

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

Przedstawione poniżej komentarze do prognoz ekspertów PTE, „Miesięcznika Kapitałowego” i „Nowego Życia Gospodarczego” pochodzą z trzeciej dekady stycznia i z pierwszej dekady lutego 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 listopada 2010 r. i z sierpnia 2010 r. oraz poprzednich okresów są dostępne na portalu www.pte.pl (patrz „Prognozy”, link - „więcej”).

Eksperci

„Ch” Tadeusz Chrościcki, ekspert niezależny
„D” Paweł Durjasz, Główny Ekonomista PZU
„M” Marek Misiak, komentator miesięczników: „Nowe Życie Gospodarcze”, „Miesięcznik Kapitałowy” i „Polish Market”
„O” prof. Witold M. Orłowski, Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych, NOBE
„P” prof. Jan Przystupa, Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktury, IBRKiK
„S” prof. Krystyna Strzała, Uniwersytet Gdański
„T” Łukasz Tarnawa, Główny Ekonomista PKO BP
„WW” prof. Władysław Welfe, Instytut Ekonometrii i Statystyki Uniwersytetu Łódzkiego oraz LIFEA - Łódź, Institute of Forecasts and Economic Analyses, W&A Welfe
„AW” prof. Andrzej Wernik, Instytut Finansów Akademii Finansów i Rada Naukowa PTE

Tadeusz Chrościcki

W latach 2011-2012 istotnym czynnikiem wpływającym na polską gospodarkę pozostanie rozwój sytuacji w otoczeniu zewnętrznym. Ze względu na silne powiązania handlowe i finansowe Polski z krajami unijnymi, ważnym uwarunkowaniem wzrostu będzie sytuacja gospodarcza w tym rejonie.

Na podstawie aktualnych prognoz Komisji Europejskiej, można oczekiwać zwiększenia się PKB w krajach członkowskich UE-27, w 2011 r. o 1,7%, a w 2012 r. o 2,0%, przy znacznym zróżnicowaniu aktywności gospodarczej poszczególnych państw.

Motorem rozwoju gospodarek UE pozostaną Niemcy. Po przyroście PKB tego kraju w 2010 r. o 3,7%, w 2011 r. tempo wzrostu wyniesie może 2,2%, a w 2012 r. 2,0% i uplasuje się na poziomie notowanym średnio w latach 1992 – 2005. Na taką dynamikę wpłynie przede wszystkim dalszy wzrost eksportu, w wyniku wzmocnionego popytu krajów azjatyckich i Stanów Zjednoczonych. Ponadto dodatni impuls stworzą inwestycje. Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych osiąga bowiem aktualnie w Niemczech około 80%. Nastąpi jednocześnie znaczna poprawa na rynku pracy, gdzie stopa bezrobocia spadnie z 7,5% w 2010r. do 6,5% w 2012 r.

Liderem gospodarczym pozostanie jednak Polska. W latach 2011-2012 średnie roczne tempo wzrostu PKB wyniesie u nas 4,1% i będzie ponad dwukrotnie większe niż w krajach UE-27. Na drugim miejscu uplasuje się Estonia, ze wzrostem 4,0% w poszczególnych latach. Na trzecim – Łotwa (3,6%). W najtrudniejszej sytuacji znajdują się kraje peryferyjne UE. Grecji i Portugalii, jako jedynym z ugrupowania, nie uda się w 2012 r. uzyskać poziomu gospodarczego z 2010 r. Średni roczny spadek PKB w latach 2011-2012 wyniesie tam odpowiednio 1,0% i 0,1%. Tylko nieznaczny wzrost (1,3%) zanotują Włochy i Hiszpania (1,2%).

Powyższe uwarunkowania wpłyną na zmiany w rankingu, określanym na podstawie wielkości PKB, przypadającej na jednego mieszkańca (według parytetu siły nabywczej walut). Przyjmując jako bazę porównawczą rok 2007, będący rokiem poprzedzającym wybuch kryzysu, najbardziej znaczący postęp, w ciągu tych pięciu lat, zanotuje Polska. O ile w 2007 r., tak liczony PKB stanowił w naszym kraju 54,3% średniego poziomu unijnego, to w 2012 r. zbliży się do 65%. Pod względem rozwoju gospodarczego i zamożności społeczeństwa wyprzedzać będziemy, nie tylko, jak to miało miejsce w poprzednich latach, Bułgarię i Rumunię, ale też Łotwę Litwę i Węgry, a tylko 1 pkt. proc. zabraknie nam do Estonii. Lokatę znacznie poprawią także Niemcy (z dziewiątej na szóstą) oraz Słowacja (z dwudziestej pierwszej na dziewiętnastą). Zaskoczeniem natomiast może być, że Irlandia – mimo ogromnych perturbacji w funkcjonowaniu gospodarki - zajmie w rankingu, w 2012 r., czwartą pozycję,

ustępując miejsca tylko Luksemburgowi, Holandii i Szwecji. PKB Irlandii, w przeliczeniu na mieszkańca, przekroczy średnią UE o prawie 25%, ale regres będzie ogromny, bo w 2007 r. przewyższenie wynosiło 48%. Czas kryzysu i recesji, z najmniej negatywnymi skutkami przejdzie dziewięć krajów. Ich pozycja ekonomiczna, na tle średniej UE, ulegnie wzmocnieniu. Będą to, poza Polską i Niemcami, także: Holandia, Szwecja, Belgia, Czechy, Słowacja, Malta, Słowenia.

Prognozy dotyczące amerykańskiej gospodarki wskazują na powolne wychodzenie tego kraju z recesji, a następnie na możliwość osiągnięcia przedłużonego etapu umiarkowanego ożywienia, w tempie przekraczającym rocznie nieco 2%. Jedną z najpoważniejszych przeszkód w rozwoju będzie sytuacja na rynku pracy, a przede wszystkim wysokie bezrobocie, ograniczające konsumpcję. Drugie poważne zagrożenie stwarzają zawirowania na rynku nieruchomości. Niezadawalająca nadal może być dostępność kredytów hipotecznych, co obniży popyt na nieruchomości i ich ceny. Do czynników wspierających ożywienie należy natomiast polityka rządu i banku centralnego. Jak wiadomo, na początku listopada 2010 r. Zarząd Rezerwy Federalnej (Fed) podjął decyzję o wprowadzeniu dodatkowego programu wykupu od banków długoterminowych obligacji skarbowych rządu Stanów Zjednoczonych. Do połowy 2011 r. Fed wykupi obligacje na łączną sumę 600 mld USD. W ten sposób banki dysponują gotówką, którą mogą przeznaczać na kredyty dla konsumentów i firm. Jest to już drugi interwencyjny zakup obligacji skarbowych od czasu kryzysu finansowego w 2008 r. Poprzednio wykupiono obligacje na sumę 1,7 bln dolarów. Zwiększy to oczywiście dług publiczny Stanów Zjednoczonych, który w 2011 r. wyniesie około 15 bln USD, stanowiąc ponad 100% PKB.

Poważnym źródłem niepewności w skali globalnej mogą być skutki nierównowagi fiskalnej, a także działania zmierzające do jej ograniczenia. W niektórych krajach członkowskich UE – podobnie jak w Stanach Zjednoczonych - wielkość długu publicznego osiągnęła bowiem poziom zbliżony lub nawet przekraczający 100% PKB.

Zmniejszenie deficytu finansów publicznych i ograniczenie narastania długu, co jest niezbędne dla stabilności światowego systemu finansowego, utrudnić może niższe od prognozowanego tempo wzrostu PKB, a jednym z istotnych czynników, utrwalających ten stan, stać się mogą ograniczone rozmiary konsumpcji. Wysokie bezrobocie, zapobiegawcze gromadzenie oszczędności oraz umiarkowany wzrost dochodów gospodarstw domowych będą tu poważnymi przeszkodami dla przyspieszonego ożywienia. Rośnie przy tym ryzyko wzrostu cen surowców oraz żywności. Kruchość tego ożywienia potwierdza łagodna polityka banków centralnych, utrzymujących stopy procentowe na niskim poziomie.

W Polsce, w latach 2011 – 2012, podobnie jak w 2010 r., dynamika PKB będzie wspierana przez popyt krajowy. Przyczyni się do tego wysoki poziom inwestycji publicznych, głównie infrastrukturalnych, związanych ze spodziewanym znaczącym wykorzystaniem środków unijnych. Wsparcie dla wzrostu gospodarczego stanowiąc też może konsumpcja, jak również ożywienie inwestycyjne przedsiębiorstw.

Decyzje konsumpcyjne gospodarstw domowych ograniczać jednak może niepewność co do przyszłych ich dochodów, wymuszająca preferencje oszczędnościowe, w tym bardziej ostrożne korzystanie z kredytów. Natomiast utrwalanie się pozytywnych tendencji w gospodarce światowej, wraz, z mimo wszystko, rosnącym w kraju popytem konsumpcyjnym, pozwalają oczekiwać, że od 2011 r. w polskiej gospodarce zaczniemy obserwować wzrastające tendencje rozwojowe w inwestycjach sektora prywatnego. Uwzględniając kontynuację wysokiego wzrostu inwestycji publicznych i związanych z finalizacją zadań realizowanych w ramach przygotowań do mistrzostw Europy w piłce nożnej, szacuje się, że nakłady brutto na środki trwałe zwiększą się w latach 2011 – 2012 średnio rocznie o około 8%.

Rezultatem odbudowy popytu wewnętrznego największych partnerów handlowych Polski oraz powolnej tylko aprecjacji złotego, a więc utrzymania konkurencyjności cenowej dóbr krajowych, będzie nadal wysoki przyrost naszego eksportu. Jednak zwiększający się popyt krajowy, a w związku z tym rosnący szybko import, przyczynią się do stopniowego pogłębiania nierównowagi w bilansie handlowym i płatniczym oraz ujemnej kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Znajdzie to wyraz m.in. w pogorszeniu relacji deficytu na rachunku obrotów bieżących do PKB z 2,7 % w 2010 r. do 3,7% w 2011 r. i 4,9% w 2012 r. Deficyt ten tylko częściowo sfinansowany zostanie napływem kapitału długookresowego, tj. bezpośrednich inwestycji zagranicznych i środków klasyfikowanych na rachunku kapitałowym (głównie europejskich funduszy strukturalnych).

W najbliższych dwóch latach nastąpią korzystne zmiany na rynku pracy. Poprawa koniunktury, a w rezultacie wzrost gospodarczy i przyspieszenie tempa inwestycji pozytywnie wpłyną na tworzenie nowych miejsc pracy we wszystkich sektorach. Średnie roczne tempo wzrostu zatrudnienia będzie co prawda niższe niż w okresie boomu lat 2006 – 2008, jednak w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie przekroczy 2%. Równocześnie zmianie ulegnie sytuacja w zasobach pracy. Z jednej strony, zgodnie z prognozą demograficzną GUS, nastąpi znaczny spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym (18 –

59\64 lata). Z drugiej zaś, poprawi się współczynnik aktywności zawodowej, w wyniku ograniczenia możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury oraz rosnącego udziału populacji w wieku 25 – 44 lata. Prognozuje się, że zwiększający się popyt na pracę, wraz ze zmianami demograficznymi, pozwolą w 2011 r. zmniejszyć liczbę bezrobotnych o 15 tys. osób, a w 2012 r. o dalsze 28 tys. W końcu bieżącego roku stopa rejestrowanego bezrobocia może spaść do 11,6%, a w 2012 r. do 10,3 %.

W 2011 można oczekiwać ukształtowania się inflacji na poziomie około 3%, a w 2012 r. 3,3%. Czynniki inflacjogennymi będą: wzrost stawek VAT i akcyzy, drożejące paliwa i energia elektryczna oraz podwyżki cen usług komunalnych, wymuszone niekorzystną sytuacją budżetową jednostek samorządu terytorialnego. Skala impulsu inflacyjnego, wynikająca ze zmian podatku VAT i akcyzy może być jednak relatywnie niewielka i według szacunku NBP wyniesie 0,3 – 0,5 pkt. proc. Impuls ten będzie miał charakter przejściowy, wpłynie jednak na wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Istotnym źródłem niepewności pozostania kształtowanie się cen surowców i paliw na rynkach światowych. Istnieje ryzyko znacznego wzrostu tych cen. Jest ono zależne od zmian koniunktury w gospodarce światowej. Proinflacyjnie oddziaływać może także poprawa sytuacji na rynku pracy. Wzrastający popyt na pracę nasili presję płacową, a w konsekwencji zwiększy jednostkowe koszty pracy. Czynnikiem wzrostu presji płacowej może być też podniesienie od 2011 r. płacy minimalnej. Natomiast procesy inflacyjne hamować może zamrożenie płac w sferze budżetowej, niższy niż w 2010 r. wskaźnik waloryzacji rent i emerytur, likwidacja części ulg i zwolnień podatkowych oraz spodziewana stopniowa aprecjacja złotego.

Utrzymuje się jednak duża niepewność co do kształtowania się kursu naszej waluty. Z jednej strony, trudna sytuacja finansów publicznych stwarza ryzyko osłabienia tego kursu, z drugiej - niski stopień nierównowagi wewnętrznej i relatywnie wysoki, na tle innych krajów rejonu i strefy euro, wzrost gospodarczy w Polsce – w warunkach utrzymującej się nadpłynności na światowych rynkach finansowych – mogą zintensyfikować napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy, przyczyniając się do aprecjacji waluty krajowej. Umocnieniu złotego powinny sprzyjać również podwyżki stóp procentowych NBP, w ramach cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Średni roczny kurs złotego do euro może ukształtować się w 2011 r. na poziomie 3,80, a do dolara zbliżyć się do 2,90. W porównaniu z 2010 r. oznaczałoby to umocnienie naszej waluty o około 6%. Dalszą aprecjację złotego, i to w skali wyższej od notowanej w bieżącym roku, będziemy prawdopodobnie obserwować w 2012 r. Warunkiem jednak będą decyzje zmniejszające nierównowagę finansów publicznych i ograniczające narastanie zadłużenia kraju.

W latach 2011 – 2012 deficyt budżetu państwa pozostanie na podwyższonym poziomie. Jednocześnie wystąpią znaczne niedobory w finansach innych jednostek publicznych, m.in. jednostek samorządu terytorialnego, Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Krajowego Funduszu Drogowego. Oznacza to utrzymanie się wysokiego deficytu finansów publicznych. Podjęte w końcu 2010 r. i na początku bieżącego roku działania mające na celu ograniczenie nierównowagi finansowej (m.in. podwyżka stawek VAT, ograniczenie inwestycji i redukcja przepływu środków do OFE) nie gwarantują nie przekroczenia przez dług publiczny drugiego progu ostrożnościowego, określonego w ustawie o finansach publicznych na 55% PKB. Zagrozić temu może szereg czynników, w tym m.in.

- niższa od planowanej dynamika PKB, skutkująca wolniejszym wzrostem dochodów budżetowych;
- wyższy od przewidywań deficyt jednostek samorządu terytorialnego;
- niewykonanie planów przychodów z prywatyzacji;
- ewentualna deprecjacja złotego.

Sytuacja taka oznaczałaby konieczność dokonania daleko idących dostosowań w budżecie, już od 2013 r. oraz przyczyniłaby się do pogorszenia postrzegania polskiej gospodarki i w konsekwencji do większej zmienności kursu walutowego, a także wzrostu długoterminowych stóp procentowych, drastycznie ograniczając możliwości finansowania zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego.

Wysoki deficyt strukturalny sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz ryzyko przekroczenia drugiego progu ostrożnościowego wymagają podjęcia szybkich i zdecydowanych działań konsolidacyjnych. Ciężar dostosowań strukturalnych nie może przy tym spoczywać wyłącznie na budżecie państwa, ale powinien być rozłożony na wszystkie podmioty tego sektora.

24.01.2011

Paweł Durjasz

Dane opublikowane ostatnio potwierdzają, że dynamika PKB w IV kw. 2010 r. może wynieść ok. 4% r/r, co oznacza, że w całym 2010 r. PKB wzrośnie zapewne o 3,7%. W II połowie 2010 r. zdecydowanie najważniejszym „motorem” PKB okazała się już konsumpcja, której sprzyja stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy. Można mieć jednak obawy, że szczególnie na początku 2011 r.

wzrost konsumpcji może ulec pewnemu wyhamowaniu. Konsumpcji w II połowie roku pomagały bowiem czynniki jednorazowe (zwiększony popyt w obliczu nadchodzących zmian regulacji podatkowych, a także zakupy dokonywane przez powodzian). Do tego wzrost wynagrodzeń pozostaje ciągle umiarkowany, a wzrost inflacji przyczyni się do ograniczenia realnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych. Dane z końca 2010 r. (dane o PKB w III kw., czy dane o kredytach i depozytach przedsiębiorstw) potwierdziły także kontynuację zastoju inwestycyjnego w prywatnych przedsiębiorstwach. Z czasem prywatne inwestycje powinny stopniowo coraz bardziej rosnąć, jednak obawy przed ewentualnym zaostrzeniem polityki fiskalnej w kontekście konieczności redukcji zadłużenia publicznego, czy niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro i jego konsekwencjami, mogą wzmacniać ostrożność firm. Ciągłe dodatni wpływ na wzrost PKB powinna mieć w najbliższych kwartałach akumulacja zapasów (szczególnie w IV kw. 2010 r.), choć powinien się on z czasem zmniejszać. W świetle niepewności co do zachowania się konsumpcji i prywatnych inwestycji obniżyłem nieznacznie prognozę wzrostu PKB w 2011 do 3,8%. Konieczna będzie jej weryfikacja w kolejnych miesiącach – kolejne dane z pierwszych miesięcy 2011 r. powinny pokazać na ile ostatni wzrost konsumpcji był trwały. Uwarunkowania zewnętrzne dla wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaną jednak w 2011 r. korzystne.

Ciągle nie widać jeszcze oznak popytowej presji na wzrost cen. Inflacja w kolejnych miesiącach wzrośnie w okolice górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego RPP, ponieważ silnie drożeją paliwa, nadal możliwy jest znaczący wzrost cen żywności, który widać także w innych krajach i wreszcie z początkiem roku nastąpił wzrost cen administrowanych, podniesione zostały także stawki VAT. Pośrednio będzie musiało to także prowadzić do wzrostu inflacji bazowej z obecnego niskiego poziomu. Nie widać na razie podstaw do obaw, by „efekty drugiej rundy” były znaczące. Presja płacowa jest nadal dość słaba. Silniejszy wzrost popytu na pracę powinien towarzyszyć ożywieniu prywatnych inwestycji, którego jednak ciągle nie widać. Rośnie przy tym aktywność zawodowa ludności, co przyczynia się do utrzymania wzrostu płac w ryzach. Do tego dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle pozostaje ujemna, chociaż zaczyna się zarysowywać stopniowa tendencja wzrostowa tego wskaźnika. Utrzymuje się także niski popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, przy stabilnym przyroście kredytów dla gospodarstw domowych – głównie kredytów hipotecznych. Oczywiście z czasem, w miarę utrwalania się ożywienia gospodarczego presja inflacyjna nieuchronnie się pojawi. W 2011 r. będzie także kontynuowana tendencja wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Te czynniki skłoniły RPP do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych w styczniu 2011 r. Umocnienie ożywienia w gospodarce światowej w 2011 r. i problemy strefy euro (skutkujące zwiększoną awersją do ryzyka zmniejszającą prawdopodobieństwo silnej aprecjacji złotego) przyczyniły się do osłabienia argumentów przeciwko rychłemu rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce. Nadal oceniamy, że w II połowie 2011 r. roku inflacja może się nieco obniżyć a średnioroczny wskaźnik CPI wzrośnie zapewne do ok. 3,2-3,3% z 2,6% w roku 2010.

Ostatnie informacje wskazują na poprawę perspektyw wzrostu gospodarczego USA i w Niemczech (a tym samym w całej strefie euro) w 2011 r. Mimo zaostrzenia polityki pieniężnej ciągle dynamicznie rośnie PKB w Chinach. Coraz więcej prognoz wskazuje nawet na możliwość przyspieszenia wzrostu gospodarczego w USA w 2011 r. w porównaniu do 2010 r. Jeszcze we wrześniu bardzo silne były obawy o wystąpienie „drugiego dna recesji” w warunkach spodziewanej negatywnej zmiany kierunku wpływu zapasów i polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy, przy braku oznak istotnej aktywizacji innych elementów popytu krajowego. Ostatnie miesiące 2010 r. przyniosły jednak potwierdzenie wzrostu popytu konsumpcyjnego w USA i w Niemczech, który – jak się wydaje – ma bardziej trwałe podstawy. W USA zmniejszała się ostatnio stopa oszczędności gospodarstw domowych. Zmniejszyło się obciążenie budżetów konsumentów wydatkami na obsługę zadłużenia, proces oddłużania uległ spowolnieniu. Poprawiły się warunki dla udzielania kredytów gospodarstwom domowym. W Niemczech, gdzie pozycja finansowa gospodarstw domowych była nieporównanie lepsza niż w USA, poprawa sytuacji na rynku pracy i szybki wzrost gospodarczy ośmieliły konsumentów. Zarówno w USA, jak i w Niemczech ten wzrost popytu konsumpcyjnego (wraz z wydatkami inwestycyjnymi przedsiębiorstw i ciągle rosnącym eksportem) zaczął generować pozytywne skutki dla wzrostu gospodarczego i wzmacniać poprawę sytuacji na rynku pracy. Nie oczekujemy wzrostu stóp procentowych w USA w 2011 r. i w I połowie 2012 r. Zakończenie luźnej polityki monetarnej przez Fed wymaga potwierdzenia, że stopa bezrobocia trwale się obniża, a zagrożenie deflacyjne maleje. Ujemna luka popytowa w USA pozostaje duża – nie sądzimy więc, by w 2011 r. pojawiła się presja inflacyjna (sygnalizowana przez znaczący wzrost inflacji bazowej) w USA. Wydaje się także, że stopa bezrobocia w USA zacznie obniżać się w sposób widoczny dopiero w II połowie 2011 r. Z kolei EBC

stara się pogodzić sprzeczne uwarunkowania Niemiec i zadłużonych krajów strefy euro, opóźniając nieco demontaż nadzwyczajnych instrumentów zasilania systemu bankowego w płynność, ale nie zrezygnuje zapewne z podwyżki stóp procentowych w 2011 r. Wydaje się jednak, że w obliczu potencjalnych napięć na rynkach finansowych strefy euro w 2011 r. EBC może zacząć podwyższać stopy dopiero pod koniec 2011 r.

W warunkach poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego wzrosły rentowności obligacji na głównych rynkach bazowych – w tym obligacji niemieckich. Oczekuję kontynuacji tej tendencji – szczególnie w II połowie 2011 roku w związku z oczekiwaniami na podwyżkę stóp procentowych przez EBC. W bieżącym roku kontynuowane będą także okresowe napięcia na rynkach finansowych związane z sytuacją zadłużonych gospodarek strefy euro. Bazowym scenariuszem prognozy jest jednak uniknięcie rozpadu strefy euro i stopniowa stabilizacja sytuacji – być może dopiero w II połowie 2011 r. Oznaczać to będzie utrzymanie stosunkowo wysokich spreadów w stosunku do peryferyjnych krajów strefy euro a także krajów UE spoza strefy euro. Polskie rynki finansowe będą najprawdopodobniej także wyeksponowane na konsekwencje falowania awersji do ryzyka w związku z problemami strefy euro. W tych warunkach inwestorzy mogą żądać zwiększonej premii za ryzyko posiadania polskich obligacji skarbowych w związku z powolnym tempem redukcji deficytu budżetowego. Obecna tendencja wzrostu rentowności obligacji wynika przede wszystkim ze zmiany ocen perspektyw wzrostu gospodarczego krajów rozwiniętych, nie jest reakcją na dokonujący się już wzrost inflacji – presja inflacyjna w krajach rozwiniętych jest nadal słaba. Zatem spadkowi cen obligacji powinien towarzyszyć wzrost cen innych aktywów reagujących na cykliczne umocnienie wzrostu gospodarczego.

31.01.2011

prof. Witold M. Orłowski

1. Niezwykła historia Polski, która - z bliżej nieznanymi przyczynami - kontynuuje swoje znakomite wyniki wzrostowe, odróżniające ją od niemal całej Europy, trwa nadal. Oczywiście obecnie, w sytuacji gdy wzrost powrócił na niemal cały kontynent, nasz kraj nie jest już jedyną „zieloną wyspą”, wybijającą się na morzu recesji. Nadal jednak osiągamy jedne z najwyższych temp wzrostu PKB w Unii Europejskiej. Jest to o tyle ważne podkreślenia, że w odróżnieniu od innych krajów nie odnotowaliśmy w roku 2009 silnego załamania produkcji. Kiedy więc wszystkie pozostałe kraje odnotowują nadal poziom produkcji wyraźnie niższy niż w przedkryzysowym roku 2008, nasz PKB jest na poziomie o 5.5% wyższym niż wówczas. Oznacza to znacznie mniejsze zasoby niewykorzystanych zdolności produkcyjnych, pozwalających gospodarce na bezinflacyjny rozwój. W konsekwencji, w miarę kontynuacji wzrostu PKB na obecnym, lub lekko przyspieszonym poziomie, należy oczekiwać problemów z utrzymaniem dynamiki cen pod kontrolą. A w ślad za tym podwyżek stóp procentowych, niezbędnych zwłaszcza w przypadku jeśli NBP poważnie traktowałby cel w postaci wprowadzenia około roku 2015-16 euro.
2. Wyniki gospodarcze odnotowywane w ostatnich miesiącach są bardzo bliskie tym, którym oczekiwałem poprzednio. W związku z tym nie wprowadzam w swojej prognozie istotnych zmian. Gospodarka polska powinna w najbliższych latach rozwijać się w tempie pomiędzy 4 a 5%. Jednak stałe problemy z utrzymaniem założonej przez NBP inflacji, w połączeniu z działaniami na rzecz spełnienia kryteriów uczestnictwa w strefie euro (pieniężnych i fiskalnych) wywołają prawdopodobnie tendencję do lekkiego spadku dynamiki rozwoju w latach 2014-16.
3. Oczywiście wszystko to może być prawdziwe jedynie przy założeniu, że na świecie nie wybuchnie kolejna, gwałtowna fala kryzysu finansowego, wiodąca do ponownego ograniczenia dynamiki rozwoju i niestabilności rynków finansowych. Scenariusza takiego z pewnością nie da się wykluczyć. Wiele wskazuje na to, że obecny kryzys nie tylko wcale jeszcze nie minął, ale nawet nie pokazał jeszcze swych pełnych rozmiarów. Widzieliśmy jedynie jego pierwsze fazy, po których mogą nastąpić kolejne. Najpierw mieliśmy do czynienia z kryzysem finansowym (groźbą załamania rynków finansowych i masowych bankructw banków). Sektor finansowy został uratowany dzięki bezprecedensowej akcji pomocowej, podjętej przez rządy i banki centralne, ale za cenę zaciągnięcia gigantycznych długów i wyemitowania ogromnej ilości pustego pieniądza. Drugą fazą kryzysu, przez którą świat przeszedł w roku 2009, była potężna recesja i wzrost bezrobocia. Również ta faza pozostawiła ogromne długi, pozaciągane przez rządy. Kolejną fazą jest więc kryzys zadłużenia rządów, którym coraz trudniej będzie obsługiwać narosłe zobowiązania. Nie jest jasne, czy nie spowoduje to ponownej fali kłopotów dla banków. Po niej

może kiedyś przyjść faza światowej inflacji (oczywistej konsekwencji beztroskiego druku pustego pieniądza), która pozwoliłaby rządowi skutecznie pozbyć się części zadłużenia, kosztem inwestorów którzy kupili oprocentowane według stałych stóp procentowych obligacje. A za tym zapewne faza ciężkiej walki z inflacją, którą będą musiały podjąć głównie banki centralne świata, za cenę ponownej recesji.

4. Wszystkie te wstrząsy mogą być silniejsze lub słabsze – jednak z pewnością nie tworzą korzystnych warunków dla rozwoju Polski. W takiej sytuacji prognozowane przeze mnie tempo wzrostu PKB pomiędzy 4 a 5% można uznać za optymistyczne; towarzyszy mu znaczne ryzyko, że sprawy mogą potoczyć się gorzej. Podobną uwagę można sformułować odnośnie prognozowanej przeze mnie, mimo wszystko stosunkowo niskiej i dość stabilnej inflacji i wzmacniającego się po trochu kursu walutowego.
5. Pozostaje optymistą, jednak ten optymizm uzależniony jest od tego, czy polska polityka gospodarcza będzie umiała stawić czoła wyzwaniom. Finanse publiczne muszą zostać uporządkowane i ustabilizowane, a skala deficytu radykalnie ograniczona (oczywiście zbliżający się termin wyborów parlamentarnych oznacza, że działania takie mogą być podjęte dopiero w latach 2012-14). Polityka pieniężna musi pozostać z jednej strony elastyczna, z drugiej jednak ostrożna i budząca zaufanie rynków. Kurs na wprowadzenie w Polsce euro powinien być kontynuowany, nawet kosztem poważnych wyrzeczeń, bo może on stanowić jedną z głównych podstaw dla utrzymania zaufania do stabilności finansowej kraju.

27.01.2011

prof. Jan Przystupa

Biorąc pod uwagę dane statystyczne za trzy kwartały (dla kategorii opisywanych kwartalnie) oraz dostępne za 11 lub 12 miesięcy 2010 r., moja ocena wzrostu PKB w roku poprzednim (2010) została istotnie zmodyfikowana: z 3,1% do 3,7%. Odpowiednio przeszacowano poszczególne składowe popytowe PKB. Wzrost spożycia indywidualnego oraz zbiorowego został oszacowany na 3,1% (poprzednio 2,4 i 2,6%). Inwestycje zmniejszają się o 1,5% (poprzednio wzrost o 2%), a przyrost akumulacji został oceniony na 6%, co oznacza dodatni wkład zmiany zapasów w przyrost PKB w wysokości ok. 1 pkt proc. W takiej sytuacji popyt krajowy powinien wzrosnąć o 3,8%, natomiast eksport netto zmniejszy dynamikę PKB o 0,1 pkt proc.

O ile deprecjacja kapitału w warunkach dużej niepewności dotyczącej przyszłego rozwoju nie budzi większych wątpliwości. Podobnie jak wysoki, o ponad 11%, wzrost handlu zagranicznego (według rachunków narodowych), spowodowany po stronie eksportu 13,4% przyrostem popytu importowego Niemiec oraz odbudową handlu z Rosją, a po stronie importu wysoką konsumpcją i odbudową zapasów. O tyle, moim zdaniem, istnieje pewien problem z wyjaśnieniem 3,1% przyrostu spożycia indywidualnego (oceniałem je poprzednio na 2,4%). Analizując źródła finansowania przyrostu konsumpcji można wyliczyć, że z tytułu wzrostu funduszu płac i świadczeń socjalnych spożycie indywidualne powinno wzrosnąć maksymalnie o 2,3-2,5%, z tytułu kredytów zaciągniętych przez osoby prywatne oraz transferów z zagranicy – o kolejnych 0,2 pkt proc. Reszta powinna być finansowana spadkiem oszczędności, czego nie potwierdzają dane statystyczne.

Akceptacja przedstawionego oszacowania składowych PKB w 2010 r., wskazuje, że podstawowym czynnikiem stymulującym wzrost wolumenu produkcji przemysłowej o 9,8% była konsumpcja indywidualna, a dopiero na drugim miejscu, mimo ponad 11% wzrostu, eksport towarów (po skorygowaniu przyrostu eksportu importem niezbędnym do produkcji).

W prognozę na 2011 r. 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 pozytywnej oceny fundamentów gospodarki. Nieznacznemu spadkowi konkurencyjności eksportu będzie towarzyszyło obniżenie dynamiki popytu zewnętrznego – przybliżanego PKB Niemiec – z 3,7% w 2010 r. do 2,2% w roku 2011.

Natomiast zostały uwzględnione w prognozie czynniki specyficzne dla bieżącego roku (wybory parlamentarne), specyficzne dla najbliższych dwóch lat (EURO-2012) oraz dla najbliższych trzech lat (maksimum napływu środków z funduszy strukturalnych UE).

W roku wyborów parlamentarnych jest mało prawdopodobne wyraźne ograniczenie spożycia zbiorowego. Zbliżające się EURO-2012 zintensyfikuje inwestycje nie tylko w infrastrukturę (wspomagane środkami z UE), ale również w przemysł i usługi. Rosnący w tempie przekraczającym 10% eksport i ponad 3% wzrost konsumpcji krajowej wraz ze spadkiem niepewności powinny wygenerować wzrost nakładów na środki trwałe nie mniejszy niż 7,7% w 2011 r. Działanie mnożnika inwestycyjnego spowoduje bardziej niż proporcjonalny wzrost konsumpcji, który będzie odczuwany z prawie rocznym opóźnieniem, tj. największe popytowe efekty inwestycji pojawią się w 2012 r. Prawdopodobnie wtedy skumulują się zarówno popytowe efekty inwestycji, jak i efekty EURO-2012. Można spodziewać się, że przy 9,1% dynamice inwestycji w 2012 r., konsumpcja indywidualna wzrośnie o 4,0%.

Spadkowi dynamiki eksportu do 10,6% w 2011 prawdopodobnie nie będzie towarzyszyło proporcjonalne zmniejszenie importu. Ujemny wkład eksportu w przyrost PKB wyniesie 0,5 pkt proc. Mimo tego, w 2011 r. PKB może wzrosnąć nawet o 4,1%. Z kolei w 2012 r. eksport (przede wszystkim usług) prawdopodobnie zwiększy się o ponad 12%, a import o ok. 13% (eksport netto wyniesie -0,6 pkt proc.). Przy 5,6% wzroście popytu krajowego tempo wzrostu PKB może przekroczyć 5%.

W kolejnych latach, prawdopodobnie podstawowe zależności w gospodarce powrócą do swoich stanów ustalonych, co sugeruje wyraźnie niższe tempa wzrostu PKB: 4,2% w 2013 i 3,9% w 2014 r.
24.01.2011

prof. Krystyna Strzała

W krótkim komentarzu postaram się odnieść do najważniejszych zmian uwarunkowań oraz zaleceń dla polityki gospodarczej, dokonując na wstępie korekt założeń makroekonomicznych.

- o według ocen analityków międzynarodowych w ponad 20 państwach, zaliczanych do tzw. rynków wschodzących występuje zagrożenie protestami antyrządowymi, a w konsekwencji destabilizacją polityczną;
- o ceny żywności na świecie osiągnęły pułap na najwyższym poziomie w historii, a jednocześnie nowe dane wskazują, że nadal utrzymuje się presja na wzrost cen produktów żywnościowych;
- o według JP Morgan dynamika globalnego PKB w 2011 roku będzie niższa niż odnotowana w roku 2010 i ukształtuje się na poziomie ok. 3,0 proc. Prognozy dla USA wskazują na wzrost rządu 2,6 proc., a dla strefy Euro na ok. 1,6 proc. A jednocześnie trzeba podkreślić, że prognozy te są skonstruowane przy założeniu, że cena ropy Brent w 2011 roku nie przekroczy 100 USD za baryłkę;
- o światowy system finansowy jest nadal w okresie niepewności, a jednocześnie perspektywa wyczerpywania się wpływu fiskalnych bodźców stymulujących wzbudza obawy o trwałość ożywienia;
- o w zakresie uwarunkowań wewnętrznych z ostatnio opublikowanych danych wynika, że występuje w miarę trwała tendencja spowolnienia dynamiki wzrostu wynagrodzeń. Jednocześnie występuje powolna, ale wyraźna tendencja ograniczania zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Należy się spodziewać, że wprowadzone od stycznia 2011 roku zmiany stawki VAT będą wzmocniały presję na wzrost cen;
- o Osobną, ale bardzo istotną kwestią w zakresie uwarunkowań i perspektyw wewnętrznych są rządowe propozycje zmian w funduszach emerytalnych

Wypunktowane powyżej zmiany założeń makroekonomicznych, negatywnych uwarunkowań w zakresie sytuacji politycznej oraz zaobserwowanych tendencji kształtowania się podstawowych wskaźników makroekonomicznych wskazują, że obecnie konstruowane prognozy są obciążone bardzo dużą niepewnością. Jedną z największych jest kwestia rozwoju sytuacji politycznej w krajach Afryki i jej konsekwencje dla cen surowców, a w szczególności ropy.

1. Zmiany w funduszach emerytalnych

W krótkim komentarzu chciałabym się odnieść do proponowanych zmian w funduszach emerytalnych zwracając uwagę na pewne aspekty, które nie znalazły się w centrum dyskusji związanej z tym zagadnieniem. W ramach badań przeprowadzonych w Katedrze Ekonometrii Uniwersytetu Gdańskiego, została dokonana szeroka ocena kształtowania się cyklu koniunkturalnego w różnych działach gospodarki oraz porównanie kształtowania się cyklu koniunkturalnego gospodarki polskiej z przebiegiem cyklu w innych gospodarkach europejskich. Ważną charakterystyką z punktu widzenia projektowanych zmian w funduszach emerytalnych jest udokumentowane spostrzeżenie, że notowania OFE mają charakter anty-

cykliczny. Przebieg cyklu koniunkturalnego otwartych funduszy emerytalnych nie wykazuje zbieżności z przebiegiem analogicznie odfiltrowanego cyklu koniunkturalnego wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych ani też z cyklem realnej sfery gospodarki. A w związku z tym stanowi czynnik stabilizujący. Projektowane zmiany w sposób zasadniczy zmieniają strumień dopływu środków do OFE a jednocześnie propozycje waloryzowania świadczeń zgodnie z dynamiką wzrostu PKB będą miały charakter pro-cykliczny. Oprócz wskazywanych powszechnie skutków w postaci zmniejszenia oszczędności krajowych, a w konsekwencji także puli środków na inwestycje krajowe, warto zwrócić uwagę także na wskazany anty-cykliczny charakter notowań otwartych funduszy emerytalnych i docenić jego rolę w stabilizacji gospodarki.

2. Zalecenia dla polityki gospodarczej

Podtrzymuję tylko z drobnymi korektami, zalecenia sformułowane w poprzednich edycjach. Uważam, że w latach 2011-2012 działania rządu, z których część jest dyskutowana od dawna, powinny obejmować:

- o zdecydowane ograniczenie deficytu finansów publicznych, obejmujące poprawę struktury budżetu poprzez zmniejszenie udziału wydatków sztywnych. Zwiększone wydatki publiczne, podtrzymujące dynamikę spożycia ogółem oraz nakładów inwestycyjnych, przy zmniejszającej się dynamice wynagrodzeń, a co za tym następuje przy zmniejszonych wpływach budżetowych z tytułu podatku dochodowego, powodują, że udział deficytu w PKB w 2010 roku zbliżył się do 7,9 proc. PKB.
- o propozycje rządowe zmian w funduszach emerytalnych przyniosą efekty krótkookresowe, ale powiększą dług ukryty, poprzez zwiększenie zobowiązań średniookresowych w ZUS, eliminując jednocześnie występujący dotychczas czynnik stabilizujący, a więc przyczynią się do zwiększenia narażenia gospodarki na zmiany aktywności zgodnej z przebiegiem cyklu koniunkturalnego.
- o nie należy zapominać o narastaniu zatorów płatniczych w sektorze przedsiębiorstw, gdyż są one bardzo poważnym symptomem powiększającego się zagrożenia utraty miejsc pracy w krótkim okresie, a przy ograniczeniu lub zaniechaniu działalności inwestycyjnej także pogorszeniem perspektyw rozwoju gospodarczego w średnim okresie.
- o pilne usprawnienie procedur realizacji projektów współ-finansowanych przez fundusze europejskie oraz usprawnienia funkcjonowania przedsiębiorstw. Obydwa zagadnienia są dyskutowane od dawna, ale dokładny ogląd rzeczywistości gospodarczej wskazuje, że wdrożenie koncepcji usprawniających tak funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw jak też realizacji projektów współ-finansowanych przez Unię Europejską przebiega bardzo powoli.

09.02.2011

Łukasz Tarnawa

Bieżąca runda prognoz nie zawiera znaczących korekt prognoz w porównaniu z rundą sprzed trzech miesięcy, jednak w kontekście zmian w scenariuszu otoczenia zewnętrznego gospodarki polskiej w naszej ocenie zmienił się bilans ryzyk dla prognozy makroekonomicznej.

Podsumowując obecne najważniejsze tendencje determinujące scenariusz rozwoju sytuacji globalnej można wymienić: 1) postępujące zróżnicowanie tendencji wzrostowych gospodarek rozwiniętych i rynków wschodzących, 2) przy wciąż ostrożnych perspektywach wzrostu (dominujący czynnik dla polityki pieniężnej Fed) zaczynają „dochodzić do głosu” obawy przed wzrostem inflacji – głównie z powodu silnego wzrostu cen surowców (co poskutkowało zaostreniem komunikatu Europejskiego Banku Centralnego po posiedzeniu w styczniu b.r.), 3) na rynku walutowym - dwa dominujące czynniki to: luźna polityka pieniężna Fed a z drugiej strony coraz bardziej globalny problem stabilności fiskalnej (już nie tylko kwestia dotycząca państw peryferyjnych strefy euro, lecz coraz silniej akcentowane ryzyko stabilności finansów publicznych USA) 4) wysoka zmienność notowań aktywów finansowych w ślad za zmianami oceny premii za ryzyko.

Bieżąca sytuacja makroekonomiczna w gospodarce globalnej staje się coraz bardziej zróżnicowana. Można wskazać jako przykład efekty zróżnicowania znaczenia poszczególnych czynników obawy o inflację, o finanse publiczne czy wzrost w różnych regionach grupach krajów gospodarki globalnej, a kończąc na przykładzie jednego kraju - Wielkiej Brytanii, gdzie bank centralny wobec utrzymującego się od kilku miesięcy podwyższonego wskaźnika inflacji przestaje mieć przestrzeń do kontynuacji luźnej polityki pieniężnej, mimo bardzo słabego wzrostu gospodarczego

(rozczarowujące dane dot. PKB za IV kw.), koniecznego z punktu widzenia stabilności długookresowej zacieśnienia polityki fiskalnej i stabilizowania sektora bankowego, co dodatkowo ogranicza perspektywy wzrostu gospodarczego. Po tym, jak gospodarka globalna i wszystkie segmenty rynku finansowego zmierzały w podobnym kierunku w okresie nasilania kryzysu, a potem w pierwszej fazie wychodzenia z kryzysu, obecnie widać, jak różnicuje się sytuacja w gospodarce globalnej. To zróżnicowanie w szczególności komplikuje prognozowanie rozwoju sytuacji na rynkach finansowych.

W scenariuszu rozwoju gospodarki USA, można ocenić, że w porównaniu z ze stanem sprzed trzech miesięcy ryzyko recesji obniżyło się znacząco a dynamika wzrostu gospodarczego pozostaje stabilna. Biorąc jednak pod uwagę utrzymujący się wysoki poziom stopy bezrobocia, jak również bardzo zmienne tempo poprawy sytuacji na rynku pracy (obserwowany niestabilny trend ożywienia na rynku pracy w II poł. 2010 r.) oraz niski poziom inflacji bazowej, perspektywy polityki monetarnej Fed nie zmieniły się istotnie, można oczekiwać, że Fed będzie kontynuował zgodnie z planem dotychczasowy program skupu aktywów finansowych, nie będzie także spieszył się z podwyżkami stóp procentowych, które wg naszych oczekiwań zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie do końca br. Potwierdza te oczekiwania styczniowy komunikat komitetu FOMC stwierdzający, że obserwowana poprawa sytuacji gospodarczej nie jest na tyle silna aby zapewnić wyraźny spadek stopy bezrobocia w średnim okresie.

Biorąc pod uwagę perspektywy niskiego wzrostu gospodarczego, zacieśnienia fiskalnego i problemów fiskalnych w strefie euro, nie sądzimy, aby też Europejski Bank Centralny zdecydował się na podwyższenie stóp procentowych w tym roku, pomimo zaostrzenia tonu komunikatu po posiedzeniu styczniowym. Uważamy, że wobec bieżącego wzrostu wskaźnika CPI, stymulowanego głównie silnym wzrostem cen energii, zaostrzenie tonu komunikatu ECB ma w głównej mierze wpływać ograniczająco na wzrost oczekiwań inflacyjnych. Oczekując spadku cen surowców w ślad za zacieśnieniem polityki pieniężnej w gospodarkach wschodzących, zakończenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej Fed, i utrzymania inflacji bazowej na niskim poziomie, oczekujemy ograniczenia rynkowych obaw o wzrost inflacji w krajach rozwiniętych i spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.

Obok czynników stricte gospodarczych kolejnym argumentem za brakiem podwyżek stóp procentowych w strefie euro jest wciąż trudna sytuacja gospodarek peryferyjnych strefy euro i utrzymujące się ryzyko zawirowań na rynkach finansowych. W średnim okresie oczekujemy spadku ryzyk fiskalnych i finansowych w strefie euro zakładając: • łagodniejsze dla sektora finansów publicznych Hiszpanii, niż to miało miejsce w przypadku Irlandii, skutki ewentualnego dalszego dokapitalizowania sektora bankowego przez sektor publiczny i spore szanse na uniknięcie konieczności zwrócenia się Hiszpanii o pomoc finansową z UE-MFW • rosnące szanse w krótkim okresie na zmiany w mechanizmie pomocy finansowej UE-MFW, które powinny ograniczać obawy rynkowe przed scenariuszem dezintegracji strefy euro. Z najbardziej prawdopodobnych zmian w funkcjonowaniu mechanizmu można wymieść zwiększenie funduszu pomocowego dla krajów w ramach EFSF, na razie mniej prawdopodobne (choć nie wykluczone) jest obniżenie oprocentowania pożyczek dla krajów korzystających z pomocy (takich jak obecnie Grecja czy Irlandia). W krótszym okresie może jednak utrzymać się podwyższona zmienność premii za ryzyko, zmiany w programie zostaną najprawdopodobniej ogłoszone najwcześniej na koniec marca, w międzyczasie będą pojawiały się informacje dot. sytuacji sektora bankowego Hiszpanii. Z tego powodu, choć wydaje się, że średniookresowe perspektywy dla krajów strefy euro dają perspektywy stabilizacji sytuacji, to obecnie byłoby jeszcze za wcześnie na wycofanie się Europejskiego Banku Centralnego z bieżącej akomodacyjnej polityki pieniężnej, gdyż pozostaje on poprzez program skupu obligacji i program operacji dostarczania płynności do sektora bankowego ważnym stabilizatorem sytuacji rynkowej w strefie euro.

Kontynuacji zaostrzenia polityki pieniężnej można z kolei oczekiwać w przypadku gospodarek wschodzących, gdzie tempo wzrostu gospodarczego kształtują się na wysokim poziomie, popyt krajowy rośnie, skutkując presją na globalny wzrost cen surowców, a co ważne, także obawy przed silnym wzrostem cen aktywów (m.in. na rynku nieruchomości). Analizując jednak perspektywy inflacyjne i polityki pieniężnej w aspekcie globalnym trzeba pamiętać o istotnych różnicach pomiędzy gospodarkami krajów rozwiniętych i krajów wschodzących. Gospodarki rozwinięte przy wciąż delewarującym się sektorze prywatnym w sporym stopniu rosną dzięki znaczącym impulsom polityki gospodarczej (polityka monetarna i fiskalna), kraje wschodzące przy dotąd niskim poziomie zadłużenia sektora prywatnego a jednocześnie niskiej stopie procentowej (skutek polityki Fed) rosną przez efekt wzrostu zadłużenia sektora prywatnego. W efekcie rynki wschodzące poprzez kanał rynku surowców są niejako eksporterami inflacji do krajów rozwiniętych i tak przy historycznie niskich poziomach inflacji bazowej w USA czy strefie euro, wartości wskaźników CPI sięgają już lub przekraczają (strefa euro) poziomy pożądaną przez banki centralne.

Dla gospodarki polskiej opisana powyżej zmienność otoczenia zewnętrznego ma bardzo istotne konsekwencje z punktu widzenia scenariuszy alternatywnych, nie zmienia natomiast istotnie naszego scenariusza bazowego, tj. kontynuacji ożywienia gospodarczego, stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej i utrzymania potencjału aprecjacyjnego kursu złotego.

W tym roku zapewne istotniejsze niż w roku ubiegłym będą także kwestie polityki fiskalnej, choć sytuacja w gospodarkach peryferyjnych strefy euro ma szanse ustabilizować się w porównaniu z połową 2010 r. („kryzys grecki”) i przełomem 2010 i 2011 r. („kryzys irlandzki”), to coraz powszechniejsze problemy fiskalne (sygnały niekorzystne nawet dla gospodarki USA) oraz dużo bardziej restrykcyjna postawa Komisji Europejskiej w aspekcie realizowania celów z Maastricht wskazują, że temat polityki fiskalnej będzie ważny także w przypadku gospodarki polskiej.

Jeśli chodzi o scenariusz wzrostu gospodarczego, nie zmieniliśmy go istotnie w stosunku do prognoz sprzed kwartału, w 2010 r. odnotowano wyższe niż szacowaliśmy tempo wzrostu PKB, niemniej wciąż, w kolejnym kwartale z rządu, nie w pełni zadawalająca struktura wzrostu przemawia za ostrożnością w korygowaniu prognoz na rok 2011. Szczególnie zwracają uwagę szacunki struktury wzrostu PKB za IV kw. sporządzone na podstawie szacunkowych danych GUS za 2010 r., gdzie już drugi kwartał z rządu, po raz kolejny wyraźnie rozczarował wynik w zakresie inwestycji. Pomimo stabilizujących się perspektyw popytowych oraz rosnącego wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstwa pozostają ostrożne w zakresie planów inwestycyjnych i wzrostu zatrudnienia. Bardzo wysoką kontrybucję zapasów we wzrost PKB (ponad połowa wzrostu w ub.r.) trudno uznać za trwały czynnik wzrostu gospodarczego, stąd pomimo relatywnie pozytywnych perspektyw dla inwestycji i konsumpcji prywatnej nasza prognoza wzrostu PKB na 2011 r. nie odbiega od szacunku za 2010 r., gdyż wyższy wzrost inwestycji zrekompensuje niższą skalę kontrybucji zapasów. Dodatkowo, jeżeli faktycznie – jak sądzimy – pod koniec roku konsumpcję prywatną okresowo stymulował antycypowany wzrost stawek podatku VAT, to na początku 2011 r. dynamika konsumpcji może okresowo spowolnić. Oczekujemy, że w 2011 r. struktura wzrostu gospodarczego będzie natomiast wskazywać już zdecydowanie na trwalsze fundamenty wzrostu, dając gospodarce lepsze perspektywy wzrostu na 2012 r., jednak sama dynamika wzrostu gospodarczego (w przedziale 3,5%-4%) może okazać się nieco rozczarowująca wobec obecnych oczekiwań wskazujących na wzrost PKB przekraczający w 2011 r. 4%, właśnie poprzez efekt niższego wkładu we wzrost PKB po stronie zapasów. Stabilizacja dynamiki PKB w 2011 r. na poziomie zbliżonym do 2010 r. pozostaje także spójna z oczekiwaniami dynamiki wzrostu gospodarczego w gospodarce globalnej i stabilizowaniem się – po silnej odbudowie w 2010 r. - dynamiki produkcji na eksport.

Globalne zmiany w zakresie cen surowców znalazły także odzwierciedlenie w prognozach krajowej inflacji, głównie w materializującym się już przyspieszeniu inflacji na przełomie 2010 i 2011 r. z tytułu silniejszych dynamik wzrostu cen paliw. W naszej ocenie w gospodarce polskiej, podobnie jak w gospodarkach rozwiniętych, presja popytowa i kosztowa pozostaje póki co na bezpiecznym poziomie, to silniejszy wzrost inflacji pod koniec 2010 r. i oczekiwany na początku 2011 r., jak również spowolnienie tempa aprecjacji złotego na przełomie roku z powodu obaw o sytuację fiskalną strefy euro poskutkowało przyspieszeniem momentu rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej i pierwszą podwyżką stóp procentowych w styczniu br. Mimo szybszej wobec oczekiwań sprzed kwartału podwyżki stóp procentowych nie oczekujemy by w krótkim okresie wysoce prawdopodobna była seria podwyżek stóp procentowych skumulowana w krótkim okresie czasu. Oczekując okresowego spowolnienia aktywności gospodarki krajowej na początku roku, stopniowego obniżenia inflacji po oczekiwanym przez nas osiągnięciu lokalnego szczytu na początku br. przewidujemy, że do kolejnej podwyżki dojdzie w połowie br. Kolejnych dwóch podwyżek oczekujemy pod koniec III i w IV kw. br. w ślad za utrwaleniem się tendencji wzrostowych w gospodarce krajowej, pierwszych oznak presji płacowej w kraju oraz przybliżania się perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro.

W średnim okresie kontynuacja spadku globalnej premii za ryzyko, kontynuacja zacieśnienia polityki pieniężnej, kontynuacja napływu kapitału do Polski, w tym kontynuacja procesów prywatyzacyjnych, powinny wspierać średnioterminowy trend aprecjacji kursu złotego. I choć w krótkim okresie skalę wzmocnienia mogą hamować zawirowania wokół gospodarek peryferyjnych strefy euro, to w średnim okresie złoty ma szanse na trwałe wzmocnienie poniżej poziomu 3,80 PLN/EUR. Z czynników krajowych, które mogłyby ograniczyć potencjał aprecjacyjny złotego, głównym czynnikiem ryzyka jest sytuacja fiskalna. W ostatnich kwartałach pozycja polskiej waluty z punktu widzenia czynników krajowych była niezagrażona (pomijając epizod spekulacyjnego, okresowego osłabienia złotego z tytułu transakcji opcyjnych na przełomie 2008 i 2009 r.) z powodu bardzo korzystnej sytuacji fundamentalnej naszej gospodarki, m.in. dzięki niskiemu zadłużeniu sektora prywatnego (co było sednem kryzysu w 2009 r.). Czynnikiem osłabiającym złotego był silny wzrost globalnej premii za ryzyko oraz premii za ryzyko krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, który

w 2009 r. okazał się najbardziej wrażliwy na skutki kryzysu z tytułu narosłych nierównowag sektora prywatnego. Od połowy 2010 r. mamy jednak do czynienia z przeobrażaniem się kryzysu zadłużenia sektora prywatnego w kryzys zadłużenia sektora publicznego i stąd bardzo istotne z punktu widzenia oceny stabilności kraju są perspektywy polityki fiskalnej.

Wysoki deficyt budżetowy na 2010 r. (szczególnie przy relatywnie korzystnej sytuacji gospodarczej Polski) oraz planowane zmiany w systemie emerytalnym mogą być sygnałem ostrzegawczym dla inwestorów, którzy zakładają, że po okresie wyborczym (wybory parlamentarne na jesieni 2011 r.) przedstawiony zostanie wiarygodny program redukcji deficytu. Decyzja dot. obniżenia transferów do OFE wzbudziła już pierwsze obawy o to, czy podjęte zostaną trudniejsze reformy finansów publicznych. Jeśli zapowiadane przez rząd zmiany w systemie emerytalnym zostaną wprowadzone w życie nastąpi spadek ryzyka przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB w najbliższych latach – o ile nie dojdzie do silnego osłabienia kursu złotego (ok. 10% zmiany kursu odpowiada w przybliżeniu za zmianę poziomu długu o 1,0-1,5% PKB). Niemniej obecnie inwestorzy oraz Komisja Europejska będą oczekiwać na wiarygodny projekt ograniczenia deficytu budżetowego w najbliższych latach. Wg naszych szacunków przy założeniu: 1) tempa średniego wzrostu PKB w najbliższych trzech latach w ujęciu realnym na poziomie 4,1% i nominalnym – na poziomie 6,9%; 2) utrzymania wyższych stawek podatku VAT po zmianach w styczniu 2011 r., 3) spadku cyklicznego deficytu samorządów i sektora ubezpieczeń społecznych, 4) okresowego wzrostu deficytu funduszu drogowego w l. 2011-2012, 5) ograniczenia deficytu budżetu środków z UE w l. 2012-2013, 6) realizacji, w ciągu najbliższych trzech lat, przychodów z prywatyzacji na poziomie blisko 30 mld zł możliwe jest ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych o ok. 3% PKB z ok. 8% PKB w 2010 r. Ograniczenie potrzeb pożyczkowych z tytułu zmian w OFE przełoży się na spadek deficytu o kolejny 1% PKB, zatem do obniżenia deficytu do 2013 r. poniżej poziomu 3% PKB potrzebne będą dalsze oszczędności rządu 1% PKB tj. 15-20 mld. Taki rząd oszczędności jest z jednej strony wciąż znaczący, z drugiej strony realny do wprowadzenia. Z tego względu nie można wykluczyć okresowych zawirowań na krajowym rynku finansowym, jeżeli na jesieni br. zabrakłoby wiarygodnego programu zapewniającego te oszczędności, jednak jednocześnie należy podkreślić, że skala potrzebnego dostosowania fiskalnego jest jak najbardziej możliwa do wprowadzenia, co oznacza, że Polska nie znajduje się na ścieżce załamania finansów publicznych. Faktycznie, o ile w porównaniach międzynarodowych sektor prywatny Polski można uznać za bardzo silny i to jego zasługą jest dodatni wzrost PKB w okresie globalnej recesji w 2009 r, to sektor publiczny na tle porównań międzynarodowych nie jest już tak silny. Jednocześnie jednak stabilność sektora prywatnego w Polsce, w przeciwieństwie do wielu gospodarek rozwiniętych, wpływa stabilizująco także na poprawę perspektyw polityki fiskalnej.

Łukasz Tarnawa, główny ekonomista
Aleksandra Świątkowska, szefowa Zespołu Analiz Makroekonomicznych
PKO Bank Polski
01.02.2001

prof. Władysław Welfe

Powolne ożywienie¹.

Pozytywne wyniki gospodarcze ostatnich miesięcy 2010 r. sprawiły, że prognozy na rok 2011 stały się umiarkowanie optymistyczne. Istotnie, w ciągu roku 2010 nastąpiło powolne ożywienie, czego wyrazem jest przyrost stopy wzrostu PKB do blisko 3,6%. 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, w tym w gospodarce Niemiec, a także ze wzrostem aktywności inwestycyjnej począwszy od 2011 r. Wzrost ten będzie rezultatem m.in. spadku ryzyka inwestycyjnego oraz absorpcji rosnących funduszy pomocowych, a wreszcie będzie związany z organizacją mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 roku. Podobnie jak w poprzednich prognozach spodziewamy się zatem, iż w latach 2011-2016 dojdzie do ponownego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego do ok. 4-5% rocznie.

¹ Prognoza została skonstruowana przy użyciu kwartalnego modelu gospodarki polskiej WK 2000. Wszystkie obliczenia są dziełem dr Roberta Kelma.

Podtrzymanie dodatnich temp wzrostu w ostatnich kwartałach było w znacznej mierze następstwem utrzymania dodatnich stóp wzrostu popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Po ich wzroście do ponad 3%, w 2010 r. przewiduje się podtrzymanie w 2011 r. umiarkowanych stóp wzrostu spożycia indywidualnego oscylujących wokół 3,7%. W latach 2012-2013 przewiduje się przyrost stóp wzrostu konsumpcji do niespełna 4,5%, a następnie ich stabilizację na poziomie bliskim 4%.

Istotne znaczenie dla obniżenia tempa wzrostu popytu krajowego 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 ograniczenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Mimo rosnących inwestycji w infrastrukturze finansowanych ze środków strukturalnych tempo wzrostu spadło do zera, również w roku 2010. Przewidujemy ożywienie działalności inwestycyjnej dopiero z początkiem 2011 roku, co może zaowocować w skali roku tempem wzrostu ok. 9%. W latach 2012-2013 spodziewamy się dalszego znaczącego wzrostu nakładów (rzędu 9,5-10,5%) w związku z realizacją inwestycji w infrastrukturze i rosnącym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Skutkiem powyższych tendencji był skromny przyrost krajowego popytu finalnego w 2010r o około 3,6%. 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 4,6%, 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 12%. Spodziewamy się, że poziom eksportu zostanie odbudowany dopiero w 2011 r. W latach 2011-2016 tempo wzrostu eksportu może wzrosnąć początkowo do poziomu 10%, by następnie ustabilizować się na poziomie 8-9%.

Spadek aktywności gospodarczej połączony z deprecjacją złotego pociągnął za sobą głęboki spadek tempa wzrostu importu w 2009 r. W roku 2010 nastąpił jednakże przyrost importu rzędu 11%. Dopiero od roku 2011 tempa wzrostu importu będą nieznacznie większe od dynamiki eksportu, mimo wzrostu konkurencyjności krajowej produkcji. Zmiany salda bilansu handlowego oraz salda obrotów bieżących, były początkowo nieznaczne. W latach 2011-2016 nastąpi jednak 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 nieznaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia nieznacznie zmalała do około 11,8% w końcu roku 2010. W dłuższym horyzoncie czasowym stopa bezrobocia zmaleje i ustabilizuje się na poziomie ok. 9%.

Wzrost napięcia 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. 3,6% w roku 2010, co przełożyło się na wzrost płac realnych tylko o niespełna 1%. W latach następnych ożywienie pociągnie za sobą presję płacową, w wyniku których stopy wzrostu płac nominalnych podniosą się do około 5-6%, gdy realnych do 2,5-3,5%. W sferze budżetowej zapowiadane zamrożenie płac (wyjąwszy nauczycieli) nieznacznie osłabi presję płacową.

Uwzględniając ograniczone rozmiary luki popytowej, można przyjąć, iż prognoza stopy inflacji, przewidująca blisko 3% tempo wzrostu cen detalicznych i kosztów utrzymania w 2010 r. zostanie spełniona. Wzrośnie ona w 2011 r. do ponad 3%. Będzie w następnych latach wahać się w granicach 2,5-3,0%.

Systematyczny spadek podstawowej stopy procentowej, ustalonej przez RPP, który nastąpił na przełomie lat 2008 i 2009, głównie w ślad za ogólnosiwiatowymi tendencjami, zmierzającymi do powstrzymania procesów osłabiania gospodarki, a nawet recesji został zahamowany. W 2010 r. nastąpiła ich stabilizacja. Przewiduje się, iż stopa ta może zostać nieznacznie podniesiona na przełomie lat 2011-2012.

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. Deficyt ten wzrósł do ok. -3,2% PKB w 2010 r. Przewidujemy, iż w latach następnych deficyt budżetowy znajdzie się na wysokim poziomie bliskim -4-3%. Zapowiadana przez rząd reforma finansów publicznych ma prowadzić do ograniczenia przyrostu wydatków publicznych, co uzasadnić ma spadkową tendencję deficytu dopiero w dłuższym okresie. Towarzyszy jej jednak duże ryzyko zwiększenia wydatków socjalnych 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. Łączyć się to wszakże powinno z systematycznym wspieraniem działalności inwestycyjnej, a także z koniecznością silniejszego promowania eksportu. Z drugiej strony, byłoby pożądane zdecydowane popieranie aktywności naukowo-badawczej m.in. 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 uniknąć niszczących następstw ogólnoswiatowej recesji. W 2009 r. miał miejsce wzrost PKB unikalny w skali europejskiej. Jednakże brak działań, gdy chodzi o wspomaganie inwestycji spowodował, iż tu spadek przeciągnął się na niemal cały rok 2010, a więc utracono możliwość podniesienia stopy wzrostu PKB o 1-2 p.p.. Trudno się w tej sytuacji spodziewać prowadzenia bardziej aktywnej polityki gospodarczej. Po wtóre, nastąpił spadek cen ropy naftowej oraz cen surowców pochodzenia rolniczego i mineralnego, z pozytywnymi skutkami dla wzrostu i inflacji, mimo wzrostu kursu dolara i euro. Tendencje te ulegną zapewne odwróceniu w wyniku przewidywanego przez ekspertów ożywienia gospodarki USA i krajów UE, który rozpoczął się w drugiej połowie 2009r.

W polityce wewnętrznej może w następnych latach grozić nawrót do konserwatywnej polityki fiskalnej (np. wprowadzenie podatku liniowego) 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.

25.01.2011

prof. Andrzej Wernik

Dobre wyniki czwartego kwartału upoważniają do przyjęcia bardziej, niż w poprzednim szacunku, optymistycznych założeń na rok bieżący. Dotyczy to w szczególności PKB oraz jego głównych składników w ujęciu realnym. Można oczekiwać na, że w zakresie inwestycji pojawi się tendencja wzrostowa. W konsekwencji z jednej strony można oczekiwać stopniowego, ale dość powolnego zmniejszenia się skali bezrobocia, z drugiej zaś narastającej presji inflacyjnej. Presję inflacyjną powinna jednak rozładowywać zaostrzona polityka pieniężna. Przewidywania wyżej przedstawione są jednak w bardzo poważnym stopniu obciążone niepewnością. Pogorszenie koniunktury w krajach rozwiniętych, zwłaszcza w Niemczech może spowodować odwrócenie zarysowujących się korzystnych tendencji.

W odniesieniu do budżetu można oczekiwać, iż wykonanie okaże się nieco korzystniejsze od zapisów w ustawie budżetowej. W zakresie ogólnej sytuacji sektora finansów publicznych nastąpi poprawa w stosunku do założeń. Obniży się łączny deficyt o co najmniej jeden punkt procentowy PKB, ale decydującą rolę odegrają tu czynniki decyzyjne. Trafnie podjęte decyzje, zwłaszcza obniżenie części składek emerytalnych odprowadzanych do otwartych funduszy emerytalnych, może spowodować obniżenie deficytu nawet o ponad trzy procentowe w relacji do PKB.

02.02.2011

Marek Misiak

Jeśli za kryterium oceny przyjmujemy zmiany PKB, to zaktualizowane w lutym 2011 r. prognozy ekspertów PTE są w krótkiej perspektywie roku bieżącego nieco bardziej optymistyczne od pochodzących z listopada 2010 r. Tempo wzrostu PKB w 2011 r. zmienia się w prognozach z lutego 2011 r. w porównaniu z prognozami z listopada średnio z 3,7% do 4,0%. Podobny kierunek korekt wystąpił w aktualizacji prognoz Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (w prognozie z 2 lutego

2011 r. w porównaniu z prognozą z 29 października 2010 r.). W 2012 średnia prognoz z lutego 2011 r. pozostaje na poziomie zbliżonym do prognoz z listopada 2010 r. Natomiast nieco mniej optymistyczne są aktualne prognozy na lata 2013-2016. W 2012 średnia prognoz ekspertów PTE z lutego 2011 r. pozostaje na poziomie zbliżonym do prognoz z listopada 2010 r. (4,4%). Nieznacznie mniej optymistyczne są aktualne prognozy na lata 2013-2016 ze stopniowym spadkiem tempa wzrostu PKB do 4,1% w 2016 r.

Jednak jeśli za kryterium oceny przyjmiemy równowagę zewnętrzną i inflację, to zaktualizowane w lutym 2011 r. prognozy ekspertów PTE są zarówno w krótkiej, jak i średniej perspektywie nieco mniej optymistyczne od tych z listopada 2010 r. Trochę mniej pesymistycznie są aktualne (w porównaniu z poprzednimi) prognozy rynku pracy. Powoli podwyższa się zatrudnienie, ale sezonowe zmiany bezrobocia pozostają na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych.

Nadal najwięcej problemów sprawiają prognozy finansów publicznych. W poprzedniej rundzie prognoz zamieszczona była tabela opracowana przez prof. Andrzeja Wernika, przedstawiająca ścieżki prawdopodobnego i rekomendowanego wzrostu relacji długu publicznego całego sektora finansów publicznych (liczonego według metodologii EUROSTATU) do PKB w latach 2009 - 2014. Nowa wersja tej tabeli wraz z komentarzem przedstawiona zostanie po opublikowaniu zaktualizowanego programu konwergencji oraz wstępnych danych o realizacji budżetu państwa w okresie od stycznia do grudnia 2010 r.

10.02.2011