

Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Eurostat (tzw. odczyt *flash estimate*), gospodarka strefy euro (jak i całej Unii) urosła w drugim kwartale br. o 0,3% PKB w porównaniu z poprzednim kwartałem, kończąc trwający sześć kwartałów okres recesji. Powrót do wzrostu, po raz pierwszy od trzeciego kwartału 2011 r., to dobra wiadomość. Wzrost miał jednak miejsce tylko w odniesieniu do poprzedniego kwartału, natomiast w porównaniu do II kwartału roku ubiegłego gospodarka skurczyła się o 0,7% w strefie euro i 0,2% w całej Unii.

Wątpliwości co do powrotu na stałą ścieżkę wzrostu gospodarczego i ogłaszania końca kryzysu można mieć z kilku powodów. Z dotychczasowej poprawy wyników gospodarki strefy euro, nie należy również wyciągać pochopnych, bardzo optymistycznych wniosków dla Polski.

### Cztery obawy

Co przede wszystkim powinno budzić obawy w kontekście gospodarki europejskiej?

Po pierwsze, niepokoić musi różnica w wynikach gospodarczych pomiędzy głównymi gospodarkami eurolandu (*core*) a peryferiami (*periphery*). Dobrą informacją jest powrót Francji na ścieżkę wzrostu - 0,5% PKB w drugim kwartale. W tym samym okresie Niemcy zanotowały wzrost w wysokości 0,7% PKB i były lokomotywą ciągnącą wynik całej gospodarki strefy euro, jak i - wspólnie z Wielką Brytanią - całej Unii. Z drugiej strony, największe gospodarki peryferyjne, czyli Hiszpania i Włochy są wciąż w recesji. Podobnie mniejsze państwa, z których największy spadek (rok do roku) zanotowały Cypr i Grecja (odpowiednio 5,2% oraz 4,6%).

Leave this field empty if you're human:

### **Tabela 1. Zestawienie wyniku PKB w drugim kwartale 2013 r. (kwartał do kwartału oraz w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego)**[ref]

Źródło danych: *Eurostat newsrelease - Flash estimate for the second quarter of 2013*, Eurostat, 14 August 2013,

[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/2-14082013-AP/EN/2-14082013-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-14082013-AP/EN/2-14082013-AP-EN.PDF).[/ref]

Państwo	Wynik PKB w porównaniu do I kwartału br. (%)	Wynik PKB w porównaniu do II kwartału 2012 r. (%)
Niemcy	0,7	0,5
Francja	0,5	0,3
Wielka Brytania[ref]W przypadku Wielkiej Brytanii dane zostały opublikowane przez UK National Statistic w dniu 23 sierpnia i są o 0,1 punktu procentowego wyższe niż opublikowane wcześniej przez Eurostat w <i>Flash estimate</i> .[/ref]	0,7	1,5
Włochy	-0,2	-2,0
Hiszpania	-0,1	-1,7
Cypr	-1,4	-5,2
Polska	0,4	1,1
Strefa euro	0,3	-0,7
UE (28 państw)	0,3	-0,2

Z powyższych danych wynika, że nie doszło, przynajmniej w pierwszej połowie bieżącego roku, do pozytywnego oddziaływania głównych gospodarek strefy euro na osiągnięcie lepszych wyników w państwach „peryferyjnych”.

Drugim powodem niepokoju jest stan światowej gospodarki. W przypadku zapowiadanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach, spada prawdopodobieństwo osiągnięcia przez gospodarki europejskie silnego i trwałego wzrostu. Chiny są drugim (po USA) największym „zewnętrznym” (tzn. poza Unią) rynkiem dla opartej w znacznej mierze na eksporcie gospodarki Niemiec[ref]*Ranking of Germany's trading partners in foreign trade*, Statistisches Bundesamt (Federal Statistical Office), Wiesbaden 2013. Zgodnie z tym źródłem, wartość niemieckiego eksportu do Chin przekroczyła w 2012 r. wartość 66,5 mld euro, <http://bit.ly/13D12S4> [/ref]. Także wzrost w USA nie jest na takim poziomie, aby stanowić generator wyjścia z kryzysu, choć gospodarka amerykańska jest w lepszym stanie (w II kwartale 2013 r. wzrost 0,4% kwartał do kwartału i 1,4% w porównaniu do roku ubiegłego) i posiada lepsze perspektywy wzrostu niż gospodarka europejska. Taka sytuacja w gospodarce światowej przekłada się na perspektywy gospodarcze w strefie euro.

Trzecim źródłem zagrożenia są niebezpieczeństwa związane z wysokim zadłużeniem publicznym. Należy pamiętać, że wysokość zadłużenia publicznego państw strefy euro po pierwszym kwartale 2013 r. to 92,2% PKB, czyli była wyższa niż rok wcześniej (88,2% PKB). Szczególnie niepokojący jest znaczący wzrost wysokości zadłużenia w państwach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym – Grecji, Portugalii, Irlandii czy Hiszpanii.

**Tabela 2. Zestawienie wysokości zadłużenia publicznego do PKB po pierwszym kwartale 2013 r. oraz różnica w porównaniu z pierwszym kwartałem 2012 r.**

[ref]Eurostat news\_release - Euro area government debt up to 92.2% of GDP, Eurostat, 22 July

2013, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/2-22072013-AP/EN/2-22072013-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-22072013-AP/EN/2-22072013-AP-EN.PDF). [ref]

Państwo	Wysokość zadłużenia publicznego do PKB na koniec I kwartału 2013r. (% PKB)	Zmiana wysokości zadłużenia publicznego w porównaniu do I kwartału 2012r. (p.p. PKB)
Grecja	160,5	24,1
Włochy	130,3	6,6
Portugalia	127,2	14,9
Irlandia	125,1	18,3
Hiszpania	88,2	15,2
Niemcy	81,2	0,7
Łotwa	39,1	-5,1
Polska	57,3	1,2
Strefa euro	92,2	4,0
UE (27 państw)	85,9	2,6

Co więcej, jest w zasadzie przesądzone, mimo wcześniejszych zaprzeczeń kanclerz Merkel, że Grecja będzie potrzebować trzeciego pakietu pomocowego. Na konieczność kolejnego bailout'u wskazał niemiecki minister finansów Wolfgang Schaeuble. W tym kontekście, odmienna opinia kanclerz Merkel stanowi raczej rodzaj gry przed wyborami parlamentarnymi w Niemczech zaplanowanymi na drugą połowę września, ponieważ większość niemieckich podatników nie popiera planów rozszerzania pakietów pomocowych dla zadłużonych państw strefy euro. Natomiast Grecja może nie być jedynym problemem - prawdopodobnie drugi bailout będzie potrzebny także Portugalii, a zanotowany spadek bezrobocia w Hiszpanii, może mieć charakter tylko sezonowy. Taką prognozę potwierdza Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wskazujący, że poziom bezrobocia w Hiszpanii może przekraczać 25% przez co najmniej pięć najbliższych lat.

Ograniczeniu kryzysu zadłużenia (w dłuższej perspektywie) nie sprzyjać będzie również sytuacja demograficzna w większości państw UE, stojących przed perspektywą wzrostu wydatków emerytalnych.

Czwartym elementem negatywnie wpływającym na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro jest spodziewane ograniczenie przez amerykański FED polityki taniego

pieniądza (Quantitative easing - QE III), jakie może być dokonane już na wrześniowym posiedzeniu, a następnie zakończone w roku 2014. Zmiana obecnej polityki przez FED wywoływać będzie podwójne skutki dla gospodarki europejskiej. Obecnie z uwagi właśnie na politykę taniego pieniądza, kurs walutowy euro do dolara jest zbyt wysoki dla wielu eksporterów ze strefy euro. Odchodzenie od polityki taniego pieniądza przez USA, prowadzić powinno do wzmocnienia dolara, również wobec euro, co pomoże eksporterom ze strefy euro, przede wszystkim Hiszpanii i Włochom - z uwagi na strukturę ich eksportu. Jednocześnie jednak, wraz z ograniczeniem polityki taniego pieniądza w USA, należy spodziewać się wzrostu rentowności obligacji skarbowych (zarówno państw UE, jak i w USA), które w ostatnich miesiącach osiągały bardzo niskie poziomy (pomimo wspomnianego wyżej wzrostu zadłużenia), prowadzące do spadku wydatków na obsługę wysokiego zadłużenia publicznego. Tym samym wystąpi efekt odwrotny - wzrastać będą wydatki związane z obsługą zadłużenia, co może przełożyć się na ponowne zaostrenie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Wzrost rentowności - i to zarówno obligacji państw głównych gospodarek strefy euro, państw peryferyjnych, jak i tych nienależących do strefy euro - wystąpił już w ostatnich tygodniach, jedynie z uwagi na oczekiwane zmiany polityki FED.

### **Konsekwencje dla Polski**

Niepewna sytuacja w gospodarce europejskiej oddziaływać będzie oczywiście na Polskę, co lepiej dostrzegają w swoich prognozach instytucje międzynarodowe, niż nasz resort finansów. Aktualizacja do Programu Konwergencji zawiera prognozę wzrostu PKB dla Polski na poziomie 1,5% w 2013 r., która po wynikach pierwszego półrocza, wydaje się zbyt optymistyczna. Tymczasem według prognoz Komisji Europejskiej polska gospodarka będzie się rozwijała w tym roku w tempie 1,1% PKB. Bank Światowy prognozuje wzrost o 1,0%, a MFW o 1,3% PKB. Niestety, z uwagi na zagrożenia płynące dla gospodarki europejskiej, bliższe realizacji są prognozy międzynarodowych instytucji.

Ponadto wspomniane ograniczenie polityki taniego pieniądza przez FED skutkować może również mniejszym zainteresowaniem polskimi obligacjami skarbowymi, co przekładać się będzie na wzrost wydatków na obsługę długu. Zgodnie z danymi NBP, zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami skarbowymi już zaczyna słabnąć, a w czerwcu przewaga sprzedaży nad kupnem wyniosła aż 2,8 mld dolarów. Przełożyło się to na już zanotowany (podobnie jak w wielu innych państwach) wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych, które wzrosły z rekordowo niskich poziomów notowanych pod koniec pierwszego półrocza do poziomu ponad 4,5%. Zresztą nasze obligacje były pod koniec tygodnia tańsze (a rentowności wyższe) niż niektórych państw strefy euro najmocniej odczuwających skutki kryzysu zadłużeniowego, jak Irlandia czy Włochy.

Należy zatem oczekiwać trudnego czasu i nie oczekiwać szybkiego powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Będzie to czas trudny również pod kątem finansowym, nie tylko z powodu ograniczonych wpływów podatkowych, i z uwagi na wzrost wydatków związanych z obsługą zadłużenia, które w przypadku Polski może rosnąć, również z uwagi na osłabienie złotego.