

Gronicki, Mirosław; Krzak, Maciej

## Proceedings

# Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012-2013

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 117

### Provided in Cooperation with:

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Gronicki, Mirosław; Krzak, Maciej (2011) : Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012-2013, BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 117, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128307>

#### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

#### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

# ⟨Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013⟩



Zeszyty BRE Bank – CASE  
Nr 117/2011

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Mirosław Gronicki

Maciej Krzak

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

## SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM .....	4
WPROWADZENIE .....	5
PERSPEKTYWY WZROSTU W POLSCE 2012–2013 NA TLE EUROPY; OPCJA ZEROJEDYNKOWA – <i>Maciej Krzak</i> .....	13
WPLYW KRYZYSU ZADŁUŻENIOWEGO W KRAJACH STREFY EURO NA GOSPODARKĘ POLSKI – <i>Mirosław Gronicki</i> ..	23

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Adam Antoniak	Bank BPH
Paweł Badzio	NŻG
Ewa Balcerowicz	CASE
Jacek Barszczewski	PAP Biznes
Renata Bielak	GUS
Grzegorz Brudziński	Miesięcznik Bank
Marek Dąbrowski	CASE
Maria Dunin-Wąsowicz	ISM UW, Collegium Civitas
Małgorzata Dusza	BOŚ Bank
Mirosław Dusza	UW
Piotr Dziewulski	PID
Marcin Goettig	Thomson Reuters
Stanisław Gomułka	BCC
Mirosław Gronicki	NBP
Krzysztof Grudzień	Quercus
Anna Jaros	Ambasada Stanów Zjednoczonych
Marek Kałkusiński	NOT - TKP
Wojciech Kałkusiński	KPH, OIG
Piotr Kazimierczyk	FPE
Andrzej Kondratowicz	Łazarski, TEP, UW
Marzena Kowalska	Luxmed
Arkadiusz Krężel	Boryszew Impexmetal
Krzysztof Krogulski	MFW
Urszula Kryńska	Bank Millennium
Maciej Krzak	Uczelnia Łazarskiego, CASE
Leszek Kubiak	UJK w Kielcach
Joanna Kulczycka	GUS
Lech Kurkliński	SGH
Monika Kurtek	Bank Pocztowy
Dariusz Ledworowski	SR NPRE
Paweł Lipiński	BRE Bank
Waldemar Milewicz	SGH
Magdalena Nawrot	SGH
Jarosław Neneman	UŁ
Krystyna Olechowska	CASE
Tadeusz Ołdakowski	GUS
Marta Ostrowska	Ministerstwo Gospodarki
Leszek Paczkowski	NBP
Małgorzata Pawłowska	NBP
Konrad Popławski	OSW
Adam Rykowski	Xelion
Jan Solarz	AF
Tomasz Stankiewicz	WNE UW
Mateusz Sutowicz	Bank Millennium
Marcin Święcicki	poseł
Jerzy Thieme	TEP
Andrzej Wernik	IF AF
Łukasz Wilkowicz	Parkiet
Barbara Wyczańska	BRE Bank
Paweł Wyczański	NBP
Bohdan Wyżnikiewicz	IBnGR
Dorota Wyżnikiewicz	NBP
Janusz Zieliński	BCC
Andrzej Żółkiewski	NBP

# Wprowadzenie

**S**tan niepewności trawi gospodarkę europejską od kryzysu finansowego w roku 2008. Analitycy zastanawiają się, czy w 2012 r. uderzy kolejna fala. Przewidywany kryzys nosi wszelkie znamiona tego, co widzieliśmy w 2008 r. Znowu zaczyna się od kryzysu finansowego. Różnica polega na tym, że teraz jest to kryzys finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro. Gospodarka realna absolutnie nie jest winna dzisiejszej sytuacji. Sektor realny ma bardzo wysokie zyski i ma doskonałą płynność, którą zawdzięcza niechętnemu pożyczkom sektorowi finansowemu. Prognozy instytucji międzynarodowych na lata 2012–2013 przyjmują scenariusz kontynuacji strategii „kupowania czasu” w strefie euro. Jednak sytuacja nabrzmiała do tego stopnia, że prognoza sformułowana dziś staje się nieaktualna jutro. Prognozy rewidowane są więc w dół. Przykładowo, listopadowe prognozy KE czy OECD są o wiele mniej optymistyczne niż wrześniowe MFW. Generalnie prognozy przewidują w 2012 r. spowolnienie i recesję w strefie euro i lekkie odbicie w roku 2013. Zatem, zdaniem prognostyków, strefa euro pozostanie w impasie.

A jak będzie wyglądał wzrost gospodarczy w Polsce w 2012 r.? **Maciej Krzak (Łazarski, CASE)** opowiada się za opcją zerojedynkową, czyli albo poważna recesja, albo wzrost w miarę normalny. Normalny, czyli dynamika PKB powyżej 3%, jeśli strefa euro przetrwa. M. Krzak przewiduje, że inwestycje publiczne będą napędzały gospodarkę do Euro 2012. Jednak część z nich będzie kończona dopiero po Euro 2012, pozostaje zatem nadzieja, że ten poślizg bardziej niż mniej będzie napędzał gospodarkę. Inwestycje prywatne są w zawieszeniu, bo biznes ma niejasne perspektywy. Chronić nas będzie eksport netto. A więc czeka nas powtórka sytuacji z przełomu lat 2008 i 2009. Jeśli kryzys zostanie zażegnany, to w drugiej połowie 2012 r. powinno być już wyraźnie lepiej. Poprawa nastrojów będzie sprzyjała odbudowie inwestycji prywatnych i konsumpcji.

Czy nie przeceniamy pozytywnego wpływu Euro 2012? Zewnętrzna atmosfera gospodarcza i polityczna raczej nie zaskoczy nas pozytywnie w najbliższym półroczu, a inwestycje po wydarzeniu piłkarskim prawdopodobnie spowolnią lub zanikną (**pytanie internauty**).

Portugalia organizowała Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej w 2004 r. (**Mirosław Gronicki, NBP**), w następnym roku zapłaciła za organizację recesją. Oczywiście, to nie musi być regułą, ale zdarzyć się może. W latach 2012–2013 dynamika podstawowych agregatów makroekonomicznych może być znacznie niższa niż w latach 2010–2011 (skutek proponowanego zacieśnienia fiskalnego). Za pesymistyczną prognozą przemawia niedawna historia. Bowiem po upadku banku Lehmans Brothers kryzys dotknął Polskę dwoma kanałami: finansowym i handlowym. Co prawda Polska nie tylko kryzys przeżyła, ale według oficjalnych danych odnotowała także wzrost gospodarczy, lecz analiza dochodów podatkowych jednoznacznie wskazuje, że mieliśmy recesję. Odnotowaliśmy bowiem nominalny spadek z tytułu wszystkich podatków. W efekcie kryzysu handlowego (według OECD) Polska dopiero w 2011 r. przekroczyła wolumen eksportu sprzed kryzysu 2008. Dotkliwszy niż by się wydawało wpływ poprzedniego kryzysu na polską gospodarkę stał się podstawą pesymistycznej prognozy na lata 2012–2013.

Bankowcy widzą, że mamy do czynienia z częściowym wygasaniem finansowania zewnętrznego, dlatego w sektorze bankowym rośnie stopa oszczędności (**Ernest Pytlarczyk, BRE Bank**). Zatem przenoszenie oszczędności na depozyty długoterminowe należy uznać dzisiaj za trend pozytywny. Co prawda efekt będzie bolesny, bo za chwilę odnotujemy nieco niższą dynamikę konsumpcji, która już pojawiła się w III kwartale 2011 r., ale prawdopodobnie nowy trend w sektorze bankowym przyczyni się do bezpieczeństwa finansowego kraju.

Czy mamy problemy z rolowaniem finansowania zewnętrznego dla sektora bankowego? Czy w przypadku kredytu będzie miał miejsce scenariusz gwałtownego zatrzymania (*sudden stop*)? Czy mechanizmy, które już obserwujemy – budowanie bazy depozytów krajowych, zmniejszanie średniego wskaźnika relacji kredytów do depozytów (*loan-to-deposit ratio*) – pozwolą nam na stworzenie w przyszłym roku przestrzeni do 5- lub 6-pkt. wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw, co pozwoli na uniknięcie fali kryzysu? (**E. Pytlarczyk**). Ostatnie miesiące pokazują na odpływ pieniędzy z instytucji finansowych. Odpływ ten – po tzw. zannualizowaniu – jest mniej więcej równy temu, co napływało do Polski rocznie w latach 2006–2007 (**M. Gronicki**). A więc już obserwujemy (być może jest to proces krótkotrwały) pewien odpływ kapitału z instytucji bankowych. Czy ten odpływ jest kompensowany przez inne formy zasilania finansowego? W rozważaniach należy pominąć depozyty gospodarstw domowych czy przedsiębiorstw, bo to tylko jeden z elementów zasilania finansowego. Istotnymi problemami polskiego sektora bankowego są bardzo duże pasywa zagraniczne i bardzo małe aktywa zagraniczne w bilansach banków oraz niedopasowanie czasowe, tzn. długookresowe aktywa finansowane są krótkookresowymi długami, przez jakiś czas nawet tygodniowymi

swapami. Te problemy sektora bankowego absolutnie nie wiążą się z głoszoną przeze mnie koniecznością oszczędzania. Bowiem oszczędności w sensie makroekonomicznym to nie jest tylko kwestia wzrostu depozytów w sektorze bankowym. Czy w Polsce mamy do czynienia z negatywnymi skutkami nagłego delewarowania i realizacji tzw. scenariusza gwałtownego zatrzymania (*sudden stop*)? Nie, raczej ze scenariuszem *leakage*. Ucieka od nas kapitał z sektora bankowego. Czy ten proces zostanie zahamowany? Dzisiaj trudno odpowiedzieć na to pytanie. Trzeba zaś pamiętać, że do sektora bankowego napłynęło w sumie 270 mld zł w postaci różnego typu finansowania. Ci, którzy kapitał wyłożyli, czyli matki spółki, żądają pieniędzy z powrotem. Mowa o kwocie 140 mld zł netto. To zapewne jest problem.

Czy NBP i KFN są przygotowane na ewentualny rozpad unii monetarnej? (**pytanie internatów**). Po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej NBP stał się częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). W związku z tym rozpoczął ścisłą współpracę z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) i innymi bankami centralnymi krajów Unii Europejskiej (**M. Gronicki**). W 2009 r. NBP przez jakiś czas, miał relację swapową z EBC, co pozwalało na zasilanie sektora bankowego w czasie kryzysu. Natomiast trudno zakładać, że ewentualny rozpad strefy euro spowoduje załamanie polskiego sektora finansowego. Oczywiście, na pewno odczuliby negatywne skutki ewentualnego rozpadu. Jednak twierdzą, że rozpad strefy euro jest mało prawdopodobny. Rozpadu strefy euro nie przewiduje także **prof. Andrzej Wernik (AF)**. Co najwyżej jej oczyszczenie, np. przez wyłączenie Grecji, co w gruncie rzeczy chyba byłoby korzystne dla Greków, mniej natomiast dla Niemiec i Francji. Oczyszczenie strefy euro może dotyczyć także Portugalii, ale na pewno nie Włoch, bo Włochy, wbrew pozorom, wcale nie mają rozrzutnej gospodarki fiskalnej. Ich deficyt (4,6% PKB) jest mniej więcej na takim samym poziomie jak w Niemczech (4,3% PKB). Oczywiście Włochy, z dawien dawna, mają wielki dług (ze 100 wzrósł ostatnio do 120% PKB), z którym sobie jakoś radzą, niesłuszne jest więc podnoszenie wrzawy i twierdzenie, że Włochy są na krawędzi wypłacalności. Ocena sytuacji krajów strefy euro wymaga bardziej zróżnicowanego spojrzenia. Porównywanie tych samych poziomów deficytów nie zawsze jest uzasadnione. Przykładowo, bardzo wielki deficyt w latach 2009–2010 Wielkiej Brytanii wynikał z wydatków jednorazowych, zastrzyków kapitałowych. A to jest wydatek, z którego łatwo się wycofać. W jednym roku daje się zastrzyki kapitałowe, w następnym – nie. Znacznie trudniejsze jest wycofanie się z deficytu, który wynika z rozbieżności między poziomem normalnych wydatków, ciągniętych z roku na rok. Oceniając perspektywę krótkoterminową polskiej gospodarki również nie przewiduję katastrofy. Oczywiście, spowolnienie będzie, i na pewno bolesne, ale to nie oznacza ruiny.

Czy zasadne jest pytanie o stan przygotowań NBP i KFN na wypadek rozpadu strefy euro? (**Piotr Kazimierz, FPE**). Nie bez powodów UE podjęła decyzję o rozszerzeniu przeprowadzenia stress testów w europejskim sektorze bankowym; obejmując nimi także niektóre banki w Polsce. Stress testy, czyli testy warunków skrajnych, mają przedstawić potencjalne zachowania się banków i sytuację ekonomiczno-finansową poszczególnych banków i całego sektora bankowego w przypadku wystąpienia



nadzwyczajnych negatywnych wydarzeń ekonomicznych w otoczeniu działania banków oraz w samych bankach. Czyli testy mają pokazać odporność i przygotowanie banków do działania w nadzwyczajnie niekorzystnych okolicznościach, np. w warunkach załamania kursu walutowego, gwałtownego wzrostu stóp procentowych czy załamania gospodarczego skutkującego silnym spadkiem PKB. Zatem pytanie o stan przygotowań na wypadek rozpadu strefy euro jest jak najbardziej uzasadnione. Bo taka sytuacja może się zdarzyć, a instytucje finansowe muszą być na nią przygotowane, bo do tego przygotowania są zobligowane. Zatem uzasadnione jest poszukiwanie, chociażby teoretyczne, np. na podstawie dyskusji *table top*, czyli co zrobimy, jeśli... Wiarygodna odpowiedź nie jest łatwa. Z makroekonomicznego punktu widzenia, jeśli wyparują depozyty, nie uda się zrolować długu, to po prostu następuje upadek. Ale w tych teoretycznych rozważaniach chodzi o to, by zorientować się, jakie scenariusze są na krawędzi, z jakimi możemy sobie dać radę i jakie metody można zastosować. Chodzi o znalezienie zachowań, metod, sposobów przed zdarzeniem, a nie w momencie, kiedy ono nastąpi.

Czy koncepcja odgórnego zarządzania obciążeniami podatkowymi przez UE nie jest zagrożeniem dla konkurencyjności polskiej gospodarki? (**pytanie internauty**). Wydaje się, że raczej nie należy spodziewać się harmonizacji stawek podatkowych w UE, ponieważ państwa mają odrębne interesy, a gospodarki są w różny sposób regulowane (**M. Krzak**). Natomiast można zakładać ujednoczenie bazy podatkowej w ramach UE, żeby po prostu można było w taki sam sposób liczyć zyski unijnych przedsiębiorstw i mieć jedną platformę odniesienia. Takie rozwiązanie na pewno nie ograniczałoby konkurencyjności podatkowych systemów narodowych. Czy KE będzie pobierać podatek? Unia monetarna na pewno będzie zmierzała w kierunku unii fiskalnej, bo to jedna z nauk płynących z kryzysu zadłużeniowego. W dobrych czasach unia monetarna fantastycznie funkcjonowała, ale od początku twierdzono, że testem będą czasy kryzysowe. Jak na razie test wypada niepomyślnie. Unia przetrwała, ale ciągle odbiera (i zadaje sama sobie) ciosy. Można więc wyobrazić sobie, stworzenie *quasi*-rządu ekonomicznego. Scenariusz ten wymaga stworzenia podatku europejskiego, czyli zgody traktatowej. Ten *quasi*-rząd będzie mógł pobierać podatki od 7 do 10% PKB unijnego, by stworzyć unię transferową, czyli namiastkę tego, co mamy w Stanach Zjednoczonych. Wydaje się, że euroobligacje nie będą zagrożeniem dla polskich obligacji, bo byłyby to produkt, który zastąpiłby obligacje emitowane dzisiaj przez poszczególne rządy. Zatem powinny one jedynie uatrakcyjnić nasze obligacje, ponieważ oprocentowanie euroobligacji byłoby bezwzględnie wyższe niż niemieckich. Siłą rzeczy prowadziłyby to do podwyższenia dochodowości naszych obligacji, ale zaprawdę nie wiem, dlaczego miałyby to nastąpić.

Poszukując sposobów na dzisiejszy niski poziom oszczędności warto byłoby rozważyć dwie możliwości (**Marcin Świącicki, poseł**). Po pierwsze, rząd zakłada zmniejszenie deficytu sektora publicznego. Jeśli deklaracje rządu uda się zrealizować, to czy tak pozyskane oszczędności mogłyby zasilić sektor przedsiębiorstw? Jaką skalę można rozważać? Po drugie, czy przystąpienie Polski do strefy euro nie ułatwiłoby dostępu do oszczędności w innych krajach?

Czy wejście do strefy euro daje nam więcej korzyści, czy strat? (**M. Gronicki**). Przed upadkiem banku Lehman Brothers sprawa była prosta. Spready obligacji narodowych były niewielkie. Do 2008 r. Polska mogła wyemitować euroobligacje za 20 pkt bazowych. To się skończyło. Kryzys spowodował, że kraje są rozróżniane. Polska, niestety, nie jest krajem tak dobrze postrzeganym jak, przykładowo, Czechy, czy nawet Słowacja. Gdyby Polska spełniała wszystkie warunki konwergencji nominalnej i podjęła decyzję o wejściu do strefy euro, to wycena rynku wiele by się nie zmieniła. Inwestorzy nadal żądaliby większej premii za ryzyko trzymania w portfelu polskich obligacji. Nadal byłibyśmy gorzej postrzegani niż Czesi czy Słowacy. Rynkiem rządzi sporządzony w przeszłości ranking. Zmiana spojrzenia na Polskę przez rynek finansowy wymagałaby wielkiego wysiłku. Czy euroobligacje strefy euro wypchną polskie? Nic nam nie grozi. Na rynku obligacji funkcjonujemy w niewielkim zakresie, a więc nie zagrozi to naszemu zagranicznemu finansowaniu.

Oszczędności w całej gospodarce (w makroplanie) równają się inwestycjom, ale to jest jedynie buchalteryjna tożsamość (**Andrzej Kondratowicz, Łazarski, UW**). Bardziej ciekawe wydają się mikromechanizmy konwersji oszczędności na inwestycje, jakie instytucjonalne rozwiązania sprzyjają (lub są przeszkodą) tej konwersji. Zatem pojawia się wątpliwość, czy rzeczywiście w Polsce mamy niedobór oszczędności, w sensie strumieni. Prof. Wernik przywołał przykład Włoch. Dług tego kraju jest przede wszystkim długiem wewnętrznym. Zatem można sobie równie dobrze wyobrazić, że w przyszłości Włosi będą znacznie więcej oszczędzali, a następnie znacznie więcej kupowali własnych papierów wartościowych. Scenariuszy może być wiele. Zatem ocena stopy oszczędności na makroekonomicznym poziomie wydaje się mało wiarygodna. Żeby dokonać analizy należałoby zgłębiać materię kilka poziomów niżej.

Prof. Gomułka zawsze podkreśla, że w Polsce udział inwestycji w PKB jest stosunkowo niski (**M. Gronicki**). Teoria wzrostu gospodarczego wymienia następujące elementy wzrostu: praca, kapitał i endogeniczne czynniki. Te ostatnie w Polsce wyglądają średnio. Jeśli chodzi o czynnik pierwszy, to wiemy, że populacja nam się starzeje i raczej nie będziemy mieli szybkiego wzrostu populacji chętniej do pracy, aktywnej zawodowo. Co pozostaje? Kapitał. A jak mamy niskie oszczędności, to skąd wziąć ten kapitał? Skąd wziąć inwestycje? To spojrzenie makroekonomiczne na kwestię oszczędności. Oczywiście mikroekonomiczne spojrzenie wymaga zupełnie innej dyskusji. Można pokazać kraje, które mają stosunkowo niski poziom oszczędności, a rozwijają się dość dobrze. Ale można też wskazać kraje Azji Południowo-Wschodniej mające wysoki poziom oszczędności i wysoki wzrost gospodarczy. Dyskusja ma zupełnie inny charakter. Dodajmy, że według danych Eurostatu inwestycje polskich przedsiębiorstw w stosunku do innych krajów naszego regionu lokują się na niskim poziomie, co nie jest dobrym sygnałem, a co gorsza, to zjawisko ma charakter stały (**M. Krzak**). W Polsce średnio relacja inwestycji do PKB wynosi około 20%, nigdy nie przekroczyła 25%. Nie chodzi tylko o wzrost kapitału, chodzi o to, że w kraju takim jak Polska tzw. doganiającym, podobnie jak w Chinach czy Indiach

również strumień absorbowanych innowacji jest proporcjonalny do strumienia inwestycji (**prof. Stanisław Gomułka, BCC**). Oznacza to, że inwestycje mają wpływ na tempo wzrostu wydajności pracy. Nie chodzi jedynie o kapitał jako taki, o substytucyjność pracy przez kapitał. Ale chodzi o wydajność, o zmiany jakościowe, które są proporcjonalne do sumy inwestycji. To kwestia kluczowa. M. Gronickiego zaniepokoił spadek inwestycji z ponad 20 do 16% PKB. Natomiast M. Świącicki (z którym się zgadzam) zauważył, że w tym samym czasie prywatne oszczędności, które w relacji do PKB prawdopodobnie nie spadły, są stabilne. Zatem globalne oszczędności powinny oscylować wokół tradycyjnego poziomu 20% PKB. Natomiast bardziej zasadnicze reformy byłyby potrzebne, aby zwiększyć udział inwestycji i oszczędności do 20 czy 30%. W przeszłości właśnie w tym kierunku zmierzały strategie rządowe, ale, niestety, nie udało się ich zrealizować.

M. Gronicki przyszłość gospodarki opisał literką W. Typ zmian opisany przez ekonomistów tą literką charakteryzuje się nawrotem recesji po pierwotnym dźwignięciu się gospodarki z kłopotów. Z drugiej strony, prognozy prezentowane w dzisiejszej dyskusji seminaryjnej nie wskazują na duże spadki, raczej wskazują co najwyżej na spowolnienie (**S. Gomułka**). Trzy lata temu mieliśmy duże spadki PKB (od 3 do 5% PKB w różnych krajach), bardzo silny spadek obrotów handlowych, produkcja przemysłowa spadła od 10 do 20%. Dzisiaj natomiast mówimy o zupełnie innych liczbach. A do tego obaj prelegenci (zwłaszcza dr Gronicki) sugerowali, że nie będzie rozpadu strefy euro. Gdyby do niego doszło, to rzeczywiście mielibyśmy wielką recesję, może nawet większą niż trzy lata temu. Jeśli zatem mówimy o spowolnieniu, to mowa o zupełnie innym przyszłościowym modelu gospodarki. Poza tym, jeśli mówimy o najbliższych paru latach, to warto zauważyć, że w latach poprzedzających kryzys'2008 w skali gospodarki światowej mieliśmy zbyt szybki wzrost stymulowany przez zbyt ekspansywną politykę monetarną i fiskalną, szczególnie w Stanach Zjednoczonych. Szybkemu wzrostowi towarzyszył potężny efekt ogromnego wzrostu cen surowców – na dłuższą metę nie do utrzymania. Zatem, jeśli chcemy powrócić do równowagi w skali gospodarki światowej, to przez wiele najbliższych lat, szczególnie w krajach wysoko rozwiniętych, bardzo pożądanym byłoby nieco wolniejszy wzrost. Spowolnienie, które i tak jest nieuniknione na skutek dostosowania fiskalnego, byłoby gwarantem długofalowych wymogów stabilności. Jeżeli będzie spowolnienie i nie będzie rozpadu strefy euro, to powstanie idealna sytuacja.

Jaka jest skala odpływu kapitału z instytucji finansowych w stosunku do całego sektora bankowego? (**Lech Kurkliński, SGH**). Jakie są prognozy'2012? Czy jest to zjawisko groźne? Na rynku bankowym obserwujemy, wyraźnie widoczną, wojnę depozytową. Dodatkowo w 2012 r. prawdopodobie wyeliminowana zostanie możliwość ucieczki od podatku Belki. Jak te zjawiska przełożą się na równowagę sektora? Na wzrost oprocentowania depozytów? Na wzrost cen kredytów? Czy konsekwencją będzie zmniejszenie dynamiki wzrostu gospodarczego? Nie twierdzę, że odpływ kapitału będzie tak duży jak obserwowany w ostatnich miesiącach (**M. Gronicki**). A gdyby jednak? Po pierwsze, możliwość fi-

nansowania akcji kredytowej w Polsce staje się ograniczona. Po drugie, rynek międzybankowy przestaje funkcjonować, czyli *de facto* nie mamy wyznaczonej rynkowo jednolitej ceny pieniądza; jest pokawałkowana w zależności od tego, kto się po ten pieniądź zgłasza. To jest powód, że depozyty krótkoterminowe są wyżej oprocentowane niż oprocentowanie na rynku międzybankowym (WIBOR); 3- lub 6-miesięczny WIBOR jest niższy niż depozyt. Przed kryzysem było odwrotnie, bo cenowi liderzy, czyli PKO BP i Pekao SA wyznaczali cenę pieniądza na zupełnie innym poziomie. To strukturalne załamanie międzybankowego rynku stwarza kłopoty nie tylko rynkowi polskiemu, ale także pozostałym rynkom unijnym. Załamanie powoduje również, że w przyszłości dużo banków może być zagrożonych. Jeśli okaże się, że jedynym ratunkiem jest wyższe oprocentowanie depozytów, to zyski tych banków będą odpowiednio mniejsze. Rok 2011 okazał się bardzo dobry dla banków, ale agencja Moody's miała rację twierdząc, że perspektywa dla sektora bankowego w obecnych warunkach jest nieciekawa.

\* \* \*

O perspektywie polskiej gospodarki w latach 2012–2013 dyskutowali goście 117 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w grudniu 2011 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili dra Mirosława Gronickiego, doradcę prezesa NBP oraz dra Macieja Krzaka adiunkta Uczelni Łazarskiego, ekonomistę CASE.



## Perspektywy wzrostu w Polsce w latach 2012–2013 na tle Europy; opcja zerojedynkowa

Niepowodzenie dotychczasowej strategii rozwiązywania kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro doprowadziło do takiego poziomu paniki i niepewności na rynkach finansowych, że niemożliwe jest trwanie takiej sytuacji; musi nastąpić przesilenie i to raczej rychłe. W związku z tym rysuje się opcja zerojedynkowa, jeśli chodzi o scenariusz wzrostu gospodarczego w świecie w 2012 r.: powrotu do potencjalnego tempa albo gospodarczego krachu. Nic po środku nie jest już możliwe.

### Uzasadnienie scenariuszy

Pierwszy scenariusz zakłada, że nastąpi rozpad strefy euro i niezależnie, w jaki sposób to nastąpi oraz jakie będzie to miało reperkusje także dla istnienia Unii Europejskiej, wywoła to głęboki kryzys gospodarczy w Europie. Różnice między nie-

kontrolowanym rozpadem, tzn. powrotem do walut narodowych przez większość państw, czyli sytuacji sprzed przyjęcia euro a próbami stworzenia okrojonej unii walutowej mogą tylko zaważyć na skali tej recesji. Drugi scenariusz przewiduje, że kryzys zadłużenia zostanie zażegnany szybko. Skoro doświadczamy dramatycznego kryzysu zaufania, jego odbudowa miałaby szybkie pozytywne skutki dla wzrostu gospodarki europejskiej i konsekwencji światowej. Nie uniknie się wtedy, co prawda, globalnego spowolnienia, bo szkody w nastrojach zostały już spowodowane i antykryzysowe działania podjęte (ograniczanie wydatków i wzmożenie oszczędzania w przewidywaniu Armagedonu gospodarczego), a gospodarkę cechuje inercja. Recesja w strefie euro jest już raczej faktem. Niemniej to spowolnienie zostałoby w miarę szybko przezwyciężone i począwszy od drugiego kwartału gospodarka światowa zaczęłaby ponownie przyspieszać.

Wydaje się, że nie ma miejsca na scenariusze pośrednie, strategia „kupowania czasu” już się wyczerpała. Po każdym „kryzysowym” szczycie UE dochodowości obligacji państwowych krajów objętych kryzysem (Grecja, Irlandia i Portugalia) oraz nim zagrożonych (Hiszpania i Włochy) obniżały się tylko chwilowo. Zbyt wysoki jest poziom niepewności na rynkach finansowych, którą zresztą wywołało paniczne zachowanie ich uczestników. Wielkości, które opisują poziom awersji do ryzyka na rynkach finansowych wskazują, że sytuacja pod tym względem zaczyna przypominać okres po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, kiedy, w praktyce, rynki finansowe na długi zamarły. Zaufanie do instytucji bankowych w Europie jest mocno nadszarpnięte, bo testy odporności na stres z lata 2011 r. nie uwzględniły opcji zawieszenia spłat zadłużenia przez któryś kraj strefy euro, a do spełnienia nowych wymagań kapitałowych potrzebne jest wzmocnienie rządu 106 mld euro wg danych Komisji Europejskiej.

Nie wydaje się, aby ta sytuacja mogła się utrzymać długo; rynki finansowe nie obdarzają zaufaniem przyjętych rozwiązań, a oczekiwanie na ogłoszenie zawieszenia spłat przez któryś z krajów ze strefy euro pozbawia uczestników rynków finansowych zaufania do siebie samych ze względu na problem asymetrycznej informacji; nie wiadomo do końca, które instytucje i w jakiej skali poczyniły duże inwestycje w obligacje wysoce zadłużonych państw, w stosunku do których rynki mają obawy, czy będą w stanie wywiązać się ze zobowiązań. Rachunek jest prosty; utrzymywanie się bardzo wysokich rentowności obligacji Włoch i Hiszpanii (zwłaszcza w relacji do przewidywanej dynamiki wzrostu gospodarczego) sprawia, że ich dług publiczny znalazł się na eksplozywnej ścieżce. Wpadają zatem

one obecnie w spiralę zadłużenia, a strefa euro nie dysponuje funduszem ratunkowym odpowiedniej wielkości, aby zapobiec załamaniu się finansów publicznych tych krajów pod ciężarem obsługi długu, zwłaszcza Włoch. W 2012 r. duże kwoty długu publicznego muszą zostać zrefinansowane. Będzie to wywoływało kolejne napięcia na rynku finansowym i skoki dochodowości obligacji skarbowych większości krajów strefy euro, wręcz prowadziło do niewypłacalności części z nich. Gospodarka europejska zmierza więc do kryzysu gospodarczego ponownie wywołanego przez kryzys finansowy, tylko przejawiający się w innej formie.

Tego kryzysu można by uniknąć, bo gospodarka realna znajduje się w dobrej kondycji. Zwykle przy czyną recesji są zjawiska po stronie popytu czyli przegrzanie koniunktury i wynikająca stąd presja inflacyjna. Tymczasem dynamika ożywienia po kryzysie lat 2008-2009 odbiegała *in minus* od przeciętnej z poprzednich kryzysów, więc o przegrzaniu koniunktury można by mówić jedynie w określonych regionach świata takich jak Chiny, Brazylia czy Indie. Mimo nienadzwyczajnego tempa ożywienia, firmy mają na ogół wysokie zyski i gdyby nie perturbacje na rynkach finansowych, które zepsuły nastroje, proces inwestycyjny sektora prywatnego w Europie nie uległby zahamowaniu, co już zaczyna być widoczne.

## Prognozy globalne

Z danych o wysokiej częstotliwości oraz indeksów koniunktury, jesień 2011 r. w gospodarce światowej charakteryzuje wyhamowanie dynamiki wzro-



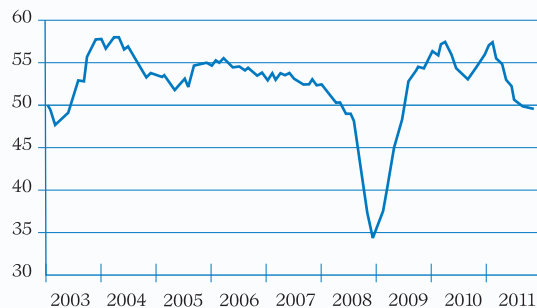
stu gospodarczego w UE w szczególności w strefie euro oraz Wielkiej Brytanii, a spowolnienie dotyczy także dynamicznych dotąd regionów świata: Azji Południowo-Wschodniej i Ameryki Łacińskiej. Stopniowo natomiast poprawia się kondycja gospodarcza w USA, ale tempo ożywienia jest ciągle na tyle słabe, że nawet umiarkowany szok zewnętrzny czy wewnętrzny byłby zapewne w stanie wytrącić tę gospodarkę z trajektorii wzrostowej. Zapewne takim szokiem mógłby być rozpad strefy euro. Nastroje w USA są ciągle nienajlepsze, a w jakimś stopniu wpływa na nie także rozwój wydarzeń w strefie euro.

**Rysunek 1. Globalny indeks koniunktury w usługach po korekcie sezonowej**



Źródło: JP Morgan, News Release, 5 December 2011.

**Rysunek 2. Globalny indeks koniunktury w przemyśle przetwórczym po korekcie sezonowej**



Źródło: JP Morgan, News Release, 5 December 2011.

Ogólną sytuację ilustrują wykresy indeksów globalnej koniunktury sporządzane przez bank JP Morgan. Jak z nich wynika, sektor przetwórstwa przemysłowego w świecie znalazł się już w recesji, natomiast ciągle rozwija się sektor usług, ale jego aktywność nie jest zbyt wysoka. Dzięki rosnącej aktywności w sektorze usług, gospodarka światowa uniknęła dotąd recesji.

Prognozy instytucji międzynarodowych na lata 2012 i 2013 odzwierciedlają obecne trendy i negatywny wpływ kryzysu publicznego długu w strefie na wzrost gospodarczy w świecie. Uległy one poważnej rewizji w dół od końca wiosny 2011 r.; wystarczy porównać tabelę 1 z tabelą 2. Tabele zostały skompilowane na podstawie prognoz przedstawionych przez Komisję Europejską, MFW i OECD. Te organizacje wskazują, że najsilniej obniży się dynamika PKB w strefie euro, która znajdzie się w 2012 r. w stagnacji. Warto tu poczynić kilka spostrzeżeń. Dzięki temu, że KE i OECD przedstawiły prognozy niedawno (w listopadzie 2011 r.), mogły je podać także na rok 2013. Prognozy te nie zakładają rozpadu strefy euro, raczej przyjmują, że kryzys zadłużenia będzie toczył strefę euro długi czas i oddziaływał także na kondycję gospodarki światowej, zaś jego rozwiązanie będzie mozolne i stopniowe. Zauważmy w tym kontekście, że prognoza na rok 2013 tylko niewiele odbiega *in plus* od prognozy na rok 2012. Taki scenariusz pośredni, zdaniem autora tego opracowania, nie wydaje się możliwy przy obecnym poziomie paniki na rynkach finansowych. Dynamika PKB w świecie będzie albo taka jak w kryzysowym roku 2009, albo niewiele gorsza od tej z 2010 r. Prognozy MFW mogą się wydawać optymistyczne w porównaniu z OECD i KE UE. Może dlatego, że powstały we wrześniu



2011 r., kiedy sytuacja nie wyglądała jeszcze tak źle jak obecnie, natomiast OECD i KE opublikowały swoje prognozy w drugiej połowie listopada 2011 r. Te różnice między MFW a OECD i KE odbijają za-

tem skalę pogorszenia w gospodarce światowej w okresie niespełna 2 miesięcy, co świadczy o przyspieszeniu wydarzeń. Czy za następne dwa miesiące kolejne prognozy ulegną dezaktualizacji?

**Tabela 1. Prognozy dynamiki PKB w % instytucji międzynarodowych z wiosny 2011**

	IMF			UE			OECD		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
świat	5,0	4,4	4,5	4,9	4,0	4,1		4,2	4,6
strefa euro	1,7	1,6	1,8	1,8	1,6	1,8	1,7	2,0	2,0
EU-27	1,8	1,8	2,1	1,8	1,8	1,9		2,3*	2,8*
USA	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6	2,7	2,9	2,6	3,1
Chiny bez Hongkongu	10,3	9,6	9,5	10,3	9,3	9,0	10,3	9,0	9,2
Japonia	3,9	1,4	2,1	3,9	0,5	1,6	4,0	-0,9	2,2
Niemcy	3,5	2,5	2,1	3,6	2,6	1,9	3,5	3,4	2,5
<b>Polska</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>

\*kraje z OECD

Źródło: World Economic Outlook, IMF, September 2011; European Economic Forecast – Autumn 2011, European Commission November 2011; Economic Outlook 90, OECD November 2011.

**Tabela 2. Prognozy wzrostu PKB w % przez instytucje międzynarodowe, jesień 2011 r.**

	IMF			UE			OECD		
	2010*	2011	2012	2011	2012	2013	2011	2012	2013
świat	5,1	4,0	4,0	3,7	3,5	3,6			
strefa euro	1,8	1,6	1,1	1,5	0,5	1,3	1,6	0,2	1,4
Azja Wschodząca	8,4	4,7	4,5	7,2**	7,2**	7,2**			
USA	3,0	1,5	1,8	1,6	1,5	1,3	1,7	2,0	2,5
Chiny bez Hongkongu	10,3	9,5	9,0	9,2	8,6	8,2	9,3	8,5	9,5
Japonia	4,0	-0,5	2,3	-0,4	1,8	1,0	-0,3	2,0	1,6
Niemcy	3,6	2,7	1,3	2,9	0,8	1,5	3,0	0,6	1,9
<b>Polska</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Ameryka Łacińska	5,0	4,4	4,5	4,6	4,1	4,2			
Brazylia	7,5	3,8	3,6	3,6	4,0	4,5	3,4	3,2	3,9
Rosja	4,0	4,3	4,1	4,0	3,9	3,8	4,0	4,1	4,1
India	10,1	7,8	7,5	7,5	7,5	8,1	7,7	7,2	8,2
Indonezja	6,1	6,4	6,3	6,1	6,2	6,1	6,3	6,1	6,5

\*dane, \*\*Azja bez Japonii.

Źródło: World Economic Outlook, IMF, September 2011; European Economic Forecast – Autumn 2011, European Commission November 2011; Economic Outlook 90, OECD November 2011.

Ciemnym punktem w gospodarce światowej w 2012 r. będzie strefa euro – bardzo zadłużona, nękana strachem finansowych inwestorów o to, czy długi będą honorowane. Jeszcze bardziej zadłużonym regionem są Stany Zjednoczone, ale w przyszłym roku mogą one ciągnąć w górę światową dynamikę PKB. Wbrew dość powszechnym obawom z lata 2011 r., które, notabene, znalazły odbicie w spadku indeksów giełdowych po znacznej rewizji w dół danych o dynamice PKB w I kwartale 2011 r. i dalej wstecz, gospodarka amerykańska powoli przyspieszała w ciągu roku; PKB w przeliczeniu na roczne tempo wzrósł z 0,4% w I kwartale do 2,0% w III kwartale 2011 r. W IV kwartale 2011 r. dynamika może okazać się wyższa, oceniając ją na podstawie wskaźników koniunktury i powolnej poprawy na rynku pracy. Wysokie są zyski korporacji, silny jest sektor przedsiębiorstw.

Dynamika inwestycji prywatnych była dotąd solidna. Zagrożenie recesją w 2012 r. wydaje się więc niskie, ale wypada powtórzyć, że dynamika PKB jest ciągle na tyle słaba, że silny wstrząs jest w stanie wytrącić gospodarkę USA ze ścieżki wzrostowej. Najistotniejszym zagrożeniem dla gospodarki USA jest kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro. Są także zagrożenia wewnętrzne z powodu niepewności, jaki obrany zostanie kurs polityki makroekonomicznej.

Klincz w polityce makroekonomicznej spowodowany jest w dużej mierze bliską perspektywą wyborów prezydenckich w listopadzie 2012 r. Wzrostowi mogłoby zagrozić nieprzedłużenie obniżki podatku od płac dla pracowników i pracodawców oraz wypłat zasiłków dla długotrwałych bezrobot-

nych; te obniżki wygasają w 2011 r. Ponadto, z końcem 2012 r. wygasa czasowa obniżka podatków dochodowych, której dokonano podczas recesji na początku XXI wieku, a którą to przedłużano dwukrotnie podczas obecnego, przeciągającego się kryzysu. Nad dynamiką PKB w USA nadal ciąży skutki kryzysu na rynku nieruchomości, choć w coraz mniejszym stopniu. Stanom Zjednoczonym brakuje wieloletniego planu obniżenia deficytu fiskalnego w związku z targami politycznymi między republikanami i demokratami o jego kształt; specjalnie powołana przez Kongres komisja nie była w stanie wypracować konsensusu w tej kwestii i dlatego od 2013 r., zgodnie z uchwalonym prawem, będą obowiązywały automatyczne cięcia. To na razie uspokaja rynki finansowe, które będą czekały na pojawienie się wiarogodnego planu redukcji deficytu fiskalnego po wyborach prezydenckich.

## **Polska**

W sytuacji wszechogarniającej niepewności trudno jest prognozować wskaźniki makroekonomiczne. W poprzednim rozdziale przedstawiono, dlaczego została przyjęta opcja zerojedynkowa. W scenariuszu rozpadu strefy euro należy spodziewać się w Polsce recesji, być może nawet głębokiej, gdyby rozpad ten był niekontrolowany i polegał na przywróceniu kilkunastu walut narodowych. W drugim scenariuszu powrotu do „normalności” na rynkach finansowych dynamika PKB byłaby wyraźnie dodatnia i spowolnienie w porównaniu z rokiem 2012 byłoby umiarkowane; tempo wyniosłoby ponad 3% i dlatego ten scenariusz dla Polski nazwiemy 3 plus (3+).

## Scenariusz 3+

W przypadku zakończenia kryzysu zaufania Polska nie osiągnęłaby średniej 4-proc. dynamiki PKB z lat 2010–2011 ze względu na inercję procesów ekonomicznych. Jak dotąd, nie pojawiło się rozwiązanie przecinające kryzys w strefie euro. Im później zostanie wypracowane, tym niższy będzie wzrost gospodarczy w Polsce. Oczekiwania bowiem zostały już zrewidowane w dół i podjęto działania z myślą, że kryzys może uderzyć wkrótce i okazać się równie głęboki jak na przełomie lat 2008–2009, jeśli nie gorszy. W takiej sytuacji zażegnanie kryzysu długu publicznego w strefie euro może tylko stopniowo odbudowywać dynamikę wzrostu gospodarczego, dlatego I półrocze 2012 r. powinno być nieco słabsze niż II półrocze, a w przekroju całego roku najsłabszy okazałby się I kwartał.

Po stronie popytowej mocnym punktem powinny pozostać nakłady inwestycyjne na środki trwałe. Roczna dynamika inwestycji brutto przyspieszała w ciągu trzech kwartałów 2011 przy stabilnej dynamice kwartalnej po korekcie sezonowej. Motorem inwestycji były inwestycje publiczne, które będą także wysokie w I półroczu 2012 r. ze względu na niedokończone prace związane z mistrzostwami Europy w piłce nożnej. Jednak w II połowie roku osłabną one, zatem dla wzrostu PKB stanie się ważne, czy choć częściowo zastąpi je aktywność inwestycyjna sektora prywatnego dzięki powrotowi optymizmu z uwagi na poprawę perspektyw gospodarki światowej.

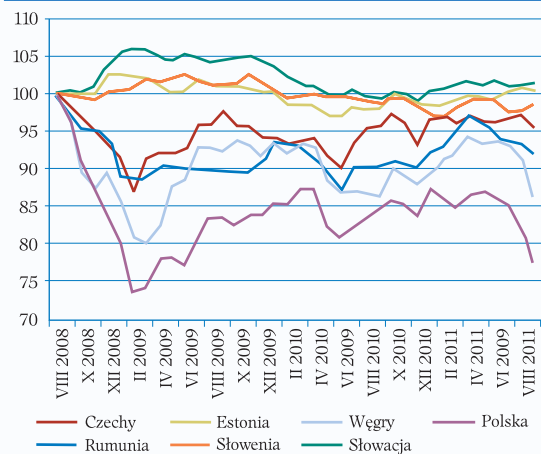
Wydatki na konsumpcję prywatną będą rosły umiarkowanie ze względu na utrzymującą się mentalność kryzysową, stagnację w zatrudnieniu,

powolną dynamikę realnych wynagrodzeń, ostrożność banków przy udzielaniu kredytów, a klientów przy ich braniu. To będzie powtórka roku 2011 r. z tendencją do przyspieszenia konsumpcji w miarę poprawy nastrojów i poczucia bezpieczeństwa finansowego konsumentów w II półroczu, kiedy na trwałe powinno rozwiązać się ryzyko kryzysu w gospodarce światowej. Konsumpcja publiczna będzie przyhamowana i to, podobnie jak w 2011 r., będzie odbijało się negatywnie na dynamice całkowitego spożycia; w związku z tym, że rząd zamierza wypełnić fiskalne kryterium z Maastricht i zejść z deficytem finansów publicznych poniżej 3% PKB zamrożone będą płace w administracji państwowej.

Eksport netto będzie miał pozytywny wpływ na dynamikę PKB i to w obu scenariuszach. W przypadku opcji zero, czyli głębokiej, europejskiej recesji, nastąpi powtórka 2009 r., kiedy eksport obniżył się mniej niż import. Stało się to dzięki znacznemu osłabieniu złotego i ten sam mechanizm działa już obecnie, a jeszcze bardziej będzie widoczny w 2012 roku, jeśli deprecjacja złotego utrzyma się dłużej. Polskie towary są bardzo konkurencyjne jak wynika z kwartalnych badań koniunktury przez NBP. Ilustruje to także rysunek 3 zaczerpnięty z kwartalnego raportu Banku Światowego o gospodarkach ośmiu nowych krajów członkowskich UE.

W przypadku scenariusz 3+ dodatni wkład eksportu netto w dynamikę PKB byłby niższy niż w scenariuszu recesji. Zapewne pozytywny wkład w I półroczu byłby wyższy niż w II półroczu, kiedy mogłoby ponownie zacząć się przyspieszenie importowe i nie jest wykluczone, że eksport netto byłby negatywny w IV kwartale 2012.

**Rysunek 3. Realny efektywny kurs złotego, 2008 = 100**



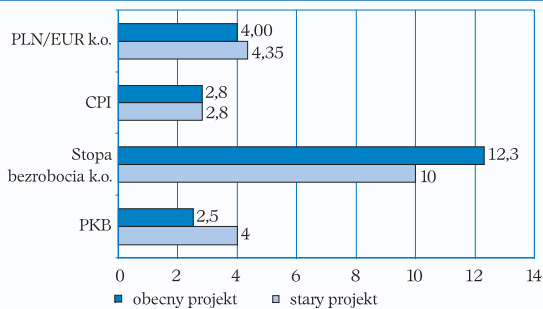
Źródło: EU Regular Economic Report, November 2011, The World Bank.

Poziom niezrównoważenia gospodarki polskiej jest umiarkowany i nie powinien zachwiać podstawami wzrostu gospodarczego w omawianym horyzoncie czasu. W 2011 r. inflacja utrzymywała się na podwyższonym poziomie z przyczyn znajdujących się głównie po stronie podażowej, zatem poza kontrolą banku centralnego. Wewnętrzny impuls inflacji nadała podwyżka VAT i akcyzy na początku roku, natomiast z zewnątrz inflację napędzały w I półroczu ceny surowców, w tym ropy naftowej oraz ceny żywności. Te zjawiska ustąpiły, ale deprecjacja złotego jesienią zaczyna przekładać się na wzmocnienie presji inflacyjnej, także przez ceny paliw, i to właśnie osłabienie złotego wydaje się stanowić największe ryzyko inflacyjne w 2012 r. W omawianym scenariuszu 3+ odpływ kapitału z Polski wyhamowałaby w I kwartale 2012 r. wraz z obniżeniem się awersji do ryzyka w świecie, więc złoty powinien wzmacniać się przez większą część roku, a to sprzyjałoby stabilizacji cen. Popytowe czynniki inflacji były słabe w 2011 r.; wzrost dochodów był

umiarkowany, bo płace rosły powoli w ujęciu realnym, a dynamika kredytów konsumpcyjnych też raczej nie wywoływała bodźców inflacyjnych. Podobnie powinno być w 2012 r. Na razie jednak RPP jest w mało komfortowej sytuacji, ponieważ stopa inflacji dość wyraźnie odbiega od celu inflacyjnego, dlatego w scenariuszu 3+ nie przewiduje się żadnych obniżek stóp procentowych w 2012 r., ale ze względu na dynamikę PKB poniżej potencjalnej RPP nie dokona także ich żadnych podwyżek, więc scenariusz przewiduje stabilne stopy procentowe NBP.

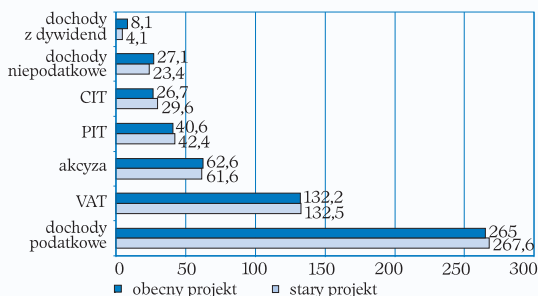
Przy 3-proc. tempie rząd nie powinien mieć kłopotów z realizacją swoich prognoz obniżenia deficytu w finansach publicznych do 3% PKB, konstrukcja budżetu państwa bowiem jest ostrożna. W tej prognozie uwzględniono zapowiedziane w inauguracyjnym exposé premiera kroki takie, jak podwyżka składki rentowej płaconej przez pracodawców o 2 punkty procentowe, wprowadzenie podatku od wydobycia kopalin, częściowe zamrożenie płac w sferze budżetowej i wysoki wzrost dywidend wypłacanych przez spółki z udziałem państwa w porównaniu z 2011 r. Prognoza uwzględnia również wpłatę co najmniej 5 mld złotych przez NBP (0,3% PKB) ze swojego zysku, której rząd nie zapisał w budżecie państwa na 2012 r. Jest to bufor na wypadek niekorzystnego rozwoju sytuacji budżetowej. Porównanie założeń projektu budżetu państwa z czerwca 2011 r. i jego modyfikacji po wyborach parlamentarnych (patrz rysunki 4 i 5) wskazuje, że dochody podatkowe miałyby praktycznie nie ulec zmianie w relacji do PKB (spadek o 0,2% PKB), mimo obniżenia spodziewanej dynamiki wzrostu gospodarczego z 4% do 2,5%.

**Rysunek 4. Założenia makroekonomiczne budżetu państwa na rok 2012**



Źródło: Ministerstwo Finansów, [www.mof.gov.pl](http://www.mof.gov.pl).

**Rysunek 5. Prognoza dochodów budżetu państwa w 2012 r., w mld złotych**

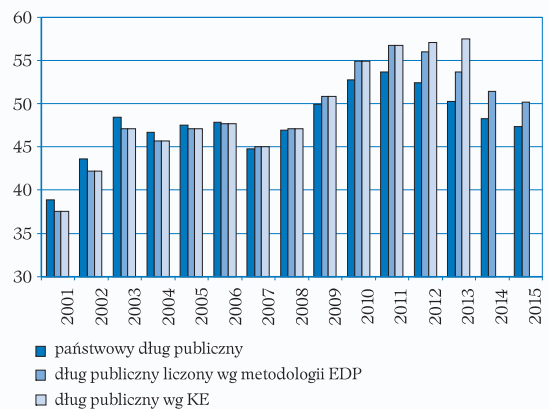


Źródło: Projekt ustawy budżetowej na rok 2012 uchwalony przez Radę Ministrów 6 grudnia 2011 i projekt ustawy budżetowej na rok 2012 uchwalony przez Radę Ministrów 27 września 2011 r.

Barierą wzrostu gospodarczego byłoby przekroczenie 55% PKB przez państwowy dług publiczny, gdyż wymusiłoby to na rządzie działania dostosowawcze zgodnie z ustawą o finansach publicznych. Dług publiczny według metodologii EDP znalazł się już powyżej tego progu, ale państwowy oscyluje nieco poniżej niego (rysunek 6). Można złośliwie doszukiwać się spisku, że rząd założył wyraźną aprecjacje złoto w 2012 r., aby nie pokazywać prognozy, że dług publiczny przekroczy 55%. To byłoby błędne mniemanie; pod względem wzmocnienia złotego scenariusz rządowy nie różni się od przyjętego tutaj, w którym niechęć do ryzyka wraca do „normalnego” poziomu i zło-

ty odreagowuje wcześniejsze osłabienie, podobnie jak to stało się w II kwartale 2009 r. Zaczynają wówczas ponownie liczyć się perspektywy rozwojowe kraju i stopień zrównoważenia. Dlatego w opisywanym scenariuszu 3+ nie zakłada się przekroczenia drugiego progu ostrożności. Warto jest jednak zauważyć, że rządowe pociągnięcia mają miejsce głównie po stronie podatkowej (dochodowej), co w świetle doświadczeń międzynarodowych nie wróży dobrze trwałości konsolidacji. Ponadto, Polska w 2012 r. będzie miała duże potrzeby finansowe brutto (około 12% PKB), co przy zawirowaniach na rynkach finansowych mogłoby wymuszać podwyżkę dochodowości emitowanych obligacji. Ten scenariusz zakłada, że nic takiego nie nastąpi.

**Rysunek 6. Prognozy długu publicznego Polski, w % PKB**



Źródło: Strategia zarządzania długiem publicznym, grudzień 2011 r.

Scenariusz 3+ nie przewiduje także problemów z finansowaniem deficytu na rachunku bieżącym. Jego deficyt w 2010 r. po znacznej rewizji danych wstecz przez NBP (rozpisanie pozycji błędów i opuszczeń w bilansie płatniczym), wyniósł 4,6% PKB i zapewne nieco zwiększy się w 2011 r. Nie jest

to mało – zwłaszcza w niepewnych czasach. Częściowo jego zwiększenie można przypisać przyczynom cyklicznym, czyli pozytywnej różnicy dynamiki PKB między Polską a Unią Europejską. Wyższy deficyt wywołany jest także podwyżką cen surowców zwłaszcza ropy naftowej i gazu na początku 2011 r., których Polska jest importerem; spadek cen surowców z uwagi na stagnację gospodarczą w strefie euro i Wielkiej Brytanii będzie prowadził do spadku na rachunku bieżącym (w euro lub dolarze USA) za nie w 2012 r. Od tego deficytu należałoby odjąć napływ kapitału netto z Unii Europejskiej, ponieważ, *de facto*, są to bezzwrotne transfery. Ponadto, dużą część deficytu na rachunku bieżącym stanowią dochody właścicieli przedsiębiorstw w Polsce. Zyski te księgowane są jako odpływ na rachunku bieżącym, ale ich niepodzielona część zasila rachunek finansowy, więc niejako finansuje się sama. W scenariuszu ponad 3-proc. wzrostu trudno sobie wyobrazić, aby proporcja niepodzielonych zysków do całości uległa jakiemuś istotnemu zmniejszeniu, zważywszy na korzystne perspektywy gospodarcze Polski w porównaniu z krajami strefy euro.

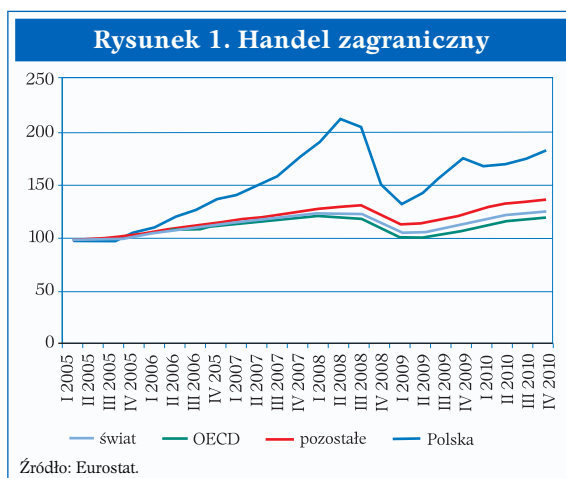


# Wpływ kryzysu zadłużeniowego w krajach strefy euro na gospodarkę Polski

**G**lobalny kryzys finansowy, zapoczątkowany katastrofą Lehman Brothers, dotknął Polskę dwoma kanałami: finansowym i handlowym. Szczęśliwie, kryzys finansowy nie spustoszył polskiej gospodarki. Przynajmniej według oficjalnych danych mieliśmy wzrost gospodarczy, natomiast analizując dochody podatkowe należałoby sądzić, że mieliśmy recesję. Albowiem odnotowano spadek nominalnych wpływów ze wszystkich podstawowych podatków. To pierwszy ważny element, na który warto zwrócić uwagę. Natomiast kanał handlowy dotknął Polskę przez załamanie handlu światowego (według OECD w 2009 r. wolumen obrotów spadł o 11%). Według OECD dopiero w 2011 r. przekroczyliśmy wolumen eksportu sprzed kryzysu w 2008 r. A więc załamanie się handlu światowego niewątpliwie miało negatywny wpływ na polską gospodarkę.

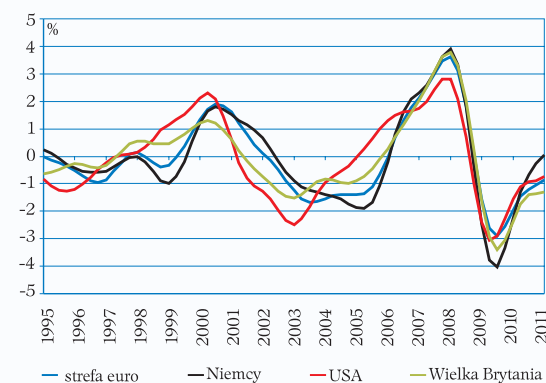
## Skutki światowego kryzysu finansowego

Światowy kryzys finansowy rozpoczął się od kryzysu bankowego. Potem nastąpiło załamanie handlu zagranicznego. Następnie recesja. A końcowym etapem kryzysu finansowego są problemy fiskalne,



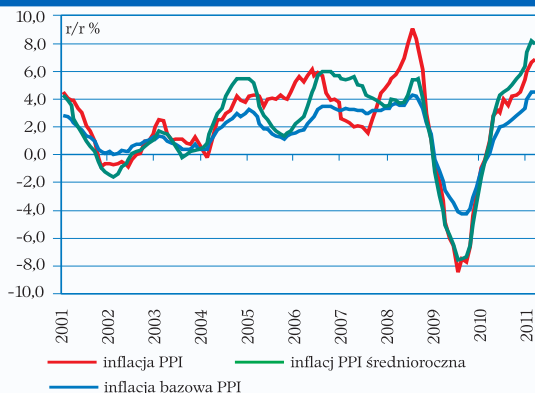


**Rysunek 2. Składowe cykliczne realnego PKB**



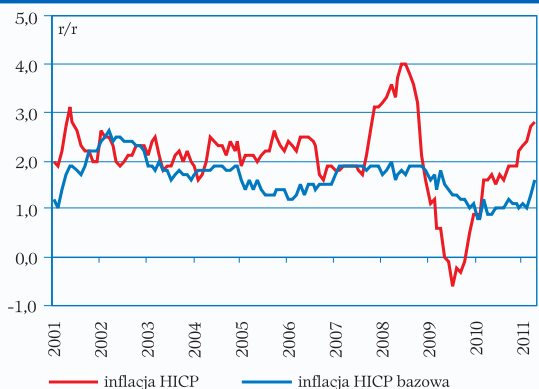
Źródło: Eurostat.

**Rysunek 4. Inflacja PPI w strefie euro**



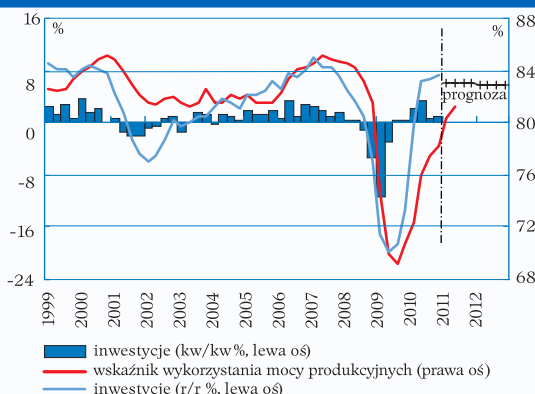
Źródło: Eurostat.

**Rysunek 3. Inflacja HICP w strefie euro**



Źródło: Eurostat.

**Rysunek 5. Wykorzystanie mocy produkcyjnych**



Źródło: Eurostat.

**Tabela 1. Deficyt sektora finansów publicznych**

	2007	2008	2009	2010
EU27	-0,9	-2,4	-6,9	-6,6
Strefa euro (17)	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2
Polska	-1,9	-3,7	-7,3	-7,8

Źródło: Eurostat.

**Tabela 2. Dług sektora finansów publicznych**

	2007	2008	2009	2010
EU27	59,0	62,5	74,7	80,1
Strefa euro (17)	66,3	70,1	79,8	85,3
Polska	45,0	47,1	50,9	54,9

Źródło: Eurostat.

czyli kryzys zadłużeniowy. To z kolei spowoduje kolejne spowolnienie gospodarcze. W latach 2008 i 2009 eksperci spierali się, czy w krajach wysoko rozwiniętych będziemy mieli do czynienia z rozwojem gospodarczym typu L<sup>1</sup> czy W. Dzisiaj już wiemy, że w przypadku Europy będziemy mieli do czynienia z rozwojem gospodarczym typu W.

Parę słów komentarza o długu sektora finansów publicznych. Pod względem przyrostu zadłużenia Polska wygląda nieco lepiej niż średnia europejska czy średnia w strefie euro. Należy jednak pamiętać, że ten nieco mniejszy przyrost długu do PKB wynika z tego, że wykorzystywaliśmy różnego typu sposoby finansowania deficytu, aby tego długu nie powiększać. Chwała, że tak czyniono. Jednak, jak się wydaje, nasz krajowy produkt brutto jest nominal-

nie przeszacowany, ale to jedynie uwaga dotycząca metodologii szacunków. Stąd, być może, faktyczna relacja długu do PKB jest nieco wyższa.

## Dlaczego kryzys zadłużeniowy może być groźny?

Co jest największym problemem polskiej gospodarki ostatniego 20-lecia? Moim zdaniem – niski poziom oszczędności. Po prostu w Polsce mało oszczędzamy. Z ekonomii wiemy, że oszczędności równe są inwestycjom. Dotychczas do oszczędności krajowych dodawaliśmy wyjątkowo wysoki import kapitału, co nam dawało możliwość finansowania rozwoju na poziomie średnio 4,5% rocznie. Dzisiaj, w czasach kryzysu zadłużeniowego, na-

**Tabela 3. Stopa oszczędności, % PKB**

	<b>2000</b>	<b>2010</b>
Bułgaria	12,5	23,9
Czechy	26,0	20,7
Węgry	19,3	19,4
Polska	19,5	16,4
Rumunia	16,1	26,0
Słowacja	23,4	19,8

Źródło: Eurostat.

**Tabela 4. Deficyt sektora finansów publicznych, % PKB**

	<b>2000</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
EU 27	0,5	-6,9	-6,6
EA 17	-0,1	-6,4	-6,2
Bułgaria	-0,5	-4,3	-3,1
Czechy	-3,6	-4,8	-4,8
Węgry	-3,1	-4,5	-4,3
Polska	-3,0	-7,3	-7,8
Rumunia	-4,7	-9,0	-6,9
Słowacja	-12,3	-8,0	-7,7

Źródło: Eurostat.

**Tabela 5. Dług sektora finansów publicznych, % PKB)**

	<b>2000</b>	<b>2010</b>
EU 27	61,0	80,2
EA 17	69,1	85,4
Bułgaria	72,5	16,3
Czechy	18,5	37,6
Węgry	54,9	81,3
Polska	36,8	54,9
Rumunia	22,5	31,0
Słowacja	50,3	41,0

Źródło: Eurostat.

**Tabela 6. Aktywa finansowe netto sektora finansów publicznych,% PKB**

	<b>2010</b>
EU 27	-68,4
EA 17	-57,0
Bułgaria	3,1
Czechy	-2,3
Węgry	-61,0
Polska	-28,4
Rumunia	-7,4
Słowacja	-21,6

Źródło: Eurostat.

**Tabela 7. Deficyt na rachunku bieżącym,% PKB**

	<b>2000</b>	<b>2010</b>
Bułgaria	-5,4	-1,3
Czechy	-4,6	-3,1
Węgry	-8,7	1,1
Polska	-6,0	-4,6
Rumunia	N/A	-4,0
Słowacja	-2,4	-3,4

Źródło: Eurostat.

**Tabela 8. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto,% PKB**

	<b>2000</b>	<b>2010</b>
Bułgaria	-33,5	-97,7
Czechy	-8,5	-49,0
Węgry	N/A	-110,5
Polska	-30,7	-64,0
Rumunia	-26,9	-65,3
Słowacja	-16,3	-66,2

Źródło: Eurostat.

szej niskiej skłonności do oszczędzania i zabiegom rządu dotyczących raczej jej zmniejszenia niż jej zwiększenia, zasadne jest pytanie o przyszłość naszego wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że jest to największe zagrożenie dla polskiej gospodarki. Jeśli rząd nie będzie starał się zapobiec temu negatywnemu trendowi, to możemy popaść w kłopoty. W tabelach 3–8 czerwoną czcionką zaznaczono kraje, które mają najgorsze wyniki w parametrach oceniających skłonność do oszczędzania i zależność od finansowania zagranicznego.

Jak wynika z przedstawionych danych Polska ma najgorszą pozycję w regionie pod względem stopy oszczędności. W 2010 r. byliśmy też najgorsi, jeśli chodzi o deficyt sektora finansów publicznych. Co prawda rząd usilnie zabiega o zmniejszenie deficytu, ale znowu postrzeganie problemu jest jednostronne. I wreszcie parametry, które zazwyczaj nie są w polu zainteresowania analityków. Przykładowo: aktywa finansowe netto, czyli różnica między zadłużeniem sektora finansów publicznych a aktywami finansowymi, które są w rękach tego sektora. Co prawda Węgry są w najgorszej sytuacji, ale Polska jest na 2. miejscu. Niestety, w Polsce to, co mogłoby być dużą rezerwą dla różnego typu zabiegów uniemożliwiających nadmierny przyrost długu – w sensie długu brutto, bo to najbardziej interesuje agencje ratingowe – powoli zanika. Co prawda mamy 470 mld zł w aktywach finansowych, możemy je odpowiednio zagospodarować, co nam daje pewną szansę na złagodzenie bólu, ale sytuacja jednak nie jest najciekawsza.

Kolejną niepokojącą rzeczą jest deficyt na rachunku bieżącym. Ponownie Polska zajmuje ostatnie miejsce wśród analizowanych krajów. Jeżeli w naj-

bliższych latach deficyt na rachunku bieżącym będzie się zmniejszał, to *de facto* będziemy mieli mniejszy napływ kapitału do Polski. A to wraz z niskimi oszczędnościami krajowymi oznacza zmniejszenie dynamiki przyszłego rozwoju gospodarczego.

Wydaje się, że pierwszoplanowym problemem wcale nie jest kwestia zadłużenia sektora finansów publicznych, chociaż jest takie duże. Problemem jest zadłużenie zagraniczne. O czym ono świadczy? Zadłużenie zagraniczne Polski (mierzone zgodnie ze standardami międzynarodowymi) przekracza poziom zadłużenia Argentyny, która, jak wiadomo, załamała się gospodarczo. To, że Polska rozwijała się przez ostatnie 20 lat importując kapitał, pożyczając, w taki czy inny sposób pieniądze doprowadziło do tego, że przy zewnętrznym kryzysie zadłużeniowym, naprawdę jesteśmy mocno narażeni na różnego rodzaju negatywne skutki. Przykładowo, w 2009 r. dużo dyskutowano o rolowaniu krótkookresowego zadłużenia Polski. Mówiono wówczas o kilkudziesięciu miliardach euro i była to jedna z przyczyn mocnego osłabienia złotego na początku 2009 r. Dyskusja znowu powraca. Analitycy Goldman Sachs na początku grudnia 2011 r. oświadczyli, że Polska w naszym regionie ma najwięcej pieniędzy do zrolowania – 67 mld euro. Czyli cytując Krzysztofa Rybińskiego, mamy do zrolowania „dwa Gierki” w ciągu jednego roku. Przy czym rolowanie długu sektora publicznego to jedynie 10%, reszta to sektor prywatny. Większość tego zadłużenia zaciągnięto w krajach europejskich. Jeśli Europa będzie miała kłopoty, to, oczywiście, Polska także. Zatem powinniśmy być przygotowani. Prawdopodobnie rząd będzie myślał raczej o obronie swoich pozycji (do czego jest przygotowany, bo ma elastyczną linię kredytową (FCL), po-

duszkę płynnościową, 470 mld zł w aktywach finansowych), gdyby więc sytuacja w 2012 r. była ciężka, to rząd może się obronić. Natomiast sektor prywatny nie ma takich możliwości. A więc tym razem to sektor prywatny może być problemem a nie sektor publiczny. Jeżeli sektor prywatny przeżyje 2012 r. bez załamania finansowego, to, wydaje się, że Polska jest w stanie obronić się przed kolejną fazą kryzysu.

## Prognoza

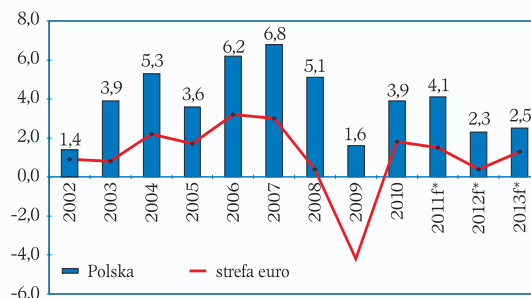
Prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro jest raczej niewielkie. Tylko głęboka recesja w UE mogłaby zmienić sytuację.

Bardziej prawdopodobne jest, że w Polsce:

1. W latach 2012–2013 dynamika podstawowych agregatów makroekonomicznych może być znacznie niższa niż w latach 2010–2011 (skutek proponowanego zacieśnienia fiskalnego).
2. Podstawowy dylemat: czy słabnący popyt krajowy zostanie skompensowany ekspansją eksportową?
3. PKB może powiększyć się o 2–2,5% rocznie.
4. Inflacja może być wyższa od celu inflacyjnego NBP (2,5%), a kursy walut średniorocznie na podobnych poziomach jak w 2009 r.: 4,33 za euro i 3,12 za dolara.

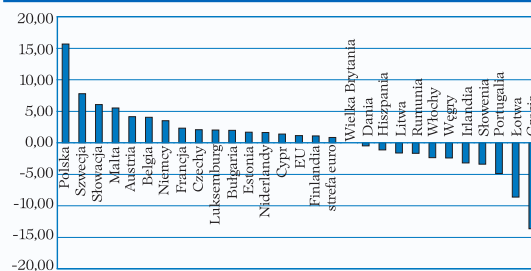
W latach 2012–2013 Polska będzie nadal najszybciej rozwijającym się krajem w UE (rys. 7).

Rysunek 6. Prognoza PKB r/r, %



Źródło: Eurostat.

Rysunek 7. Skumulowany wskaźnik wzrostu PKB, prognoza 2008–2013, %



Źródło: Eurostat.

W latach 2012–2020 wzrost gospodarczy w krajach UE może wynieść ok. 1% rocznie. W okresie 2012–2014 należy trwale zmniejszyć deficyt FP do 1–2% PKB i wprowadzić takie reformy, by w następnym spowolnieniu nie przekroczył 4%. Brak rozwiązań systemowych może w najlepszym razie doprowadzić do zwiększenia relacji długu FP do około 70% PKB w 2018 r. Prawdopodobieństwo przyspieszenia wzrostu gospodarczego powyżej 6% jest niskie, bo w latach 2012–2020 średni wzrost gospodarczy, według prognoz, wyniesie 2,5–3%.

Podsumowując, Polska wyczerpała możliwości łatwego finansowania wzrostu gospodarczego. Łatwego w tym sensie, że mogliśmy korzystać z na-

pływu kapitału oraz pożyczania pieniędzy. Unijne pieniądze (w następnej perspektywie finansowej) są pod znakiem zapytania. Prawdopodobnie pieniądze unijne mogą być przeznaczone na inne cele niż dopuszczano w obecnej perspektywie finansowej. Dlatego rząd powinien przemyśleć strategię obrony Polski przed długotrwałym spowolnieniem gospodarczym. A podstawowym problemem będzie zwiększenie oszczędności w gospodarce. Co wcale nie znaczy, że mamy zmuszać ludzi do oszczędzania. Zachęcać do oszczędzania powinny makroekonomiczne mechanizmy.

## Przypisy

<sup>1</sup> Przyp. red.: Ekonomiści dyskutujący – na temat przyszłości gospodarki opisują ją literami łacińskiego alfabetu: V, U, W lub L. Kształt litery ma oddawać charakter zmian tempa wzrostu gospodarczego. Typ U oznacza, że będzie to proces stosunkowo długi (kilkanaście miesięcy), a spadek aktywności gospodarczej głęboki. Typ V – recesja krótka i płytka, a proces wyjścia z niej szybki i gwałtowny. Typ W charakteryzuje się z kolei nawrotem recesji po pierwotnym dźwignięciu się gospodarki z kłopotów. Recesję o kształcie L nazwano „japońska”, a to z powodu pozostawania japońskiej gospodarki od dwóch dziesięcioleci w fazie stagnacji na przemian z recesją, po uprzednim załamaniu gospodarczym na początku lat 90. XX w.



# Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej



# Z e s z y t y B R E - C A S E

- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych
- 83 Jakie reformy są potrzebne Polsce?
- 84 Obligacje komunalne w Polsce
- 85 Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
- 86 Ryzyko inwestycyjne Polski
- 87 Elastyczność i sprawność rynku pracy
- 88 Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
- 89 Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
- 90 SEPA – bankowa rewolucja
- 91 Energetyka-polityka-ekonomia
- 92 Ryzyko rynku nieruchomości
- 93 Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
- 94 Reforma finansów publicznych w Polsce
- 95 Inflacja – czy mamy nowy problem?
- 96 Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
- 97 Stan finansów ochrony zdrowia
- 98 NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
- 99 Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
- 100 Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
- 101 Działalność antykryzysowa banków centralnych
- 102 Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
- 103 Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
- 104 Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
- 105 *Credit crunch* w Polsce?
- 106 System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
- 107 Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
- 108 Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
- 109 Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
- 110 Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
- 111 Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
- 112 Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
- 113 Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
- 114 Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
- 115. Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
- 116. Różnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
- 117 Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013