu gospodarek. Trochę przypomina to sytuację z początków ostatniego kryzysu finansowego, kiedy w pierwszej fazie problemy na rynku instrumentów finansowych powiązanych z kredytami podwyższonego ryzyka (*subprime*) osłabiały dolara. Z czasem jednak, pomimo, że w 2008 r. centrum kryzysu była gospodarka amerykańska i jej sektor finansowy, dolar zaczął silnie zyskiwać z uwagi na rozlewanie się kryzysu finansowego na resztę świata. I choć bynajmniej nie prognozujemy trwałego wzmocnienia dolara z tytułu pogorszenia sytuacji fiskalnej USA, warto jedynie wskazać na trudną do przewidzenia w tym kontekście reakcję rynkową.

Sytuacja fiskalna Polski jest zdecydowanie bardziej stabilna porównując z wieloma krajami strefy euro. Niemniej także w przypadku Polski obecnie najistotniejszym wyzwaniem jest średnioterminowe ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych.

Przyjęte przez rząd zmiany w systemie emerytalnym skutkujące spadkiem transferów finansowych z budżetu państwa do funduszy emerytalnych wyraźnie ograniczyły ryzyko przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB (wg metodologii krajowej SNA 93). Obecnie głównym wyzwaniem jest obniżenie poziomu deficytu sektora finansów publicznych do 3% PKB (wg metodologii ESA 95), zgodnie z wymogami Komisji Europejskiej. Na przełomie kwietnia i maja zostały przyjęte przez rząd: aktualizacja Wieloletniego Planu Finansowego Państwa i aktualizacja programu konwergencji oraz projekt Ustawy Budżetowej na 2012 r. Jednocześnie minister finansów zadeklarował obniżenie deficytu sektora finansów publicznych (SFP) do poziomu 2,9% PKB już w 2012 r. Nie sprecyzowano, wg jakiej metodologii (tj. krajowej czy unijnej) deficyt w 2012 r. ma wynieść 2,9% PKB. Niemniej według

nieoficjalnie podanych danych nt. aktualizacji programu konwergencji przesłanego przez rząd do Komisji Europejskiej, deficyt SFP wg metodologii unijnej ma wynieść w 2012 r. właśnie 2,9% PKB, tj. tyle samo, co według WFPF deficyt wg metodologii krajowej.

Oceniając same założenia makroekonomiczne oraz projekt budżetu z deficytem na poziomie 35 mld zł. można ocenić go jako realistyczny, choć niekoniecznie konserwatywny (ostrożne założenia makroekonomiczne dot. wzrostu gospodarczego i rynku pracy, ale już dość optymistyczna projekcja dochodów podatkowych przy takim scenariuszu makroekonomicznym). Kategorią dochodów, która wskazuje na możliwość realizacji wyższego poziomu dochodów przy zrealizowaniu zaprezentowanego scenariusza makroekonomicznego jest z kolei założenie w projekcie braku dochodów z tytułu zysku NBP w 2012 r. W efekcie w naszej ocenie przestrzeń do realizacji niższej skali deficytu przy założeniu realizacji korzystnego scenariusza makroekonomicznego jest ograniczona. To co zwraca uwagę w przedstawionych założeniach to oczekiwania bardzo silnego blisko 15-procentowego wzrostu inwestycji prywatnych rekompensujących wyraźne spowolnienie dynamiki inwestycji publicznych. Historycznie tak wysoka dynamika wzrostu inwestycji sektora prywatnego była odnotowywana przy dużo stabilniejszym otoczeniu zewnętrznym oraz korzystniejszych perspektywach popytu krajowego. Analizując dokładnie dane w zakresie realizacji programów unijnych oraz ich finansowania, jak również skalę finansowania inwestycyjnego sektora samorządowego w minionych latach, uważamy, że przedstawiony przez MF scenariusz jest możliwy do zrealizowania przy założeniu wzrostu znaczenia efektu „wypychania” tego finansowania na spółki zależne JST lub poprzez programy PPP. W takim scenariuszu mielibyśmy do czynienia z kontynuacją trendu wzrostowego inwestycji infrastrukturalnych, które formalnie byłyby jednak klasyfikowane jako inwestycje prywatne i silnie zawyżałyby dynamikę inwestycji sektora prywatnego, obniżając jednocześnie wartość inwestycji jak również zadłużenia sektora publicznego. Zgodnie z informacjami Ministerstwa Finansów konsolidacja fiskalna zaplanowana na lata 2011-2012 ma dotyczyć obszarów budżetu centralnego (poza zmianami w regułach zadłużania się samorządów). Tym samym, ustawy budżetowe na lata 2011 i 2012 powinny uwzględniać zaplanowane działania oszczędnościowe.

Po analizie przedstawionych danych oceniamy jednak, że trudno będzie osiągnąć ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych deklarowane przez ministra Rostowskiego do 2,9% PKB w 2012 r., co implikowałoby ograniczenie deficytu względem opublikowanych danych za 2010 r. (7,9% PKB) o 5% PKB. Porównując już opublikowane dane za 2010 r. oraz posługując się przyjętymi w projekcie Ustawy Budżetowej na 2012 r. wartościami możemy wnioskować, że ograniczenie deficytu sektora centralnego (deficyt budżetu państwa i deficyt budżetu środków europejskich) ma sięgnąć blisko 17 mld zł. - czyli ponad 1% PKB (porównując szacunki na 2012 r. z danymi na 2010). Niższa skala transferu do OFE po wprowadzeniu zapowiedzianych zmian obniża wartość deficytu w skali ok. 1,5% PKB. Jednocześnie w porównaniu do 2010 r. w 2012 r. na dwukrotnie niższym poziomie zaplanowane są przychody z prywatyzacji, które podwyższą wartość deficytu o blisko 0,5% PKB. Tym samym sumując powyższe kategorie (które zostały uwzględnione w projekcie Ustawy Budżetowej na 2012 r.) tj. deficyt budżetu państwa, deficyt środków europejskich, przychody z prywatyzacji oraz ich rozdysponowanie (m.in. transfery do OFE) obniżenie deficytu SFP w tych kategoriach w porównaniu z 2010 r. sięgnie 2%-2,5% PKB. Obniżenie deficytu o kolejne 2,5%-3% PKB wymaga zatem spadku deficytu sektora samorządów, ubezpieczeń społecznych czy Funduszu Drogowego.

Trudno odnieść się do planów Ministerstwa Finansów w tym zakresie, szczególnie, że inaczej niż zazwyczaj w projekcie Ustawy Budżetowej na 2012 r. pominięto rozdział o sektorze finansów publicznych. W 2012 r. można oczekiwać niższego deficytu sektora samorządów. Złożą się na to: spadek wydatków inwestycyjnych z uwagi na coraz niższą skalę wydatkowania środków unijnych, wyhamowanie skali wydatków samorządów po okresie wyborczym, jak również obiektywny czynnik ograniczenia możliwości zadłużania się samorządów ze względu na zmiany legislacyjne ograniczające poziom deficytu samorządów. Jeżeli faktycznie – tak jak obecnie zapowiada się od 2012 r. deficyt samorządów nie będzie mógł przekroczyć 4% wartości dochodów oznaczać to będzie spadek deficytu sektora JST do ok. 7-8,5 mld zł, wobec 14 mld odnotowanych w 2010 r. To ograniczenie będzie skutkowało obniżeniem deficytu SFP rządu blisko 0,5% PKB.

Oczekujemy także wyraźnego ograniczenia deficytu sektora ubezpieczeń społecznych ze względu na oczekiwaną poprawę sytuacji na rynku pracy, co pozwoli na kolejne zmniejszenie deficytu w skali ok. 0,75% PKB. W zakresie Funduszu Drogowego przy oczekiwanym utrzymaniu na niezmiennym poziomie skali finansowania w ramach środków UE oczekujemy zbliżonej (minimalnie wyższej) skali finansowania ze środków własnych (emisja obligacji drogowych) co przełoży się na blisko zerową zmianę deficytu w relacji do PKB. Sumując powyższe zmiany (deficyt szczebla centralnego, transfery do OFE, deficyt sektora samorządowego, sektora ubezpieczeń społecznych oraz Funduszu Drogowego) szacujemy spadek deficytu sektora finansów publicznych do 4%-4,5% PKB w 2012 r. (spadek o ok. 3,5% PKB) wg metodologii unijnej i do 3,2% PKB wg metodologii krajowej. Obniżenie deficytu SFP do poziomu deklarowanego przez MF będzie wymagać zatem dalszych oszczędności rzędu 1%-1,5% PKB (ok. 20 mld zł.) co mogłoby nastąpić poprzez (lub kombinację tych czynników): podjęcie dalszych działań w zakresie konsolidacji finansów publicznych po wyborach parlamentarnych na jesieni 2011 r. czy też silniejszego wypychania finansowania inwestycji infrastrukturalnych poza sektor publiczny. W przypadku przedstawienia wiarygodnego planu obniżenia deficytu SFP poniżej 4,0% PKB w 2012 oraz poniżej 3,0% PKB w 2013 r. nie wykluczalibyśmy także całkowicie scenariusza przesunięcia przez KE terminu wymaganego spełnienia kryterium 3% PKB o jeden rok.

Drugim z „gorących” tematów gospodarczych od początku roku jest globalny wzrost inflacji i skala adekwatnego doń zacieśnienia polityki pieniężnej w gospodarce globalnej. Choć kontynuacja silnego wzrostu cen ropy naftowej i żywności skutkująca wzrostem inflacji w strefie euro poskutkowała wcześniejszym od naszych oczekiwań rozpoczęciem cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro i szybszym tempem podwyżek stóp w kraju uważamy, że bieżące prognozy rynkowe dot. skali dalszego zacieśnienia są zbyt wysokie. O ile relatywnie stabilna sytuacja gospodarcza, jak również silny wzrost bieżącego wskaźnika inflacji przy bieżącym „konserwatywnym” – w przypadku EBC – podejściu do realizacji celu inflacyjnego, poskutkowała podwyżką stóp procentowych na posiedzeniu kwietniowym, to w naszej ocenie skala zaostrzenia polityki pieniężnej w najbliższych 12 miesiącach będzie niższa niż obecnie dyskontuje rynek i nie przekroczy 75 pkt. baz. Choć trudno obecnie prognozować ścieżkę cen ropy naftowej w najbliższych miesiącach, to w

naszej ocenie przy wciąż trudnej sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych, trudnej sytuacji na rynku pracy - możliwość przerzucania wyższych kosztów produkcji na ceny finalne (efekty drugiej rundy) będzie ograniczona. Stąd przy koniecznych dostosowaniach w zakresie konsolidacji finansów publicznych, zacieśnienie polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych (USA, strefa euro, Wielka Brytania) będzie w najbliższych miesiącach ograniczone.

Wobec informacji o problemach Grecji ponownie ważnym czynnikiem ograniczającym skalę podwyżek stóp w strefie euro jest trudna sytuacja finansowa krajów peryferyjnych, dla których kluczowym wyzwaniem w kontekście utrzymania stabilności finansowej jest poziom kosztu finansowania oraz wciąż trudna sytuacja sektora bankowego. Dotychczasowy wzrost cen ropy naftowej wpłynął silnie na podwyższenie ścieżki inflacji globalnie, jednak w świetle uwarunkowań popytowych na ropę dotychczasowa skala wzrostu cen surowca jest zbyt wysoka i w naszej ocenie możliwe jest pogłębienie korekty spadkowej cen odnotowanej na początku maja. Jednocześnie dotychczasowy wzrost cen ropy naftowej, jak również ewentualny dalszy wzrost (np. wywołany dalszą eskalacją ryzyk o charakterze geopolitycznym na Bliskim Wschodzie) w najbliższych miesiącach mogą coraz silniej wpływać negatywnie także na sferę realną gospodarki, na co wskazuje (m.in. z powodu wzrostu cen paliw i negatywnego efektu dochodowego) wyhamowanie dynamiki PKB w USA w I kw. Dość jednoznacznie ocenę wpływu wzrostu cen ropy naftowej na gospodarkę i politykę pieniężną przedstawia Fed, który mając również za cel polityki pieniężnej stabilizowanie stopy bezrobocia utrzymuje luźną politykę pieniężną, przewidując, że trudna sytuacja na rynku pracy będzie ograniczała narastanie presji inflacyjnej. Stąd bieżący wzrost inflacji okaże się jedynie przejściowy. Do sporej korekty oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej doszło już pod koniec kwietnia i kontynuacji tego oczekujemy w miesiącach najbliższych.

W przypadku krajowej polityki pieniężnej, także szybszy wzrost inflacji bieżącej przełożył się na przyspieszenie podwyżek stóp procentowych w kraju. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej i nie korygujemy naszej dotychczasowej prognozy, że łączna skala podwyżek stóp procentowych NBP wyniesie w 2011 r. 100 pkt. baz.

Sądzymy, że większość członków RPP opowiada się za rozłożeniem procesu podwyżek stóp procentowych w czasie, eksponując fakt, iż wzrost inflacji ma charakter podażowy, o źródłach poza granicami kraju (i wpływem NBP) a ryzyko „drugiej rundy” jest ograniczone dzięki wzrostowi aktywności zawodowej na krajowym rynku pracy, ograniczonemu wpływowi związków zawodowych na proces negocjacji płacowych w przedsiębiorstwach oraz wysokiej dyscyplinie kosztowej w sektorze przedsiębiorstw. Dodatkowo przesłanką do rozłożenia w czasie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej będzie fakt, iż mimo postępującego ożywienia aktywności gospodarki krajowej, przy braku „twardych” danych nt. ożywienia inwestycji w sektorze prywatnym, struktura wzrostu PKB wciąż odbiega od pożądanej, w której zamiast odbudowy zapasów rolę motoru wzrostu odgrywają nakłady brutto na środki trwałe i cykl zbyt częstych podwyżek stóp, to potencjalne ożywienie inwestycyjne mógłby zdusić w zarodku.

Jako element zacieśnienia polityki pieniężnej (i substytut dla podwyżki stóp procentowych) można także uznać decyzję Ministerstwa Finansów i NBP dot. wymiany na rynku walutowym części środków pochodzących z transferów z UE którego celem ma być umocnienie kursu złotego, jak również niższa skala wzrostu nadpłynności sektora bankowego. Decyzja o systematycznej wymianie walut pochodzących z środków UE na rynku walutowym jest sporą zmianą. Dotychczas praktyką była wymiana przez MF środków w NBP. Celem takiego działania było ograniczenie silnego umocnienia złotego, szczególnie w okresie silnego napływu kapitału do ESW przed kryzysem, w wyniku którego także złoty dynamicznie zyskiwał na wartości. Skutkiem takiej polityki był wzrost nadpłynności sektora bankowego do ponad 100 mld zł obecnie (efekt emisji pieniądza przez NBP w zamian za środki walutowe), konieczność kosztownej sterylizacji nadpłynności poprzez emisję bonów NBP i jednoczesny przyrost rezerw walutowych banku centralnego. Rosnąca nadpłynność w sektorze skutkowałą z kolei, na co wskazano w komunikacie, presją na spadek stawek rynku międzybankowego - stawka POLONIA istotnie odbiegała w ostatnich kwartałach od stopy referencyjnej NBP (pewne zawężenie spreadu nastąpiło w ostatnich miesiącach w wyniku działań NBP w postaci emisji krótszych niż standardowe 7-dniowe bony NBP).

Dotychczas MF wymieniał waluty na rynku walutowym jedynie sporadycznie: w I kw. 2009 r. w celu powstrzymania gwałtownej deprecjacji złotego w okresie nasilenia globalnego kryzysu finansowego oraz dwukrotnie na koniec 2009 i 2010 r. w celu umocnienia złotego na koniec roku by poprawić relację długu publicznego do PKB. Według naszych oczekiwań wartość kapitału który może napłynąć w ramach budżetu UE to 13 mld EUR w 2011 r. i ponad 14 mld EUR w 2012 r. i taką kwotą będzie dysponował resort finansów (Polska wpłaca składkę do budżetu UE w złotych, a inne zobowiązania walutowe będą mogły być pokryte środkami z emisji obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych).

W naszej ocenie celem powyższych działań w przypadku NBP jest ograniczenie przyrostu nadpłynności oraz kontrolowane umocnienie złotego ograniczające inflację. Z kolei w przypadku MF celem tych działań jest umocnienie złotego skutkujące spadkiem wartości złotej zadłużenia zagranicznego. Najbardziej przejrzystym podejściem do powyższej kwestii, gdyby celem sprzedaży środków miało być jedynie zahamowanie wzrostu nadpłynności sektora bankowego, byłoby zadeklarowanie, że wszystkie środki zostaną sprzedane na rynku walutowym. Sądzymy jednak, że w takich warunkach presja na umocnienie złotego mogłaby okazać się zbyt silna względem intencji MF i NBP, stąd jedynie część środków będzie wymieniana na rynku. Potwierdza to zapowiedź przedstawicieli resortu finansów, że skala przewalutowywanych środków i częstotliwość transakcji będą uzależnione od sytuacji rynkowej, co oznacza, że działania te mają znamiona sterowania kursem walutowym. Jednak w naszej ocenie ryzyko „przegranej” MF z rynkiem jest niskie ze względu na znaczący i trwały napływ środków walutowych. Ponadto należy zwrócić uwagę, że działania MF nie będą „obroną” kursu złotego w sytuacji wyprzedaży krajowych instrumentów finansowych – od III kw. 2010 r. obserwujemy znaczny napływ kapitału zagranicznego do Polski, jednak finansowanego (szczególnie w przypadku SPW) transakcjami FX swap, co nie skutkowało adekwatnym umocnieniem złotego. Decyzja NBP i MF będzie ograniczać niesprzyjające wycenie złotego efekty zastąpienia przez inwestorów zagranicznych transakcji FX spot transakcjami typu swap. Wspiera to nasz bazowy scenariusz umocnienia złotego do poziomu ok. 3,80 PLN/EUR na koniec 2011 r.

10 maj 2009 r.

**prof. Władysław Welfe**

### **Słabe ożywienie i rosnące zagrożenia<sup>3</sup>.**

Pozytywne wyniki gospodarcze ostatnich miesięcy 2010 r. sprawiły, że zaktualizowane prognozy na rok 2011 stały się bardziej optymistyczne. W roku 2010 nastąpiło powolne ożywienie, czego wyrazem był przyrost stopy wzrostu PKB do blisko 3,8%. Spodziewamy się, iż w latach następnych tempa wzrostu będą wyższe, przekraczając 4% już w 2011 r. Będzie to łączyć się z globalnym ożywieniem w gospodarce światowej, a także ze wzrostem aktywności inwestycyjnej począwszy od 2011 r. Wzrost ten będzie rezultatem m.in. spadku ryzyka inwestycyjnego oraz absorpcji funduszy pomocowych, a wreszcie będzie związany z organizacją mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 roku, choć restrykcyjna polityka finansowa może spowodować osłabienie tempa wzrostu inwestycji publicznych, m.in. w transporcie, a także infrastrukturalnych, finansowanych przez samorządy. Spodziewamy się zatem, iż w latach 2012-2017 dojdzie do ponownego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego do ok. 4-5% rocznie, osiągającego apogeum w roku 2012.

Podtrzymanie umiarkowanych temp wzrostu w ostatnich kwartałach było w znacznej mierze następstwem utrzymania stosunkowo wysokich stóp wzrostu popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Po ich wzroście do ponad 3%, w 2010 r. przewiduje się podtrzymanie w 2011 r. stóp wzrostu spożycia indywidualnego rządu 3,5% oscylujących w latach 2012-2013 wokół 4%. W latach 2014-2017 przewiduje się stabilizację stóp wzrostu konsumpcji na poziomie bliskim 3,6-3,8%.

Istotne znaczenie dla obniżenia tempa wzrostu popytu krajowego w minionych latach miał drastyczny spadek aktywności inwestycyjnej. Znaczące osłabienie oczekiwań inwestorów nastąpiło już w roku 2008. Nastąpił głęboki spadek temp wzrostu nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w całym roku 2009, wynikający zarówno z osłabienia skłonności do inwestowania ze strony krajowych inwestorów, jak też

---

<sup>3</sup> Prognoza została skonstruowana przy użyciu kwartalnego modelu gospodarki polskiej WK 2000. Wszystkie obliczenia są dziełem dr Roberta Kelma.

ograniczenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Mimo rosnących inwestycji w infrastrukturze finansowanych ze środków strukturalnych tempo wzrostu spadło do zera i było również ujemne w roku 2010. Ożywienie działalności inwestycyjnej nastąpiło dopiero z początkiem 2011 roku, co w skali roku zapewnia tempo wzrostu o ok. 8%, niższych niż poprzednio przewidywano m.in. za sprawą restrykcji dotyczących inwestycji publicznych. W latach 2012-2013 spodziewamy się dalszego wzrostu nakładów inwestycyjnych (rzędu 9,5-10,5%) nie tylko w związku z realizacją inwestycji w infrastrukturze i rosnącym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich, ale również na skutek poprawy koniunktury gospodarczej.

Skutkiem powyższych tendencji był przyrost krajowego popytu finalnego w 2010 roku o około 4%. Ożywienie aktywności gospodarczej, które przeciągnęło się na kolejne kwartały 2010 r. z rosnącą intensywnością, spowoduje, że przyrost krajowego popytu finalnego podniesie się w roku 2011 do 4,5%, by w latach następnych utrzymywać się na poziomie 4,5-5,0%.

Po głębokim spadku eksportu o ponad 9%, mimo deprecjacji złotego dynamika eksportu zaczęła od początku 2010 r. wykazywać wyraźne ożywienie, osiągając niemal 11%. Spodziewamy się, że poziom eksportu zostanie odbudowany w 2011 r. W latach 2011-2016 tempo wzrostu eksportu może wzrosnąć do poziomu 9%.

Spadek aktywności gospodarczej połączony z deprecjacją złotego pociągnął za sobą głęboki spadek tempa wzrostu importu w 2009 r. W roku 2010 nastąpił wszakże przyrost importu rzędu 11%. W roku 2011 i latach następnych tempa wzrostu importu będą nieznacznie większe od dynamiki eksportu, mimo wzrostu konkurencyjności krajowej produkcji. Salda bilansu handlowego oraz salda obrotów bieżących będą nadal ujemne. W latach 2011-2017 nastąpi daleko idące ich pogorszenie.

Spadek stopy wzrostu gospodarczego przy słabszych efektach postępu technicznego, pociągnął za sobą w minionych kwartałach spadek zatrudnienia, który, uwzględniając malejący przyrost emigracji zarobkowej, utrzymywał się również w niewielkiej skali w początkach 2010 r. Spowodowało to pewne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia nieznacznie zmalała do około 12,3% w końcu roku

2010. W dłuższym horyzoncie czasowym stopa bezrobocia będzie maleć i ustabilizuje się na poziomie ok. 9%.

Wzrost napięć na rynku pracy, przy rosnącej w ograniczonym stopniu wydajności pracy, pociągnął za sobą osłabienie presji na wzrost wynagrodzeń w sferze przedsiębiorstw, a także w sferze budżetowej. Przyrost płac nominalnych ukształtował się na poziomie ok. 3,3% w roku 2010, co przełożyło się na wzrost płac realnych tylko o niespełna 1,5%. W 2011 roku wysokie stopy bezrobocia ograniczą presje płacowe i wywołując zamrożenie płac w sferze budżetowej (wyjąwszy nauczycieli) przełożą się na wzrost wynagrodzeń o około 4,8% w ujęciu nominalnym. W latach następnych ożywienie pociągnie za sobą presje płacowe, w wyniku których stopy wzrostu płac nominalnych podniosą się do około 5,5-6%, gdy realnych do 2,5-3,1%.

Uwzględniając ograniczone rozmiary luki popytowej, można przyjąć, iż prognoza stopy inflacji, przewidująca ponad 2,5% tempo wzrostu cen detalicznych i kosztów utrzymania w 2010 roku została spełniona. Wzrośnie ono w 2011 roku do blisko 3,5% uwzględniając importowaną inflację (wzrost światowych cen surowców, w tym ropy naftowej oraz surowców i produktów żywnościowych) i w następnych latach będzie się wahać w granicach 2,5-3,0% przy założeniu, że nastąpi stabilizacja na światowych rynkach surowcowych

Systematyczny spadek podstawowej stopy procentowej, ustalonej przez RPP, który nastąpił na przełomie lat 2008 i 2009, głównie w ślad za ogólnoswiatowymi tendencjami, zmierzającymi do powstrzymania procesów osłabiania gospodarki, a nawet recesji został zahamowany. W 2010 r. nastąpiła ich stabilizacja, zaś w 2011 roku miał miejsce ponowny ich wzrost. Przewiduje się, iż stopa ta będzie w dalszym ciągu podnoszona na przełomie lat 2011-2012. Wpłynie to ujemnie na wzrost gospodarczy przy ograniczonym oddziaływaniu na stopę inflacji.

Spadek poziomu aktywności gospodarczej w 2009 r., a także niski jego poziom w 2010 r. doprowadził do znaczącego spadku dochodów sektora finansów publicznych, w tym budżetu państwa. Stworzyło to niekorzystne warunki dla ograniczania deficytu budżetu państwa. Co więcej, w wyniku zainicjowanej ekspansji fiskalnej deficyt ten

wzrósł do ok. 3,1% PKB w 2010 r. Przewidujemy, iż mimo zapowiedzianych restrykcji w latach następnych deficyt budżetowy znajdzie się na wysokim poziomie przekraczającym 3%. Zapowiadana przez rząd reforma finansów publicznych ma prowadzić do ograniczenia przyrostu wydatków publicznych, co uzasadnić ma spadkową tendencję deficytu w ciągu najbliższych dwóch lat dopiero. Towarzyszy jej jednak duże ryzyko zwiększenia wydatków na cele socjalne oraz konieczność dalszego finansowania rozwoju zarówno poprzez wzrost nakładów na inwestycje publiczne, jak i na naukę i rozwój (B+R), przy silnej partycypacji UE. Z tej perspektywy założona w prognozie konsolidacja fiskalna może budzić wątpliwości.

Powyższa prognoza skłania do podtrzymania poglądu, iż przystąpienie do mechanizmu ERM2 nie powinno być nadmiernie opóźniane. Może ono nastąpić po roku 2014, gdyby spełnienie wszystkich kryteriów traktatu z Maastricht nastąpiło już w latach 2012-2013.

Przedstawiona prognoza opiera się na założeniu, iż rząd będzie prowadzić pro wzrostową politykę ekonomiczną, której będzie towarzyszyć aktywna polityka pieniężna. Znaczące powiększenie deficytu budżetowego tak w 2009 r., jak i w budżecie na 2010 r. przełożyło się na zwiększenie realnej wielkości wydatków budżetu, a więc na quasi-ekspansywną politykę fiskalną. Zapowiadane jest wszakże jej ograniczenie w okresie lat 2011-2013 dla zmniejszenia deficytu budżetowego i zadłużenia kraju czego wyrazem było podniesienie z początkiem 2011 roku stawek VAT, nowelizacja ustaw emerytalnych oraz redukcja inwestycyjnych na infrastrukturę. Niestety, nie będzie się to łączyć z pożądanym, systematycznym wspieraniem działalności inwestycyjnej, a także z koniecznością silniejszego promowania eksportu. Byłoby także pożyteczne zdecydowane popieranie aktywności naukowo-badawczej przez systematyczne podnoszenie nakładów na B+R do poziomów rekomendowanych przez UE, jak też stwarzania warunków dla szybszego rozwoju kapitału wiedzy.

Z pola widzenia nie mogą zniknąć znaczące zagrożenia mające swe źródła w błędach polityki gospodarczej. Po pierwsze, udało się wprowadzić uniknąć niszczących następstw ogólnoświatowej recesji. W 2009 r. miał miejsce wzrost PKB unikalny w skali europejskiej. Jednakże brak działań, gdy chodzi o wspomaganie

inwestycji spowodował, iż ich spadek przeciągnął się na niemal cały rok 2010, a więc utraciono możliwość podniesienia stopy wzrostu PKB o 1-2 p.p.. Trudno się w tej sytuacji spodziewać prowadzenia bardziej aktywnej polityki gospodarczej. Po wtóre, nastąpił wzrost cen ropy naftowej oraz cen surowców pochodzenia rolniczego i mineralnego, z ujemnymi skutkami dla wzrostu i inflacji. Tendencje te ulegną zapewne pogłębieniu w wyniku przewidywanego przez ekspertów ożywienia gospodarki USA i krajów UE, a także perturbacji jakie mają miejsce w krajach arabskich.

W polityce wewnętrznej może w następnych latach grozić nawrót do konserwatywnej polityki fiskalnej (np. podniesienie stawek podatkowych) oraz pieniężnej (nadmierne podwyżki stóp procentowych). W ich rezultacie mogłoby nastąpić kolejne znaczące ograniczenie popytu krajowego, przede wszystkim inwestycyjnego. Doprowadziłoby to do ponownego spadku tempa wzrostu gospodarczego (w skrajnym przypadku do 1-2% rocznie), równoległe do wzrostu deficytu finansów publicznych, a w ślad za tym do odsunięcia perspektywy konwergencji.

29 kwiecień 2011 r.