

Aleksander Łaszek

Warszawa, 9 sierpnia 2011 r.

Dlaczego gospodarka Włoch się chwieje?

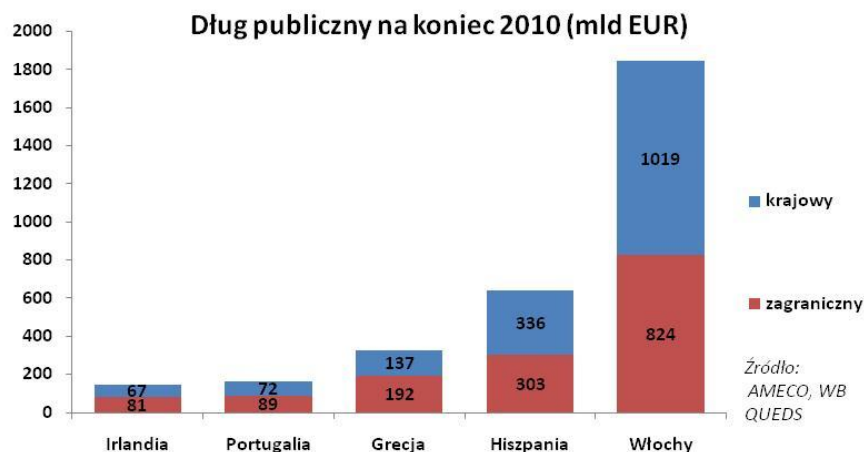
Synteza

- *Problemy Włoch budzą obawy o stabilność systemu bankowego w pozostałych krajach Europy. Banki z innych krajów UE pożyczyły Włochom ponad 600 mld EUR, w tym 200 mld EUR włoskiemu rządowi, 110 mld EUR włoskim bankom i ponad 300 mld EUR pozostałym włoskim przedsiębiorstwom.*
- *Włoska gospodarka jest niekonkurencyjna i od lat pogrążona w stagnacji. W latach 2000-2010 spośród wszystkich krajów świata wolniej od Włoch rozwijały się tylko Haiti i Zimbabwe.*
- *Problemy gospodarcze Włoch i strefy euro stanowią realne zagrożenie dla wzrostu gospodarczego w Polsce. Skutki potencjalnego kryzysu we Włoszech można jednak osłabić wprowadzając w życie w Polsce od dawna potrzebne reformy. Powinny one realizować dwa częściowo pokrywające się cele – wystąpienie do inwestorów czytelny sygnał budującego wiarygodność Polski oraz zwiększanie konkurencyjności polskich przedsiębiorstw.*

1. Dlaczego dług publiczny Włoch niepokoi rynki finansowe?

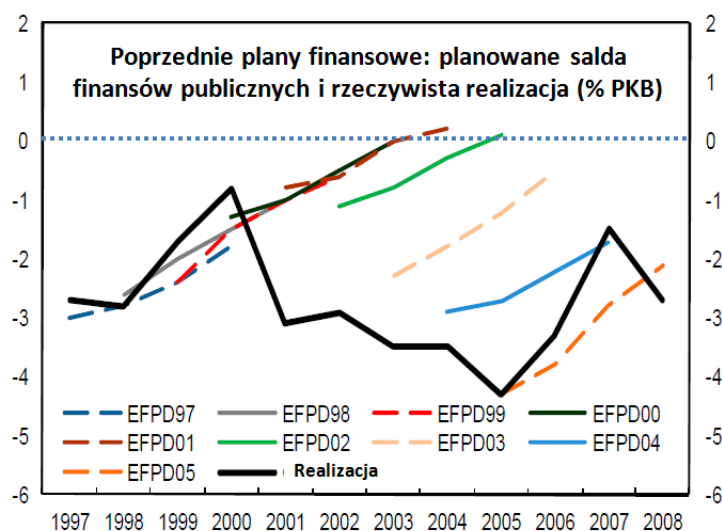
Na koniec 2010 roku Włochy miały dług publiczny w wysokości 120% PKB i po Grecji (143% PKB) były najbardziej zadłużonym państwem w Europie. Ze względu jednak na to, że gospodarka Włoch jest blisko siedmiokrotnie większa od gospodarki Grecji, włoski dług publiczny jest blisko sześciokrotnie większy od greckiego. W efekcie, ewentualne problemy z wypłacalnością Włoch mogą mieć znacznie poważniejsze konsekwencje dla stabilności strefy euro niż miałyby to miejsce w przypadku bankructwa relatywnie małej Grecji.

Włoski dług publiczny jest blisko sześciokrotnie większy od greckiego.



Od 1992 roku włoski dług publiczny utrzymuje się na poziomie ponad 100% PKB.

Od 1992 roku włoski dług publiczny utrzymuje się na poziomie ponad 100% PKB, znacznie powyżej limitów ustalonych w traktacie z Maastricht (dług publiczny poniżej 60% PKB). Pomimo to, w 1999 roku Włochy zostały przyjęte do strefy euro pod pretekstem, że dług publiczny, choć zbyt wysoki, to wykazuje tendencję spadkową (121% PKB w 1996 roku, 114% PKB w 1999 roku). Po przyjęciu do strefy euro kolejne rządy włoskie straciły zapał do ograniczania długu publicznego, który po 2002 roku ustabilizował się na poziomie ok. 105% PKB. Kolejne plany fiskalne dążące do likwidacji deficytu finansów publicznych, co w połączeniu ze wzrostem gospodarczym pozwoliłoby na zmniejszenie relacji długu publicznego do PKB nie były realizowane. Przykładowo choć plan fiskalny z 2002 roku zakładał zrównoważenie sektora finansów publicznych w 2005 roku, to faktyczny deficyt w tym roku wyniósł 4,3% PKB.



Źródło: MFW 2011a

2. Dlaczego inwestorzy zażądali od Włoch wyższych odsetek za zaciągany dług?

Problemy z zadłużeniem stanowią samosprawdzającą się prognozę. Im bardziej inwestorzy niepokoją się o wypłacalność jakiegoś kraju, tym wyższych odsetek żądają od rządu za nowo zaciągany dług. Wyższe oprocentowanie oznacza zaś, że dług coraz trudniej obsługiwać i błędne koło się zamyka.



Do 2008 roku inwestorzy na rynku finansowym niemal nie widzieli różnicy między obligacjami niemieckimi, greckimi, czy włoskimi.

Do 2008 roku inwestorzy na rynku finansowym niemal nie widzieli różnicy między obligacjami niemieckimi, greckimi, czy włoskimi. Rentowność obligacji, czyli wysokość odsetek od zaciąganego długu, była bardzo podobna w przypadku wszystkich z tych krajów, niezależnie od wielkości ich długu publicznego i corocznych potrzeb pożyczkowych. To eldorado dobiegło jednak końca. W 2009 roku agencje ratingowe i inwestorzy zaczęli wątpić czy Grecja i Irlandia będą w stanie terminowo spłacić swoje rosnące zadłużenie. W efekcie, inwestorzy zaczęli żądać coraz wyższych odsetek za nowe pożyczki tych krajów. Pomoc finansowa udzielona przez państwa strefy euro i Międzynarodowy Fundusz Walutowy Grecji w maju 2010 roku, Irlandii w listopadzie 2010 roku i Portugalii w maju 2011 roku tylko przejściowo uspokoiły nerwy inwestorów.

Po Grecji, Irlandii i Portugalii dziś obserwujemy rosnące obawy o wypłacalność Włoch. Ich sytuacja wydaje się jednak dużo lepsza w porównaniu do krajów, które jako pierwsze padły ofiarą kryzysu zadłużenia. Ponad 75% długu publicznego Włoch stanowią obligacje długookresowe, średnia zapadalność długu wynosi 7,2 roku, a tylko 12% zadłużenia ma zmienne oprocentowanie. Oznacza to, że obserwowany obecnie wzrost rentowności włoskich obligacji dotyczy tylko niewielkiej części całkowitego długu, a jego wpływ na finanse publiczne w krótkim okresie będzie ograniczony. Włoskie władze szacują, że wzrost rentowności o 100 punktów bazowych (czyli o 1 pkt. proc.) zwiększy deficyt finansów publicznych tylko o 0,2% PKB w 2011 roku i 0,4% PKB w 2012 roku (MFW 2011a).

Włoskie władze szacują, że wzrost rentowności o 100 punktów bazowych zwiększy deficyt finansów publicznych tylko o 0,2% PKB w 2011 i 0,4% PKB w 2012 roku

Niepewność dotycząca wypłacalności Włoch zwiększa jednak obawy o stabilność tamtejszego sektora bankowego, o czym świadczy gwałtowny spadek kursów akcji największych włoskich banków.

- Po pierwsze, włoskie banki kupiły od własnego rządu obligacje za prawie 300 mld EUR, co stanowi ok. 15% całego długu publicznego Włoch (MFW 2011a). Ich straty w przypadku bankructwa Włoch byłyby zatem ogromne.
- Po drugie, w czasie kryzysów finansowych rządy występują często w roli gwaranta całego systemu bankowego, a to oznacza m.in. konieczność dokapitalizowania banków, które są zagrożone upadłością. Gwarancje wystawiane przez bankrutujące państwo są oczywiście niewiele warte.
- Po trzecie, problemy z wysokim długiem publicznym spowalniają tempo wzrostu gospodarczego, a w efekcie zmniejszają rentowność banków.

Notowania akcji włoskich banków w okresie 1 I 2010 – 5 VIII 2011
 Intesa Sanpaolo największy włoski bank (- 28% od 21 lipca do 5 sierpnia)



Unicredit drugi co do wielkości bank włoski (-23% od 21 lipca do 5 sierpnia)



Źródło: Yahoo! Finance

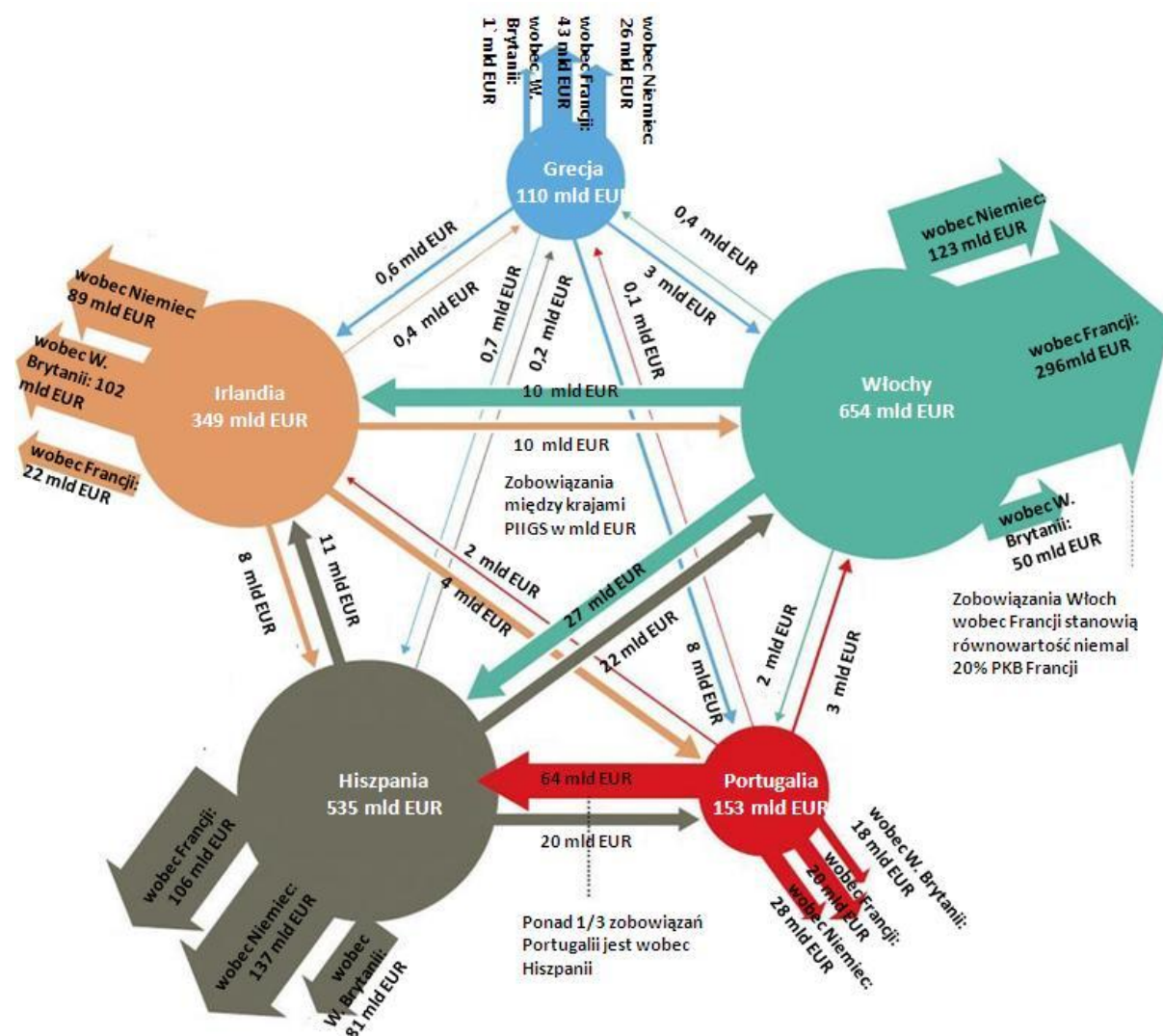
3. Kto powinien bać się problemów Włoch z obsługą zadłużenia?

Banki z innych krajów UE pożyczyły Włochom ponad 600 mld EUR, w tym 200 mld EUR włoskiemu rządowi, 110 mld EUR włoskim bankom i ponad 300 mld EUR pozostałym włoskim przedsiębiorstwom.

Problemy Włoch i tamtejszych banków budzą obawy o stabilność systemu bankowego w pozostałych krajach Europy. Banki z innych krajów UE pożyczyły Włochom ponad 600 mld EUR, w tym 200 mld EUR włoskiemu rządowi, 110 mld EUR włoskim bankom i ponad 300 mld EUR pozostałym włoskim przedsiębiorstwom (dane BIS). Potencjalne straty europejskich banków w przypadku bankructwa Włoch, włoskich banków lub firm byłyby zatem olbrzymie.

Ewentualne bankructwo Włoch będzie miało też poważne konsekwencje dla rynku CDS-ów, czyli specjalnych instrumentów finansowych, których wycena odzwierciedla ryzyko kredytowe poszczególnych krajów. W maju 2011 roku wartość netto CDS-ów wystawionych dla Włoch wynosiła 17 mld euro.

Zadłużenie zagraniczne Włoch wobec banków raportujących do Banku Rozrachunków Międzynarodowych (stan na koniec 2010 roku)



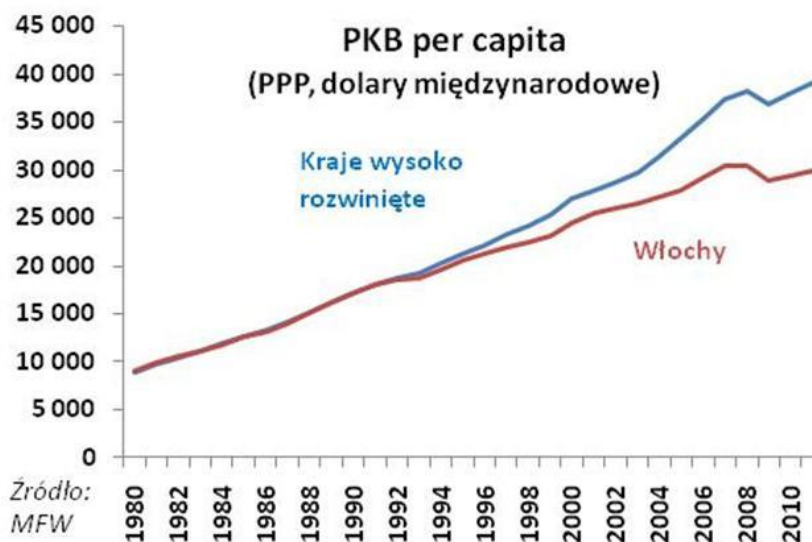
Źródło: New York Times, aktualizacja na podstawie danych BIS
<http://www.nytimes.com/interactive/2010/05/02/weekinreview/02marsh.html>

4. Dlaczego gospodarka Włoch nie jest konkurencyjna?

W latach 2000-2010 spośród wszystkich krajów świata wolniej od Włoch rozwijały się tylko Haiti i Zimbabwe.

Od początku lat 90. gospodarka Włoch rośnie wyraźnie wolniej od pozostałych krajów rozwiniętych. O ile w 1990 roku włoski PKB w przeliczeniu na mieszkańca był identyczny jak przeciętnie w krajach wysokorozwiniętych, to w 2010 roku był on już o 30% niższy od średniej. Według danych MFW w ostatniej dekadzie, tj. w latach 2000-2010 spośród wszystkich krajów świata wolniej od Włoch rozwijały się tylko Haiti

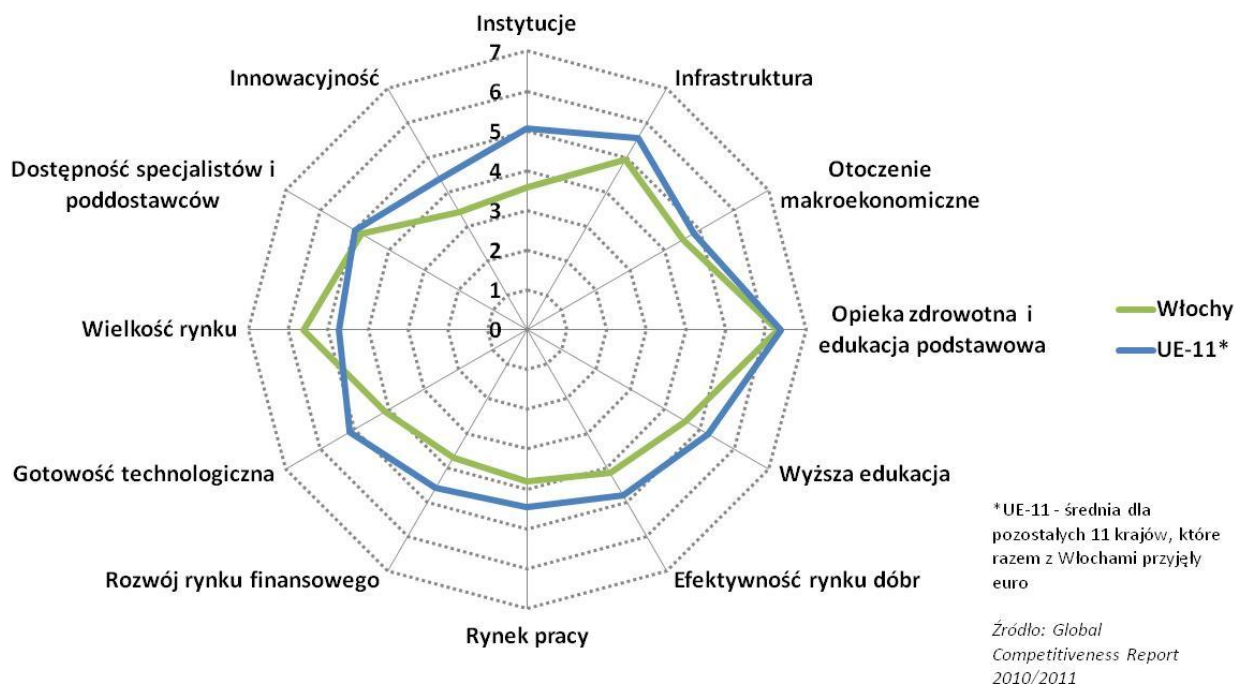
i Zimbabwe . W 2010 roku PKB Włoch było tylko 2,5% wyższe niż w 2000 roku, PKB Haiti w tym samym czasie wzrosło o 1,3%, natomiast PKB Zimbabwe spadło o 38%.



*Włoska
administracja jest
oceniana jako
najgorsza spośród 12
pierwotnych krajów
członkowskich strefy
euro, a publiczne
pieniądze mniej
efektywnie wydają
tylko Grecy*

Główną przyczyną stagnacji gospodarczej we Włoszech jest brak konkurencyjności. Według Global Competitiveness Report 2010-2011 włoska gospodarka uplasowała się poniżej średniej dla 12 krajów, które od 2002 roku posługują się euro w aż 10 z 12 ocenianych kategoriach. Jedynie pod względem wielkości rynku Włochy z ponad 60 mln mieszkańców wypadli powyżej średniej. Włoska administracja jest oceniana jako najgorsza spośród 12 pierwotnych krajów członkowskich strefy euro, a publiczne pieniądze mniej efektywnie wydają tylko Grecy.

Konkurencyjność Włoch według Global Competitiveness Report 2010/2011



IE- Irlandia, GR- Grecja, ES - Hiszpania, PT- Portugalia, LU - Luksemburg, NL - Holandia, DE - Niemcy, FI - Finlandia, IT - Włochy, AT - Austria, FR - Francja, BE - Belgia

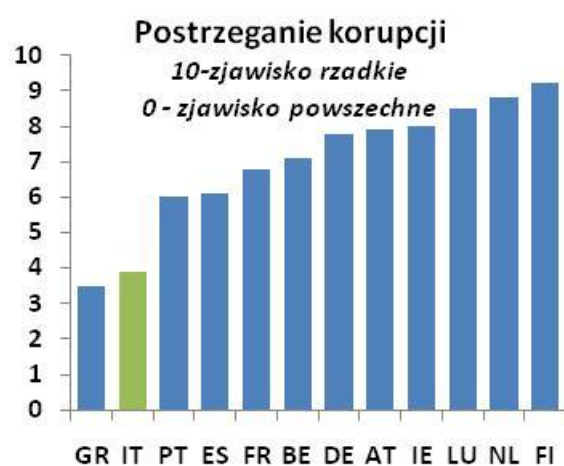
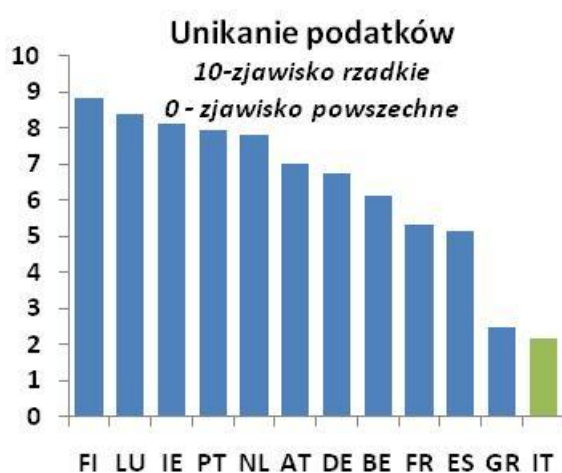
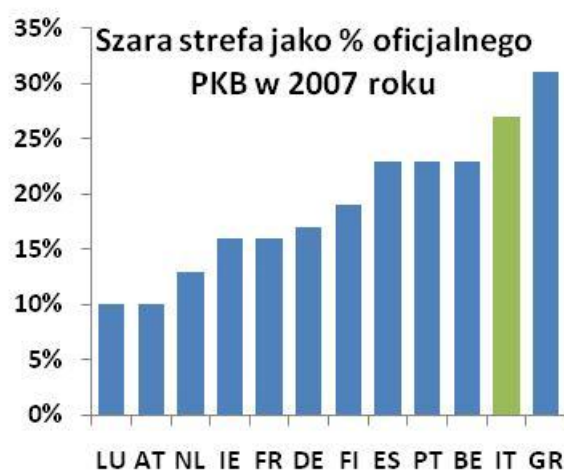
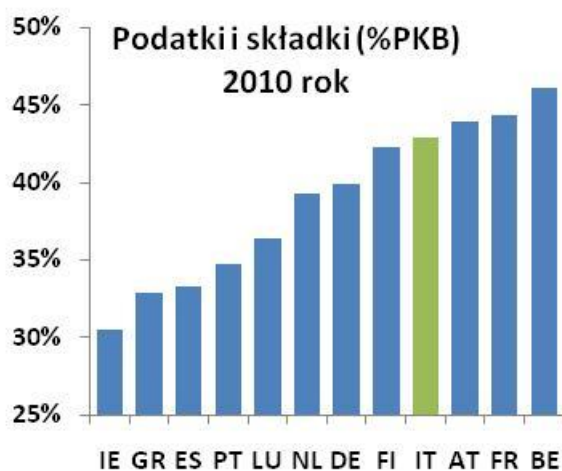
Struktura i efektywność wydatków publicznych - Barrios i Schaechter 2009, Jakość usług publicznych - Worldwide Governance Indicators

Rynek pracy we Włoszech ma charakter dualny, z silnym podziałem na cieszących się licznymi przywilejami i trudnymi do zwolnienia osobami zatrudnionymi na czas nieokreślony i na niemal pozbawionych ochrony osób zatrudnionych na czas określony.

Włochy obok Malty i Węgier są jednym z trzech krajów w Unii Europejskiej o najniższej stopie zatrudnienia wśród osób w wieku 15-64 lat. Jest to skutkiem m.in. niskich współczynników zatrudnienia wśród młodzieży, kobiet i osób starszych. Rynek pracy we Włoszech ma charakter dualny, z silnym podziałem na cieszących się licznymi przywilejami i trudnymi do zwolnienia osobami zatrudnionymi na czas nieokreślony i na niemal pozbawionych ochrony osób zatrudnionych na czas określony. Kosztowna ochrona przed zwolnieniem dotycząca pracowników ze stałymi umowami o pracę zniechęca pracodawców do zatrudniania nowych osób na podstawie stałych kontraktów. Jednocześnie pracodawcy mają słabe bodźce do inwestowania w rozwój kwalifikacji pracowników zatrudnionych na czas określony. To przyczynia się z kolei do tego, że pracownicy zatrudnieni na czas określony zarabiają relatywnie mniej niż osoby zatrudnione na czas nieokreślony. Problem ten potęguje we Włoszech korupcja i nepotyzm sprawiające, że osoby bez znajomości mają duże problemy z przejściem z umowy na czas określony na stałą umowę o pracę. To z kolei powoduje, że we Włoszech dysproporcje dochodowe pomiędzy najbogatszymi i najbiedniejszymi osobami są większe niż w większości krajów OECD.

Tylko w Grecji szara strefa ma większe rozmiary (31% oficjalnego PKB).

Barierą konkurencyjności Włoch są także wysokie obciążenia podatkowe, które są jedną z istotnych przyczyn dużej aktywności w szarej strefie. Szacuje się, że wytwarza się tam 27% oficjalnego PKB, co jest jednym z największych odsetków spośród 12 krajów które jako pierwsze przyjęły euro. Tylko w Grecji szara strefa ma większe rozmiary (31% oficjalnego PKB) (Schneider et al. 2010). Potwierdzają to także badania ankietowe dotyczące unikania podatków – spośród 12 krajów strefy euro Włosi najczęściej uchylali się od płacenia podatków. Duża szara strefa i niska ściągalność podatków we Włoszech są możliwe dzięki skomplikowanym przepisom podatkowym, niesprawnemu aparatowi państwowemu i w końcu korupcji.



IE- Irlandia, GR- Grecja, ES - Hiszpania, PT- Portugalia, LU - Luksemburg, NL - Holandia, DE - Niemcy, FI - Finlandia, IT - Włochy, AT - Austria, FR - Francja, BE - Belgia

Podatki i składki - dane Komisji Europejskiej (AMECO); Szara strefa jako % oficjalnego PKB - szacunki za Schneider (2010), Unikanie podatków - Sustainable Government Indicators; Postrzeżenie korupcji - Transparency International

5. Co zrobić, aby włoska gospodarka stanęła na nogi?

Listę reform potrzebnych, by Włochy zaczęły szybciej się rozwijać można znaleźć m.in. w publikacjach MFW i OECD. Organizacje te zalecają:

- Konsolidacje finansów publicznych i stopniowe zmniejszanie długu publicznego. Redukcja deficytu powinna odbyć się głównie przez ograniczanie wydatków publicznych. Jednocześnie włoskie władze powinny dążyć do uproszczenia skomplikowanego i nieefektywnego systemu podatkowego. Pomoże to ograniczyć uchylanie się od podatków przez firmy i osoby prywatne.

- Do naprawy finansów publicznych może przyczynić się także zwiększenie autonomii podatkowej regionów i ograniczenie skali transferów od władz centralnych do lokalnych.
- Konieczne jest zmniejszenie barier administracyjnych hamujących przedsiębiorczość i ograniczających konkurencję w wielu sektorach. Przykładem mogą być zawody regulowane – choć ostatnie działania rządu przyniosły pewną liberalizację w tym zakresie, postępy są na razie niewystarczające.
- Rynek pracy z silnym podziałem na osoby pracujące na czas określony i nieokreślony wymaga reform. Reformy powinny dążyć do uelastycznienia rynku pracy i zmniejszenia różnic między cieszącymi się nadmierną ochroną osobami zatrudnionymi na czas nieokreślony, a osobami zatrudnionymi na czas określony. Również scentralizowany system negocjacji płacowych wymaga zmian.
- Wśród innych zaleceń organizacji międzynarodowych można jeszcze wymienić prywatyzację, reformę uniwersytetów oraz reformę przepisów dotyczących ochrony środowiska.

6. Jak Polska może odczuć problemy gospodarcze Włoch?

Problemy gospodarcze Włoch mogą przyczynić się do:

- spadku polskiego eksportu do Włoch.

W 2010 roku polski eksport do Włoch wyniósł 28 mld zł, co sprawia, że Włochy są dla polskich eksporterów piątym co do wielkości rynkiem zbytu.

W 2010 roku polski eksport do Włoch wyniósł 28 mld zł, co sprawia, że Włochy są dla polskich eksporterów piątym co do wielkości rynkiem zbytu. Jest to spadek w stosunku do 2009 roku, kiedy pod względem eksportu Włochy były trzecim co do wielkości partnerem handlowym Polski. Problemy gospodarcze Włoch mogą prowadzić do dalszej stagnacji lub spadku polskiego eksportu do tego kraju. Włochy nie należą do największych inwestorów zagranicznych w Polsce, wyjątkiem są sektory motoryzacyjny i bankowy.

W kontekście potencjalnego kryzysu finansowego we Włoszech istotniejszy jest fakt, że Pekao SA, czyli drugi co do wielkości bank w Polsce, mający ok. 25% udział w rynku jest spółką zależną włoskiego banku Unicredit. Doświadczenie BZ WBK, który do niedawna należał do irlandzkiego banku AIB, pokazuje jednak, że problemy spółki matki nie muszą powodować bezpośrednich problemów w spółkach córkach.

- istotnego pogorszenia sytuacji w kluczowej dla Polski strefie euro.

*Włochy są trzecią
co do wielkości
gospodarką strefy
euro.*

Włochy są trzecią co do wielkości gospodarką strefy euro. Poprzez kanał handlowy problemy gospodarcze Włoch przenoszą się na ich partnerów handlowych. Poprzez kanał finansowy obawy o wypłacalność państwa włoskiego oraz włoskich banków przekładają się na niepokój o sytuację systemów bankowych w innych krajach strefy euro. Szczególny niepokój wzbudza sytuacja banków francuskich, które pożyczyły Włochom prawie 300 mld euro. Kryzys finansowy we Włoszech może także szybko rozprzestrzenić się na Hiszpanię, gdzie zarówno sytuacja sektora finansów publicznych jak i sektora bankowego budzą poważne obawy. Strefa euro jako całość jest największym partnerem handlowym Polski i odpowiada za połowę polskiego handlu zagranicznego.

- pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych.

*Komentatorzy
ponownie zaczynają
obawiać się powrotu
recesji w krajach
wysoko rozwiniętych*

Obecnie obserwujemy osłabienie ożywienia gospodarczego, które nastąpiło po światowej recesji z lat 2008-2009. Niektórzy komentatorzy ponownie zaczynają obawiać się powrotu recesji w krajach wysoko rozwiniętych. W sytuacji rosnącej niepewności inwestorzy zagraniczni mogą zacząć unikać Polski ze względu na jej silne powiązania gospodarcze z zagrożoną coraz głębszym kryzysem strefą euro.

7. Co zrobić, aby problemy gospodarcze nie przysły z ziemi włoskiej do polskiej?

Skutki potencjalnego kryzysu we Włoszech można jednak osłabić wprowadzając w życie w Polsce od dawna potrzebne reformy.

Problemy gospodarcze Włoch i strefy euro stanowią realne zagrożenie dla wzrostu gospodarczego w Polsce. Skutki potencjalnego kryzysu we Włoszech można jednak osłabić wprowadzając w życie w Polsce od dawna potrzebne reformy. Powinny one realizować dwa częściowo pokrywające się cele – wysłanie do inwestorów czytelnego sygnału budującego wiarygodność Polski oraz zwiększanie konkurencyjności polskich przedsiębiorstw.

- Realizacja pierwszego celu wymaga przede wszystkim od dawna odkładanej reformy finansów publicznych. Wydatki publiczne w Polsce w 2010 roku wyniosły 45,7% PKB i były bardzo wysokie jak na kraj na tym poziomie rozwoju (średnia dla pozostałych krajów postsocjalistycznych, które przystąpiły do UE to 43% PKB). Badania empiryczne (np. Fisher 1993, Loayza i inni 2005) pokazują, że wysokie wydatki publiczne szkodzą długookresowemu wzrostowi gospodarczemu.
- Wydatki publiczne w Polsce są nie tylko wysokie, ale także nieefektywne – w cytowanej pracy Barrios i Schaechte (2009) oceniają skład i efektywność polskich wydatków publicznych jako jedną z najgorszych spośród krajów UE, znacznie gorszą niż we Włoszech. Lepsze adresowanie świadczeń socjalnych i ograniczenie licznych przywilejów branżowych (np. służby mundurowe, górnicy, rolnicy) pozwoli nie tylko ograniczyć wydatki publiczne, ale także sprawi, że więcej Polaków zacznie pracować (FOR 2011, Wojciechowski 2008).
- Ograniczenie wydatków publicznych pozwoli także na zmniejszenie niebezpiecznie narastającego długu publicznego, który również stanowi zagrożenie dla wzrostu gospodarczego (patrz np. Manasse i Roubini 2005, Sedillot 2002, Borensztein i Panizza 2008) i może wywoływać

niepokój inwestorów. Niższe wydatki z czasem pozwolą także na obniżenie podatków, zwiększając tym samym konkurencyjność polskich przedsiębiorstw.

- Wzrostowi konkurencyjności polskich przedsiębiorstw powinna także służyć zapowiadana, ale wciąż nienastępująca deregulacja. Z jednej strony istotne jest ograniczenie wymogów biurokratycznych – same informowanie urzędów przez przedsiębiorców o własnych działaniach kosztuje ich 80 mld zł rocznie (MG 2010). Z drugiej strony konieczne jest zniesienie przepisów sztucznie ograniczających konkurencję, jak ma to miejsce na przykład w przypadku zawodów regulowanych (OECD 2008).

*Reformy nie uchronią
Polski przed silnym
spowolnieniem
gospodarczym
w przypadku
wybuchu poważnego
kryzysu we Włoszech.
Sprawią one jednak,
że skutki włoskiego
kryzysu będą dla
polskiej gospodarki
i obywateli mniej
dotkliwe*

Powyższe reformy nie uchronią Polski przed silnym spowolnieniem gospodarczym w przypadku wybuchu poważnego kryzysu we Włoszech. Sprawią one jednak, że skutki włoskiego kryzysu będą dla polskiej gospodarki i obywateli mniej dotkliwe. Jeśli natomiast kryzys we Włoszech ani w żadnym innym dużym kraju strefy euro jednak nie wybuchnie, reformy te także nie będą daremne. Dzięki ich wprowadzeniu Polska będzie rozwijała szybciej, niż w przypadku gdyby ich nie wprowadzono.

Źródła

1. Ameco – baza danych Komisji Europejskiej
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm
2. Bank Światowy, *World Bank Quarterly External Debt Statistics, QUEDS*,
<http://go.worldbank.org/6V603CE490>
3. Barrios S., Schaechte A., 2009, *Gauging by numbers: A first attempt to measure the quality of public finances in the EU*
4. BIS, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, <http://www.bis.org/statistics/index.htm>
5. Borensztein, E. i Panizza U., 2008, *The Costs of Sovereign Default*,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf>
6. Darvas Z., 2011, *Debt restructuring in the euro area: A necessary but manageable evil?*
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/567-debt-restructuring-in-the-euro-area-a-necessary-but-manageable-evil/>
7. ECB, Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>
8. Fisher S., 1993, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth"

9. FOR, 2011, *Jak przyspieszyć wzrost gospodarczy, uzdrowić finanse publiczne i dalej budować II filar emerytalny?*
http://www.for.org.pl/upload/File/OFE_25_01_2011/JakprzyspieszycwzrostgospodarczyFOR25012011korektaII.pdf
10. *Global Competitiveness Report 2010/2011*, <http://gcr.weforum.org/gcr2010/>
11. Laeven L., Valencia F., 2011, *The Real ?Effects of Financial Sector Interventions During Crises*
12. Loayza N., Fajnzylber P., Calderón C. 2005, *Economic growth in Latin America and the Caribbean: stylized facts, explanations, and forecasts*
<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/EconGrowthinLatinAmerica.pdf>
13. Manasse P., Roubini N., 2005, "Rules of Thumb" for Sovereign Debt Crises
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0542.pdf>
14. MFW 2011a, Article IV consultation,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11173.pdf>
15. MFW 2011b, Italy: Selected Issues, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11176.pdf>
16. MG 2010, Raport roczny z realizacji działań Reformy Regulacji w 2010 roku
http://www.mg.gov.pl/files/upload/8669/raport_roczny_2010pl.pdf
17. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, World Economic Outlook,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx>
18. New York Times, aktualizacja na podstawie danych BIS
<http://www.nytimes.com/interactive/2010/05/02/weekinreview/02marsh.html>
19. OECD 2008,
http://www.oecd.org/document/24/0,3746,en_2649_34323_35858776_1_1_1_1,00.html
20. OECD 2011, Economic Survey of Italy,
http://www.oecd.org/document/8/0,3746,en_2649_34327_47725832_1_1_1_1,00.html
21. Schneider F., Buehn A., Montenegro C.E.(2010), *Shadow Economies all over the World: New Estimates for 162 Countries from 1999 to 2007*,
http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/LatestResearch2010/SHADOWECONOMIES_June8_2010_FinalVersion.pdf
22. Sedillot R., *Moralna i niemoralna historia pieniądza*, W.A.B. Wydawnictwo 2002
23. Sustainable Government Indicators, <http://www.sgi-network.org/>
24. Transparency International,
http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/results
25. Wojciechowski W., 2008, *Co zrobić, aby więcej Polaków pracowało?*
http://www.for.org.pl/upload/File/raporty/Raport_co_zrobic_aby_wiecej_Polakow_pracowal_o_FINAL.pdf
26. Worldwide Governance Indicators , <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>
27. Yahoo finance, <http://finance.yahoo.com/>

Fundacja FOR (Forum Obywatelskiego Rozwoju)

Al. J.Ch. Szucha 2/4 lok. 20, 00-582 Warszawa

tel. +48 22 427 40 10, fax +48 22 213 37 85

e-mail: info@for.org.pl

www.for.org.pl