



BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

# ⟨ Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013 ⟩

**Warszawa, 8 grudnia 2011 r.**



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

**Maciej Krzak**

**Uczelnia Łazarskiego, CASE**



# Konspekt

- Dlaczego opcja zerojedynkowa
- Otoczenie zewnętrzne
- Polska
- Podsumowanie

## Dwa scenariusze dla świata

- Rozpad strefy euro
- Opanowanie kryzysu – chirurgiczne cięcie
- Tertium non datur

## Dlaczego tertium non datur?

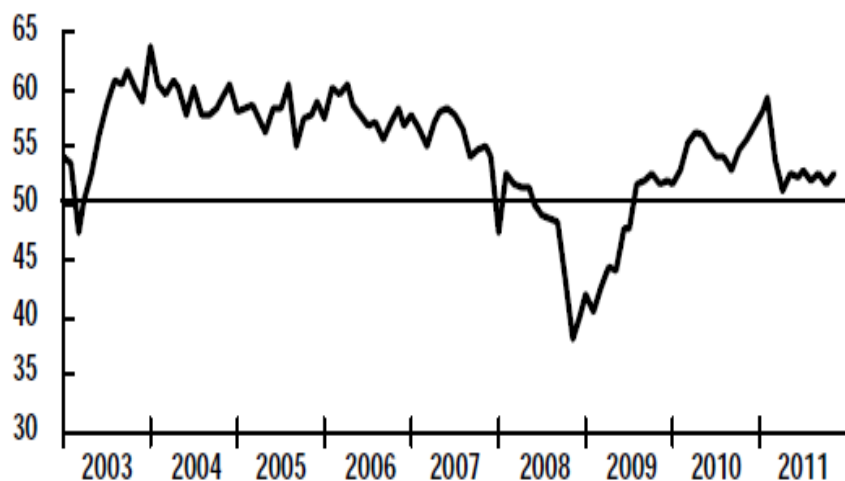
- Balansowanie na krawędzi KRACHU, już nie tylko kryzysu ekonomicznego
- Panika na rynkach finansowych
  - Konieczność chirurgicznego cięcia, aby odbudować zaufanie inwestorów w obligacje państwowe
    - Dotychczasowa strategia tylko kupiła czas
    - Po każdym szczycie kryzysowym, wzrostowy trend rentowności obligacji był przerwany tylko chwilowo
    - zamierają rynki finansowe
      - Miary ryzyka coraz bliżej tych z okresu po upadku banku Lehman Bros.
      - Chomikowanie gotówki
  - Inaczej grozi rozpad strefy euro
- Ponownie: kryzys gospodarczy w wyniku kryzysu finansowego
  - Gospodarka realna jest dobrze zrównoważona
    - Inflacja nie jest problemem
    - Wysokie zyski firm

## Charakterystyka jesieni 2011

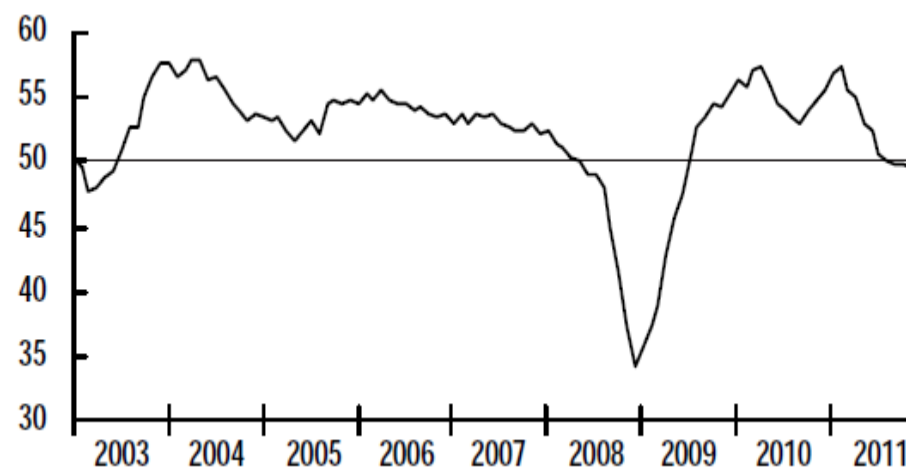
- Zażeganie kryzysu długu publicznego kluczem do sytuacji
- Tak jak w 2008 r., recesja zaczyna się od kryzysu finansowego
  - niechęć do ryzyka
  - niepewność
- Zagrożenie recesją
- Inflacja w dół
- Cięcia stóp procentowych

## Wskaźniki o wysokiej częstotliwości mieszane, ale...

- Globalny indeks koniunktury w usługach JP Morgan



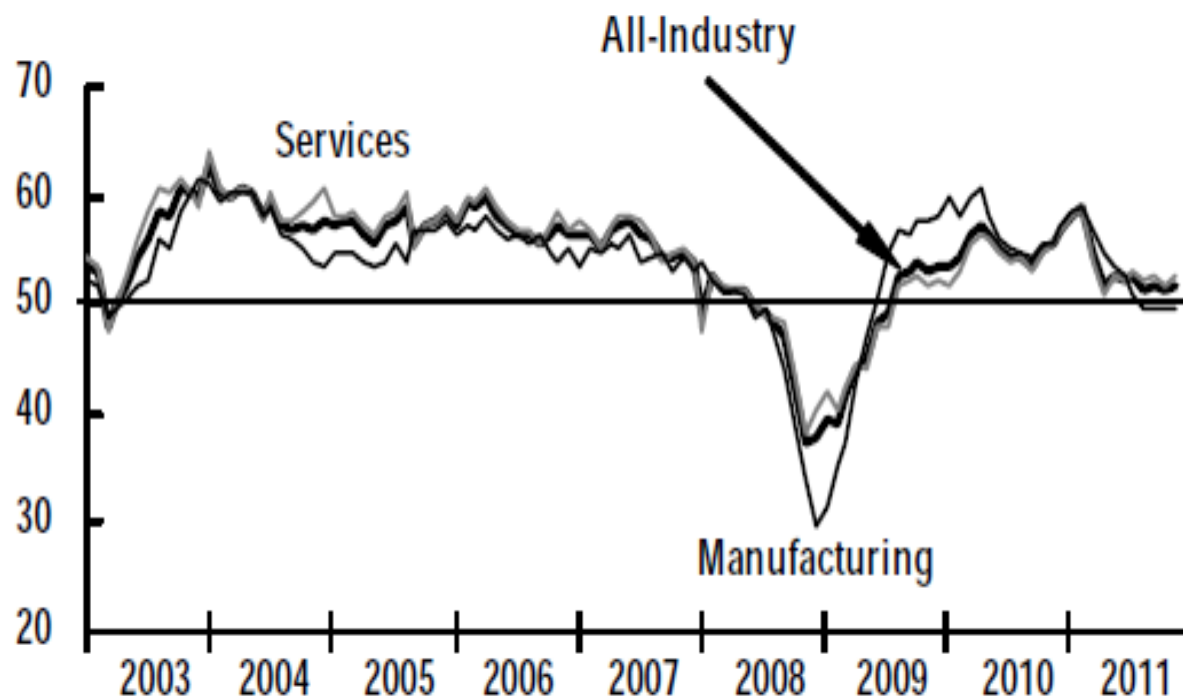
- Globalny indeks koniunktury w przemyśle przetwórczym



Indeksy po korekcie sezonowej

Źródło: JP Morgan, News Release, 5 December 2011

...ale globalnej recesji jeszcze nie ma



Źródło: JP Morgan, News Release, 5 December 2011



## Trwały stan niepewności

- Niepewność trwa z przerwami od kulminacji kryzysu finansowego jesienią 2008 r.
  - wariantowy projekt budżetu państwa w Polsce na 2012 r. odbiciem
- Różne przyczyny niepewności
  - Wcześniej: ryzyko załamania systemu finansowego
  - Obecnie: ryzyko czy nie rozpadnie się strefa euro

## Skutki fundamentalnej niepewności

- Nieprzewidywalność
  - wielkości makroekonomicznych,
  - parametrów rachunku ekonomicznego przedsiębiorstw
- Wzrost gospodarczy w 2012 r.
  - Wypadkowa działań kanclerz Angeli Merkel i prezydenta Nicolas'a Sarkozy'ego
  - Dodać działania prezydenta Baracka Obamy
  - KE zmarginalizowana

## Prognozy instytucji międzynarodowych na 2012–2013

- Rewizja w dół wcześniejszych prognoz
  - Przyjmują scenariusz kontynuacji strategii „kupowania czasu” w strefie euro
  - Tymczasem sytuacja nabrzmiała do tego stopnia, że prognoza formułowana dziś staje się nieaktualna jutro
- Spowolnienie w 2012
- Lekkie odbicie w 2013

## Pro memoriam: Prognozy wzrostu PKB instytucji międzynarodowych wiosną 2011 r.

PKB	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 H-K	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

Obliczenia własne

## Rewizja w dół prognoz wzrostu PKB przez instytucje międzynarodowe, jesień 2011 r.

PKB	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		4,2	4,6
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	1,5	1,7	2,0	2,5
Chiny bez H-K	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	1,6	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>

\*) kraje z OECD; \*\*) Azja bez Japonii

Obliczenia własne

## Rewizja w dół prognoz wzrostu PKB przez instytucje międzynarodowe jesienią 2011 r.

% PKB	IMF			UE			OECD		
	2010*	2011	2012	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Ameryka Łac.	5,0	4,4	4,5	6,0	4,6	4,1			
Brazylia	7,5	3,8	3,6	7,5	3,6	4,0	1,7	2,0	2,0
Rosja	4,0	4,3	4,1	4,0	3,9	3,8		2,3	2,8
India	10,1	7,8	7,5	8,5	7,5	7,5	2,9	2,6	3,1
Indonezja	6,1	6,4	6,3	6,1	6,2	6,1	10,3	9,0	9,2
Chiny	10,3	9,5	9,0	10,3	9,2	8,6	4,0	-0,9	2,2

\*) dane

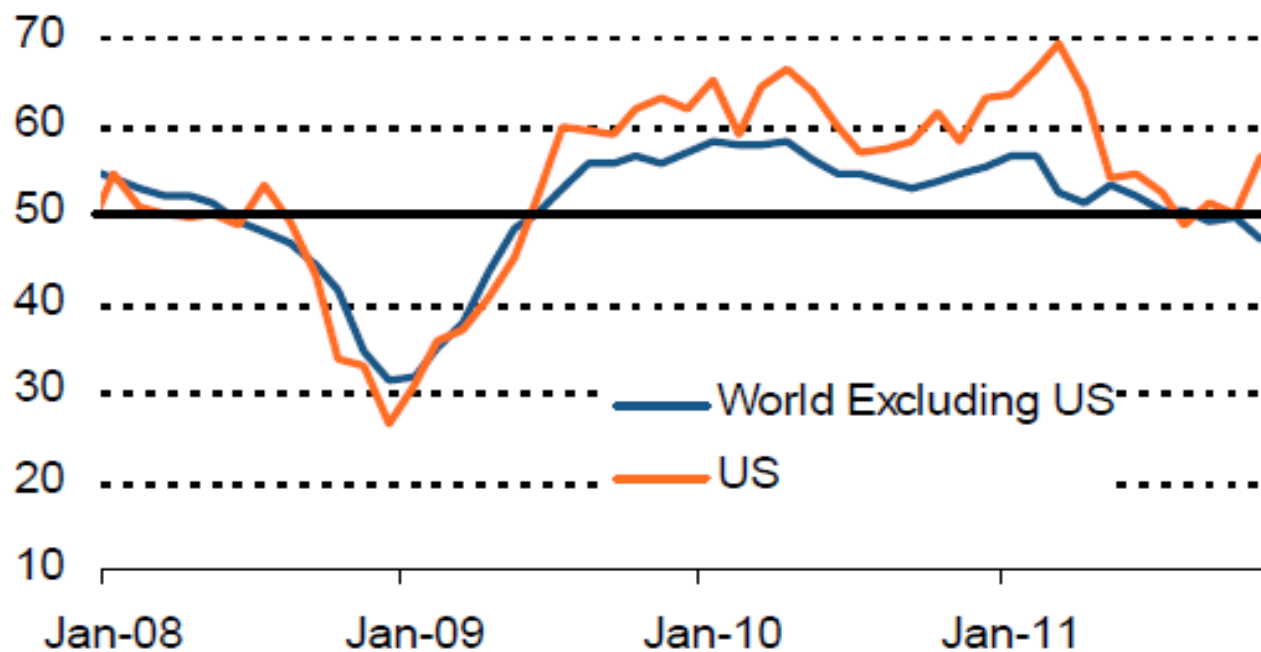
Obliczenia własne

## USA

- Stopniowe przyspieszenie od początku 2011 i 2012 nie powinno być gorsze
  - wskazują na to dane o dużej częstotliwości
    - Powolny wzrost zatrudnienia
    - Produkcja
    - Zakupy
  - Indeksy koniunktury ISM dodatnie
- Wniosek: małe ryzyko recesji
- Zagrożenia:
  - Wygasa obniżka podatku od płac (2 pp.) dla pracowników i pracodawców
  - Wygasa przedłużenie wypłat zasiłków dla bezrobotnych
  - Podatek Busha?
  - Elekcja prezydencka (listopad 2012) – jaki kurs polityki makroekonomicznej?  
Klincz
- Od 2013 automatyczne zacieśnianie

## Rozbrat między USA a strefą euro

- Odsezonowany indeks PMI produkcji przemysłowej



Źródło: JP Morgan, News Release, 5 December 2011



# Ostoje dynamiki – też wolniej

- Azja
  - Japonia odbudowa po katastrofie, ale spowalnia
  - Chiny rozluźnienie monetarne po spadku stopy inflacji
    - Ryzyko złych kredytów
    - Spadek stopy inflacji po 3-letnim szczycie w lipcu 2011, ale jej stopa ciągle powyżej stopy depozytów bankowych
      - Zniechęca do oszczędności
      - Żywi bąble spekulacyjne
- Ameryka Łacińska
  - Ryzyko:
    - Eksporterzy surowców zagrożeni spadkiem cen z powodu recesji w Europie i spowolnienia w Azji

## Wzrost gospodarczy w Polsce w 2012 r.

- Opcja zerojedynkowa
  - Recesja albo dynamika wyraźnie dodatnia
- Rozpad strefy euro
  - Recesja o trudnej do przewidzenia skali
- Zażeganie kryzysu długu publicznego w strefie euro
  - Dynamika PKB powyżej 3%
  - Wpływ spowolnienia światowego

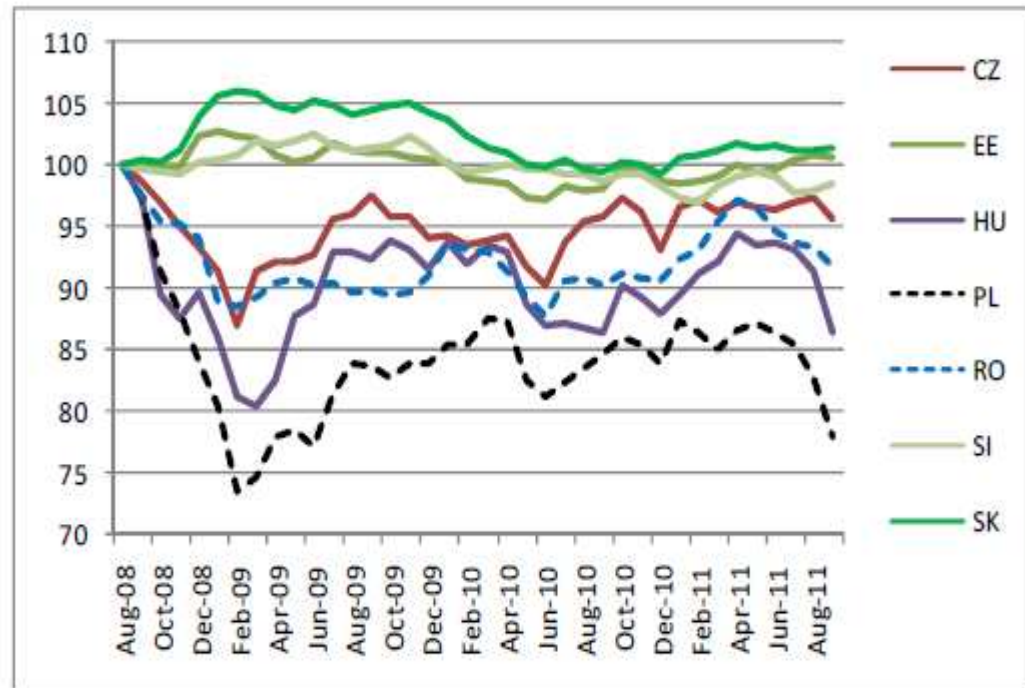
## Popytowe czynniki wzrostu

- Inwestycje publiczne (do połowy 2012 r.)
  - Część projektów będzie jednak kończona po Euro 2012
  - Inwestycje prywatne w zawieszeniu
    - Niepewne perspektywy popytowe
- Eksport netto
  - Powtórka na mniejszą skalę sytuacji z 2009 r.:
    - Osłabienie złotego wywołane skokiem premii za ryzyko
    - Dodatni eksport netto
  - Efekt Euro2012
- Konsumpcja prywatna
  - Umiarkowana dynamika
    - Niewielki wzrost stopy bezrobocia w 2012 r., ale przyrost pracujących
    - Podwyżki płac nie gorsze niż w 2011 r.
    - Pozytywny wpływ Euro2012

## Realny efektywny kurs złotego

- Wyraźna przewaga konkurencyjna Polski skutkiem nominalnego osłabienia

Figure 19. Real effective exchange rates, August 2008=100



Source: BIS, World Bank staff calculations

Poziom z sierpnia 2008 = 100

## Rok 2013 w gospodarce światowej

- Dalsza poprawa nastrojów rozpoczęta w II półroczu 2012
  - Ożywienie w gospodarce światowej po zażegnaniu kryzysu w strefie euro,
  - wyborach prezydenckich w USA,
  - coraz mniejszym wpływie kryzysu finansowego na możliwości finansowe gospodarstw domowych
- Osłabienie w inwestycjach publicznych
  - Koniec środków z budżetu UE na 2007–13

## Wzrost PKB w Polsce w roku 2013

- Osłabienie w inwestycjach publicznych
  - Koniec środków z budżetu UE na 2007–13
- Poprawa nastrojów i perspektyw to ożywienie w inwestycjach prywatnych
  - Eksportowe przyspieszenie
  - Lepszy dostęp do kredytu, choć duże firmy zasobne w gotówkę
- Szybszy wzrost konsumpcji prywatnej po odbudowie zaufania, przyroście zatrudnienia, realnym wzroście płac i łatwiejszym dostępie do kredytu

## Czynniki ryzyka

- In plus
  - Szybkie zażegnanie kryzysu w strefie euro
  - Jeszcze głębsza deprecjacja złotego
- In minus
  - Odcięcie finansowania zagranicznego w związku zapaścią kredytową w strefie euro
    - Znacznie gorsze finansowanie inwestycji i konsumpcji prywatnej

## Bezrobocie

- Rejestrowane trochę w górę
  - W rządowym wariancie wzrostu o 2,5% w 2012 r. rosłoby, bo w Polsce spada kiedy PKB rośnie ponad 3,5%
- Istotne, czy nadal będzie zwiększało się zatrudnienie
  - Przyrost bezrobocia pochodzi w dużej mierze ze wzrostu liczby osób aktywnych na rynku pracy



## Inflacja

- W 2010 r. i pierwszych miesiącach 2011 r. czynnikami ceny surowców oraz żywności
  - Jak w świecie
- Na początku 2011 r. podwyżki podatków
  - stawki VAT
  - akcyza
- brak presji popytowej; dynamika PKB co najwyżej w okolicy potencjalnej
- W drugim półroczu - deprecjacja złotego czyli kurs walutowy czynnikiem inflacyjnym:
  - tak będzie przynajmniej do połowy 2012 r.

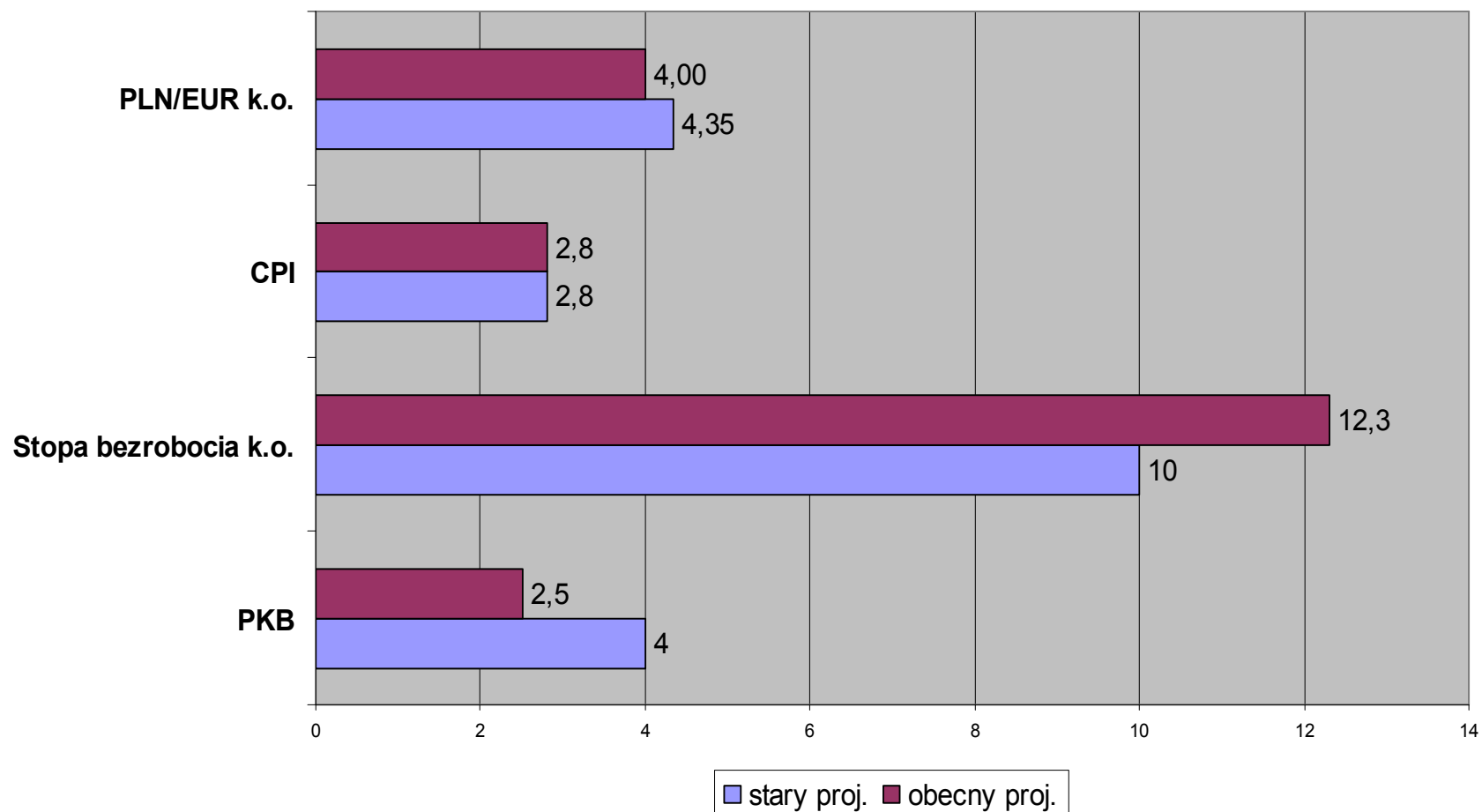
## Presja inflacyjna słabsza w 2012

- Dalsza stabilizacja albo spadek cen surowców
- Słabszy popyt w gospodarce
- Ryzyko: kurs złotego
- W II połowie 2012
  - Możliwe wzmocnienie złotego, ale
  - Silniejszy wzrost płac

## Deficyt budżetu państwa

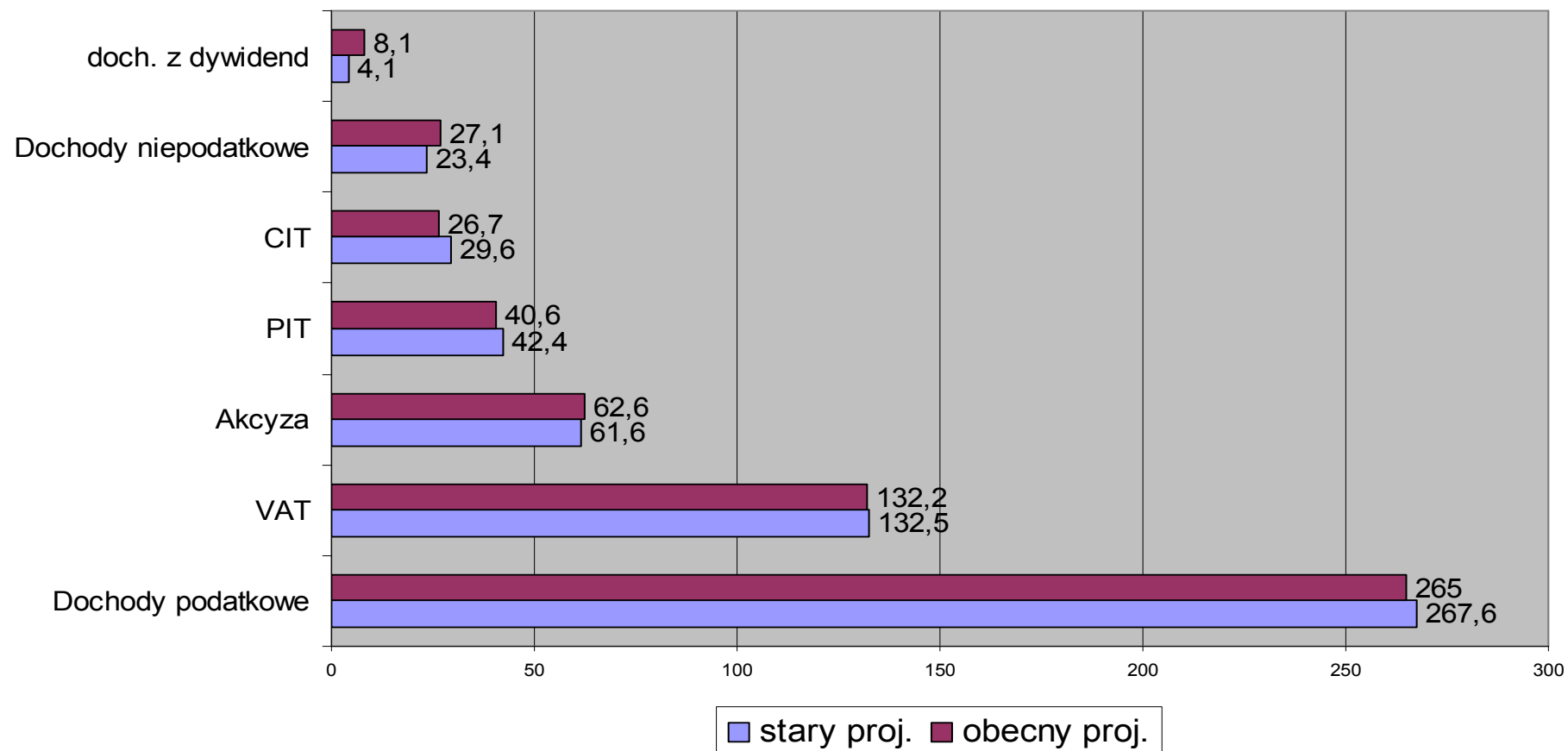
- Przyjmując wariant optymistyczny wzrostu  $> 3\%$ 
  - Projekt budżetu z dynamiką 2,5% ostrożny
  - Niewielkie zmiany dynamiki dochodów podatkowych mimo spadku dynamiki PKB i wzrostu bezrobocia
    - Regulacje
      - Podwyżka składki rentowej o 2pp (+ 6 mld zł)
      - Podatek „od kopalin” (+1,8 mld zł)
      - Częściowe zamrożenie płac w sektorze budżetowym
      - Wzrost dywidend (wysokie zyski firm w 2011 r.)
    - Wunderwaffe: nie zapisana wpłata z zysku NBP
      - Zakładka kilkumiliardowa

## Porównanie wskaźników w projektach budżetu państwa



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

## Porównanie dochodów w projektach budżetu państwa

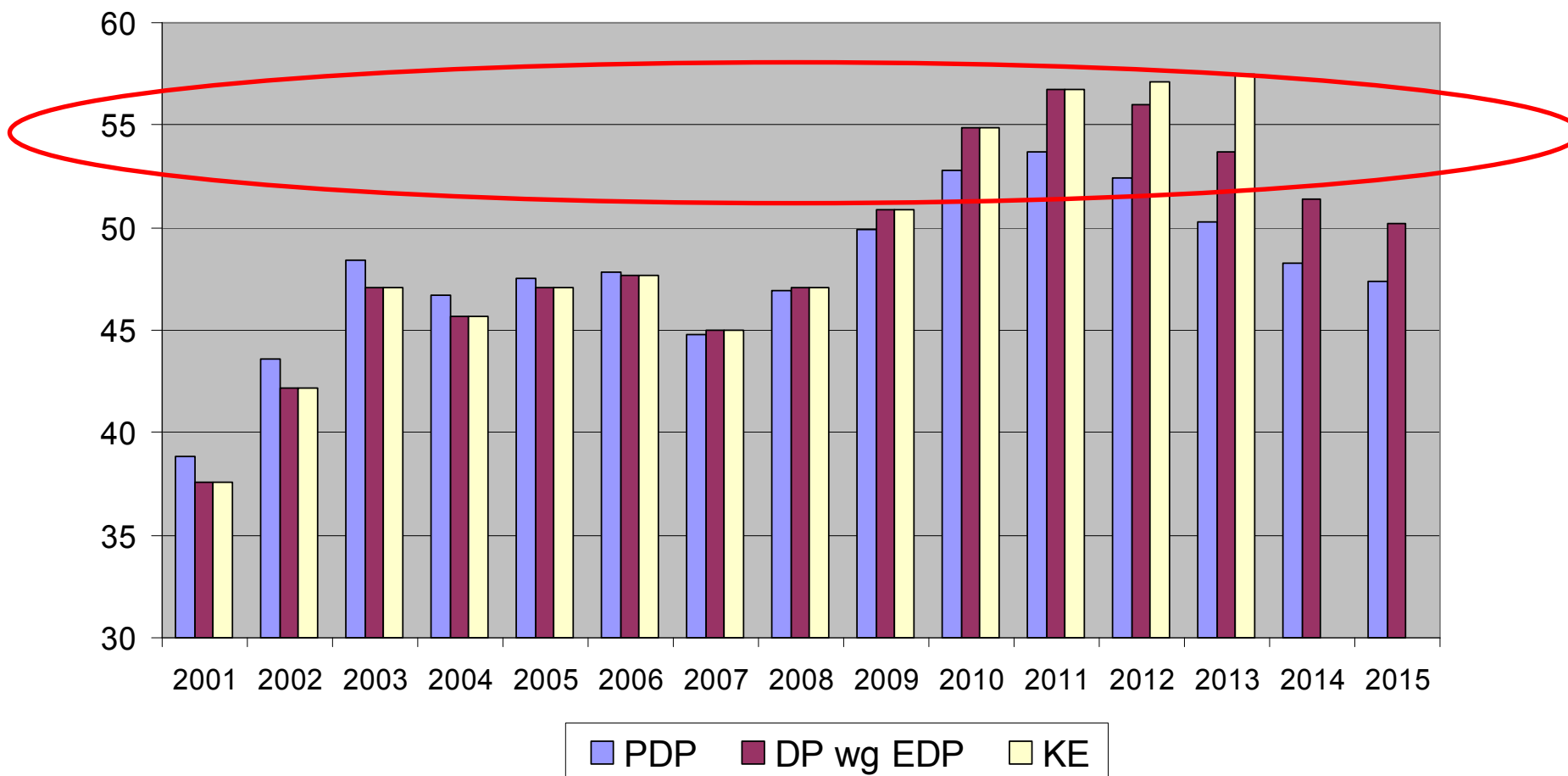


Źródło: Ministerstwo Finansów [www.mof.gov.pl](http://www.mof.gov.pl)

## Dług publiczny poniżej czy powyżej 55% PKB ?

- Zależy od definicji
  - Państwowy dług publiczny a dług publiczny wg EDP
- Ważne, bo ryzyko destabilizacji makroekonomicznej po wdrożeniu działań oszczędnościowych w 2014 r.
- Czynniki ryzyka
  - Kurs walutowy
  - Deficyt finansów publicznych

## Dług publiczny Polski, % PKB dane i prognozy po 2010 r.



## Deficyt na rachunku bieżącym – bezproblemowe finansowanie

- Wzrósł w 2010 do 4,6% PKB
  - z powodów cyklicznych; różnica w dynamice wzrostu między Polską partnerami
  - znaczna rewizja pozycji błędy i opuszczenia
  - duża pozycja: ujemny bilans dochodów
- W 2012 spadek w związku z poprawą eksportu netto, a w 2013 r. znowu nieduży wzrost relacji do PKB
  - Nieco paradoksalnie, kiedy zyski firm spadają, to obniża się deficyt, bo mniejsze transfery zysków za granicę przez obcych właścicieli
- Duże finansowanie z UE (rach. kapitałowy)
  - Skorygowany o nie deficyt w relacji do PKB niższy niż rzeczywisty
  - Niepodzielone zyski „wracają” poprzez rachunek finansowy





BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

Dziękujemy za uwagę

