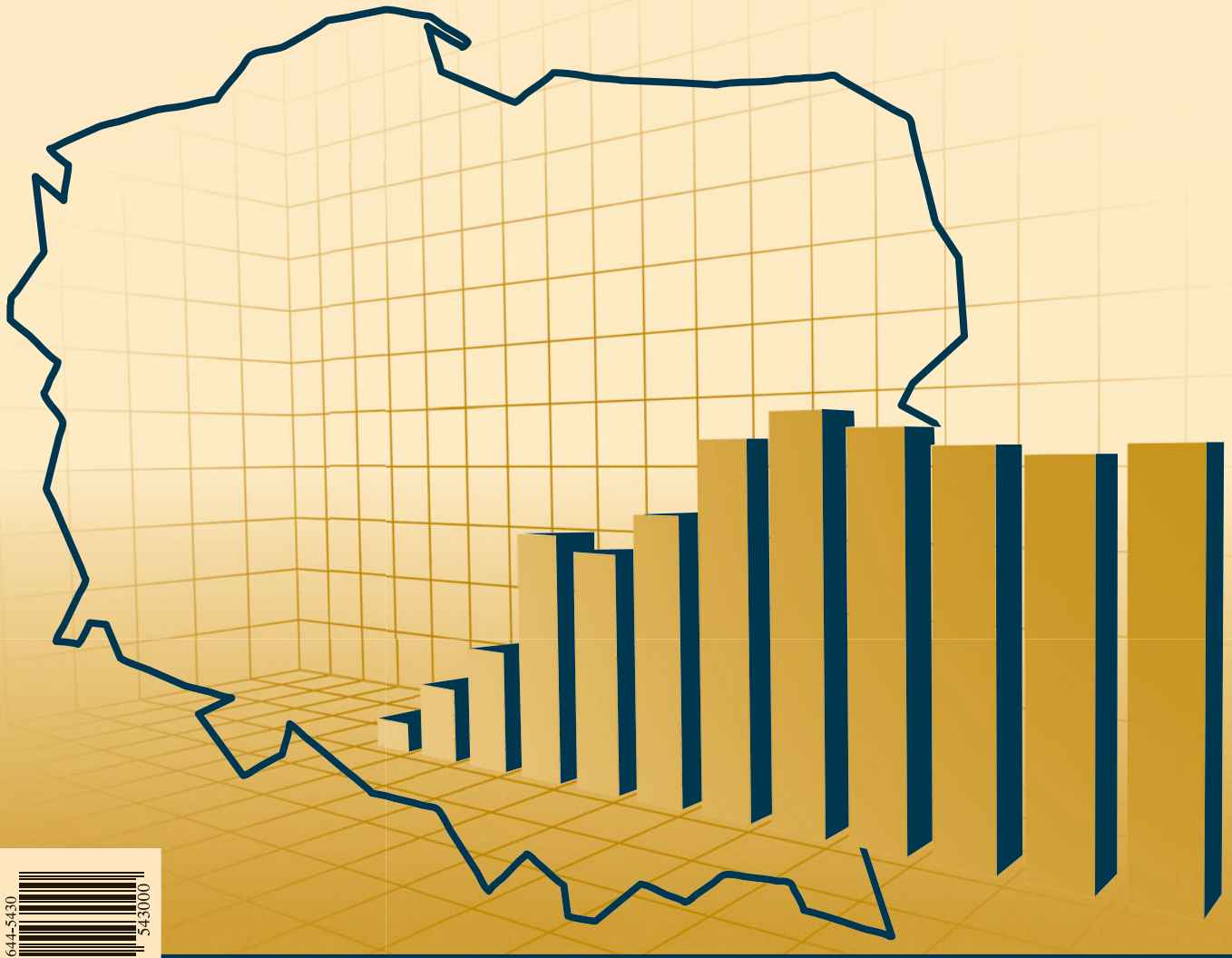
Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 20

MAJ 2012



ISSN 1644-5430

Warszawa

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 20 **MAJ 2012**

Warszawa

Raport „Gospodarka Polski – Prognozy i Opinie" maj 2012

(Numer został zamknięty 26 marca 2012 r.)

KOMITET REDAKCYJNY:
Krzysztof Bartosik (Redaktor Naczelny)
Łukasz Hardt
Joanna Kotowicz-Jawor
Stanisław Kubielas
Katarzyna Lada
Ignacy Morawski
Jerzy Mycielski
Magdalena Olender-Skorek
Lesław Pietrewicz
Urszula Skorupska (Sekretarz Redakcji)
Cezary Wójcik
Sylwia Zajączkowska-Jakimiak
Michał Zajfert

REDAKCJA:
Władysława Czech-Matuszewska

ISSN 1644–5430
© Copyright by Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, 2012

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

Realizacja wydawnicza:
Wydawnictwo Key Text sp. z o.o.
ul. Wolska 64 A, 01–134 Warszawa
tel. 022 632 11 36, 022 632 11 39, fax 212
www.keytext.com.pl
wydawnictwo@keytext.com.pl
Nakład 300 egz.

To już jest 20. wydanie *Raportu Gospodarka Polski. Prognozy i Opinie*. Pierwszy numer został opublikowany w połowie 2002 roku z inicjatywy prof. Zbigniewa Hockuby. Od tego czasu systematycznie dwa razy do roku, wiosną i jesienią, ukazują się kolejne wydania zawierające krótkookresowe prognozy i analizy sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Raport zawiera również analizy zarówno wybranych sektorów: gospodarstw domowych, rządowego, przedsiębiorstw, finansowego, jak i uwarunkowań międzynarodowych. Uzupełnieniem kolejnych wydań są towarzyszące im seminaria, poświęcone różnorodnym zagadnieniom, najczęściej skupiające się na najważniejszych bieżących problemach wzrostu gospodarczego.

Dekada Raportu była niewątpliwie bardzo ważna i interesująca dla polskiej gospodarki. W tym czasie miały m.in. miejsce dwa ważne wydarzenia istotnie wpływające na rozwój kraju. Pierwsze z nich to wejście do Unii Europejskiej, drugie – to światowy kryzys finansowy wywołany m.in. załamaniem się rynku kredytów subprime w USA. W wyniku wejścia do UE polska gospodarka przyspieszyła, spadło bezrobocie, napłynął strumień środków w ramach pomocy unijnej. Kryzys finansowy jeszcze się nie zakończył i wciąż wpływa na dynamikę bieżących procesów gospodarczych. Oba te wydarzenia, jak i wiele innych, były przedmiotem analiz zawartych w Raporcie.

Przypominając dekadę Raportu, nie można pominąć osób, które go tworzyły i tworzą. Zespół przygotowujący Raport stanowią ekonomiści z INE PAN, WNE UW i prywatnych instytucji bankowych. W ciągu dziesięciu lat trzon Zespołu był w miarę stabilny, choć zmieniali się jego członkowie i kierownictwo. Początkowo pracami nad przygotowaniem Raportu kierował prof. Andrzej Wojtnyna, później prof. Zbigniew Hockuba, ostatnimi czasy prof. Krzysztof Bartosik. Od samego początku stałym konsultantem jest prof. Joanna Kotowicz-Jawor.

Wchodząc w nowe dziesięciolecie publikowania Raportu, należy zauważyć, że rozpoczyna się ono w polskiej gospodarce pozytywnie, choć jednocześnie na horyzoncie widać wyraźnie pewne zagrożenia. W roku 2011 tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 4,3%, co należy uznać za dobry wynik, uwzględniając sytuację w otoczeniu zewnętrznym. Przyczyniły się do niego głównie inwestycje sektora publicznego finansowane ze środków pochodzących z UE oraz eksport netto. Dodatni wkład miała również konsumpcja i prywatne inwestycje. Ale pozytywne tendencje słabną. Trudna sytuacja na rynku pracy powoduje, że wyraźnie obniżyła się dynamika konsumpcji prywatnej, największego składnika PKB. Uległa pogorszeniu koniunktura w Niemczech, u naszego najważniejszego partnera handlowego. Złoty się wzmocnił i wygasają pozytywne efekty jego wcześniejszej deprecjacji. Konsolidacja finansów publicznych powinna wywrzeć w tym roku większy niż w ubiegłym wpływ na dynamikę PKB. Nie jest jasne, czy utrzyma się wysokie tempo inwestycji sektora publicznego i czy inwestycje prywatne zastąpią inwestycje sektora publicznego.

W roku 2012 oczekujemy spadku aktywności gospodarczej i obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Zakładamy również dalszy wzrost bezrobocia i obniżenie inflacji. Należy jednak zdawać sobie sprawę, że w obecnej sytuacji prognozy są obarczone sporą dozą niepewności, głównie za sprawą kryzysu zadłużenia w strefie euro. Nie jest bowiem jasne, jak ten kryzys się potoczy oraz jaki wpływ wywrze na sytuację gospodarczą Polski i całego świata.

Krzysztof Bartosik

SPIS TREŚCI

1.1. Streszczenie 6
1.2. Summary 8

2. Prognozy INE PAN – *Katarzyna Lada, Jerzy Mycielski* 10
2.1. Produkt krajowy brutto 10
2.2. Rynek pracy 13
2.3. Stopa procentowa i inflacja 14

3. Sytuacja makroekonomiczna – *Cezary Wójcik* 16

4. Sektor gospodarstw domowych – *Krzysztof Bartosik* 20
4.1. Konsumpcja 20
4.2. Wynagrodzenia 22
4.3. Bezrobocie 23

5. Sektor przedsiębiorstw 26
5.1. Wyniki finansowe i inwestycje przedsiębiorstw – *Magdalena Olender-Skorek* 26
5.2. Infrastruktura – *Magdalena Olender-Skorek, Michał Zajfert* 31

6. Sektor finansów publicznych – *Ignacy Morawski* 37

7. Sektor finansowy 42
7.1. Sektor bankowy – *Stanisław Kubielas* 42
7.2. Giełda – *Lesław Pietrewicz* 47

8. Uwarunkowania międzynarodowe – *Sylwia Zajączkowska-Jakimiak* 52

9. Polska w Unii Europejskiej. Ocena wykorzystania funduszy europejskich – *Łukasz Hardt* 59

10. Aneks 64
10.1. Metodologia generowania prognoz 64
10.2. Tabela statystyczna 65

1.1. STRESZCZENIE

PROGNOZY:

- Zgodnie z prognozami INE PAN w 2012 r. tempo wzrostu PKB będzie powoli spadać i w IV kwartale br. wyniesie 2,6%. W całym okresie prognozy popyt krajowy będzie rósł wolniej niż PKB, średnio o 0,5 pkt. proc. Dynamika eksportu wyniesie średnio w roku 7,4% i będzie wyższa od dynamiki importu o około 1,5 pkt. proc.
- W bieżącym roku nastąpi wyraźne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia będzie wyższa od ubiegłorocznej średnio o około 0,6 pkt. proc. Możemy spodziewać się jednak nieznacznego zwiększenia realnego tempa wzrostu wynagrodzeń.
- W roku 2012 będziemy obserwować stopniowy spadek stopy inflacji. Według ekspertów INE PAN, stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie 4,5%.
- Słabnie dynamika konsumpcji i zmniejsza się jej kontrybucja do wzrostu gospodarczego; tendencja ta zapowiada spowolnienie gospodarcze.
- W 2011 r. wzrósł odsetek upadłości firm w Polsce, z czego dużą część stanowiły przedsiębiorstwa z branży budowlanej; istnieją wyraźne przesłanki, że w 2012 r. sytuacja się powtórzy.
- Konsolidacja fiskalna na razie nie uderza wyraźnie we wzrost gospodarczy, ale wkrótce jej wpływ może być bardziej widoczny, gdyż wyczerpuje się arsenał środków oszczędnościowych neutralnych dla wzrostu PKB w krótkim okresie.

OPINIE:

- Wyższy od oczekiwań wzrost gospodarczy w 2011 roku – spowolnienie na horyzoncie.
- Stabilny eksport i import w całym 2011 roku.
- Wzrastająca inflacja.
- Wynagrodzenia realne wzrosły, lecz ich wzrost był najniższy od kilku lat.
- Sytuacja na rynku pracy jest najgorsza od początku kryzysu finansowego; utrzymuje się wysoka stopa bezrobocia, spada dynamika zatrudnienia i liczba oferowanych miejsc pracy, wydłuża się czas poszukiwania pracy.
- Narastająca przez lata nadpłynność finansowa przedsiębiorstw wreszcie powoli zaczyna się zmniejszać; niestety okazuje się, że przedsiębiorcy nie przeznaczają swoich nadwyżek finansowych na inwestycje, a na depozyty, papiery wartościowe i częściowo także na zakup materiałów (w obawie przed wzrostem ich cen).
- Pomimo dobrych wyników finansowych przedsiębiorcy obawiają się osłabienia koniunktury: maleje portfel nowych zamówień, ograniczeniu ulegają inwestycje publiczne, a utrzymanie popytu na dotychczasowym poziomie jest niepewne.
- W strukturze inwestycji polskich przedsiębiorstw dominują zakupy maszyn i urządzeń na cele modernizacyjne i odtworzeniowe; duże przedsiębiorstwa decydują się na inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych, nie są to jednak inwestycje o dużej skali.
- Rok 2011 przyniósł zmianę struktury zapasów i pogorszenie stopnia ich dopasowania, co przede wszystkim odczuli przedsiębiorcy zajmujący się handlem.
- Presja na rozbudowę infrastruktury telekomunikacyjnej staje się coraz silniejsza, co przy spadającej rentowności firm wymusza konieczność współpracy (czy też konsolidacji) operatorów telekomunikacyjnych.

- Nadchodzące Mistrzostwa Euro 2012 stały się silnym bodźcem rozwojowym polskiej infrastruktury transportowej, jednak postęp jej modernizacji przebiega różnie w poszczególnych gałęziach transportu.
- Unia Europejska wywiera coraz silniejszą presję na kierunki rozwoju polskiej energetyki, zwłaszcza na rezygnację z tej opartej na węglu.
- Monopolistyczna pozycja Rosji stanowi największą przeszkodę w dywersyfikacji dostaw surowców energetycznych.
- Strategia małych kroków na razie przynosi sukces – deficyt jest ograniczany bez systemowej reformy finansów publicznych choć w dłuższej perspektywie może być to trudne.
- Wiele wskazuje na to, że Polska może mieć podniesiony rating, choć kluczowym czynnikiem blokującym taki ruch jest duże ryzyko turbulencji na rynkach finansowych i ich wpływ na krajową gospodarkę.
- Dynamika aktywów banków wzrosła w 2011 r. stosunku do roku poprzedniego. Oprócz instrumentów dłużnych w 2011 r. większą rolę zaczął odgrywać kredyt, zwłaszcza kredyt dla przedsiębiorstw. W kredycie dla gospodarstw domowych nadal dominował kredyt mieszkaniowy, przy silnym wyhamowaniu kredytu konsumpcyjnego.
- Wynik finansowy sektora bankowego jest największy od początku transformacji i powstania banków komercyjnych w Polsce. Podwyżki stóp procentowych pomogły w zwiększeniu wyniku odsetkowego, a dobra koniunktura w zwiększeniu akcji kredytowej oraz zmniejszeniu odpisów na rezerwy. Pozwoliło to na poprawę efektywności sektora i wzmocnienie bazy kapitałowej.
- Najważniejszym wydarzeniem roku 2011 na rynkach kapitałowych, włączając GPW, było sierpniowe załamanie indeksów.
- Rozwój rynku NewConnect wszedł w fazę będącą odpowiednikiem przeinwestowania w przedsiębiorstwach.
- Pozytywnie należy ocenić rozwój rynku obligacji Catalyst. Stanowi on coraz bardziej istotną konkurencję dla kredytu bankowego.
- Sytuacja w strefie euro jest w dużej mierze odpowiedzialna zarówno za aktualne pogorszenie kondycji gospodarki światowej, jak również za słabe perspektywy jej rozwoju.
- Działania podjęte w minionym roku pozwoliły na złagodzenie napięć w krótkim okresie, ale nie usunięto źródła problemów w strefie euro. Nadal istnieje ryzyko wystąpienia kolejnej fali kryzysu.
- Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki jest źródłem niepewności perspektyw jej rozwoju. Tendencje zachodzące za granicą oddziaływają w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce.
- Ryzyko niewykorzystania przez Polskę funduszy UE właściwie nie występuje.
- Wysoki poziom wykorzystania funduszy UE nie oznacza, iż są to środki wykorzystywane efektywnie i w możliwie najwyższy sposób stymulujące rozwój gospodarki. System wdrażania programów europejskich zdecydowanie zbyt mocno premiuje szybkie wydatkowanie środków finansowych kosztem koncentracji na projektach potencjalnie najbardziej prorozwojowych.
- Błędem jest utożsamianie prorozwojowego charakteru interwencji finansowanych ze środków UE z ich krótkookresowym, pozytywnym oddziaływaniem na poziom PKB. Za wydatki par excellence rozwojowe powinny być uznawane te, które budują fundamenty długookresowego wzrostu polskiej gospodarki.

1.2. SUMMARY

FORECASTS:

- According to INE PAN forecasts, in 2012 the growth rate of GDP will deteriorate slowly and in the fourth quarter will amount to 2.6%. In the forecast period, the growth rate of domestic demand will be lower than the GDP growth rate on average by 0.5 percentage points. The average annual dynamics of exports will amount to 7.4% and will be higher than the dynamics of imports by circa 1.5 percentage points.
- In the current year a noticeable deterioration in the labor market will occur. The unemployment rate will be on average higher than last year by about 0.6 percentage points. Nevertheless, a slight increase in real growth of wages can be expected.
- In 2012 inflation will fall gradually. According to INE PAN experts, interest rates will remain unchanged at 4.5%.
- The dynamics of consumption has been slowing and its contribution to economic growth has been decreasing. These tendencies suggest forthcoming economic slowdown.
- Bankruptcy rate increased in 2011, fueled mainly by construction enterprises. There are grounds to believe that the trend will continue in 2012.
- Fiscal consolidation has not harmed GDP growth so far, but this year its impact may increase.

OPINIONS:

- Stronger than expected GDP growth in 2011 – slowdown in sight.
- Stable exports and imports during the whole 2011.
- Increasing inflation.
- Real wages have increased, but their dynamics has been the weakest for a few years.
- Labor market situation is the worst since the beginning of the financial crisis; unemployment rate remains high, dynamics of employment and number of vacancies have decreased, job searching time has lengthened.
- Excess liquidity of Polish enterprises has finally started to decrease. Unfortunately, enterprises are not increasing investment expenditures, but put the cash into bank deposits, securities and purchases of raw materials (out of fear of their price increases).
- Despite good financial results, enterprises are afraid of an economic slowdown; new orders are decreasing, public investments are shrinking, hence maintaining the current level of demand is uncertain.
- Purchases of machines and equipment for modernization and reconstruction dominate the structure of investment expenditures; only large enterprises are investing in production capacity, but the scale of such investments is limited.
- In 2011 stock structure changed and its adjustment deteriorated, mainly in trade enterprises.
- The external pressure on development of telecom infrastructure has increased; this, in conjunction with the falling profitability of telecoms, forces them to cooperate or merge.
- The coming Euro Cup 2012 provided a strong stimulus to the development of transport infrastructure in Poland. Nonetheless, achieved progress differs between branches of transport.
- European Union has strengthened its pressure on the choice of directions for the development of energy production in Poland, and particularly on resignation from basing it on coal.
- The monopolistic position of Russia poses the greatest obstacle to the diversification of fossil fuels supply to Poland.

- Small steps strategy in reforming the budget has been successful so far – the deficit is falling substantially without any deep and fundamental reforms; but in the long term it will be difficult to continue this strategy and public finances may require deeper changes.
- There are arguments in favor of higher rating for Poland, but the key obstacle is the risk of further financial turbulence in Europe, which could undermine Polish economy.
- The dynamics of banking assets in 2011 has increased in comparison to the previous year. Apart from the debt instruments, the major role was played by lending, in particular corporate loans. Household loans were still dominated by mortgage, with strongly shrinking consumer finance.
- The profit of the banking sector is the largest since the beginning of the transformation and establishment of commercial banking in Poland. Interest rate rises contributed to increasing interest outcome, and economic growth stimulated credit expansion and reducing provisions on reserves. This allowed the banking sector to improve its efficiency indicators and strengthen the capital base.
- The August's deep decline of market indexes around the world was the most important event on the global financial markets scene last year.
- The development of the NewConnect market reached the phase equivalent to overinvestment in corporations.
- The development of Catalyst, the WSE's bond market, should be evaluated very favorably. It is becoming more and more competitive against the bank credit.
- The situation in the euro zone is responsible for both current deterioration of the condition of the global economy and its poor prospects for development.
- Actions taken last year reduced tensions in the short term, but the sources of the euro zone problems remained. The risk of a new wave of the crisis is still present.
- External environment of the Polish economy introduces uncertainty to its prospects for development. External trends have adverse effects on economic activity in Poland.
- There is no risk of not absorbing EU funds for operational programs in Poland.
- High level of EU funds absorption in Poland does not necessarily mean that they are utilized effectively. We observe a growing number of arguments suggesting that the administrative system of their implementation puts too much emphasis on the speed rather than effectiveness of absorption.
- The fact that EU-funded programs positively stimulate the GDP in the short run is not sufficient for claiming that these funds serve as mechanisms for building long-run competitiveness of Polish economy.

Katarzyna Lada[*]
Jerzy Mycielski[**]

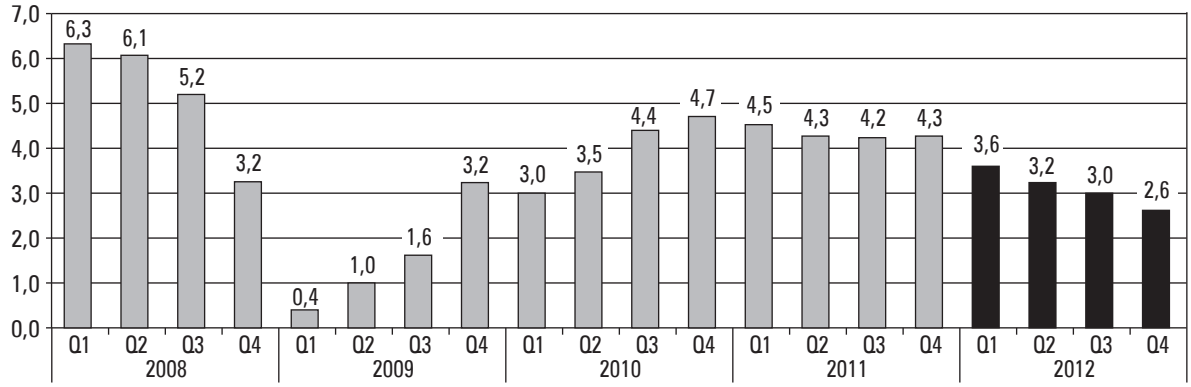
2. PROGNOZY INE PAN

2.1. PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

Zgodnie z prognozami INE PAN w 2012 r. tempo wzrostu PKB będzie powoli spadać i w IV kwartale br. wyniesie 2,6%. W całym okresie prognozy popyt krajowy będzie rósł wolniej niż PKB, średnio o 0,5 pkt. proc. Dynamika eksportu wyniesie średnio w roku 7,4% i będzie wyższa od dynamiki importu o około 1,5 pkt. proc.

Zgodnie z wynikami modelu prognostycznego INE PAN w bieżącym roku należy spodziewać się spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Przewidujemy, że już I kwartale br. nastąpił spadek tempa wzrostu PKB do poziomu około 3,6%. W kolejnych kwartałach będziemy obserwować dalsze spadki: w II kw. PKB wzrośnie realnie o 3,2%, w III – o 3%, natomiast w IV kw. br. nastąpi wzrost PKB jedynie o 2,6%.

Rysunek 2.1. **Tempo wzrostu PKB**[a]



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Bieżący rok przyniesie również dalszy spadek tempa wzrostu popytu krajowego, przy czym nastąpi niejako odwrócenie obserwowanych w 2011 r. tendencji dotyczących składowych popytu: spożycia i inwestycji. Według prognoz Instytutu, w 2012 r. nastąpi spadek tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, natomiast spożycie – mimo spadku w I kw. br. – w kolejnych kwartałach odnotuje stopniowy wzrost dynamiki realnej.

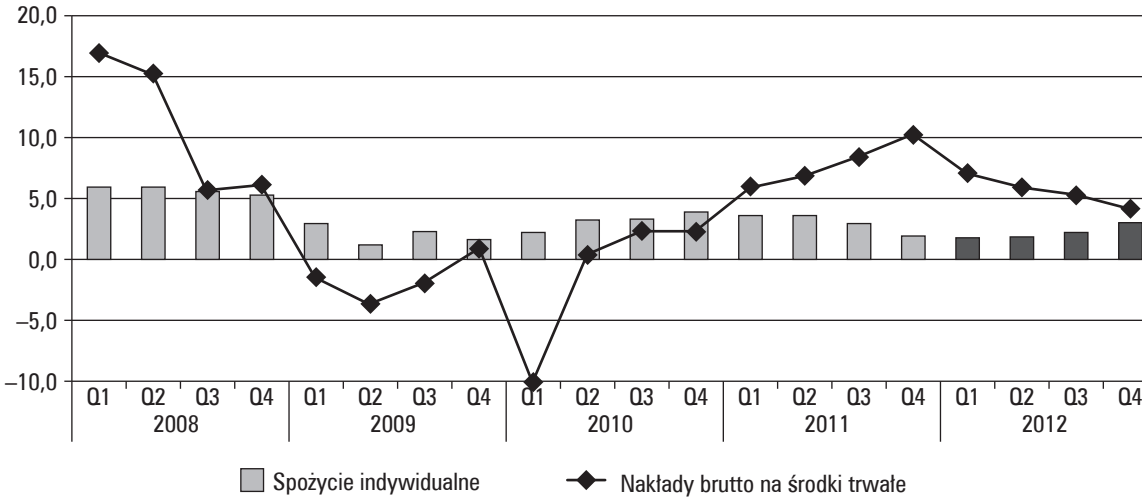
[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.
[**] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

W opinii ekspertów INE PAN, w bieżącym roku należy spodziewać się powolnego spadku tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Zgodnie z szacunkami w I kw. br. nakłady wzrosły realnie o 7%. W kolejnych kwartałach roku przewidujemy coraz mniejsze przyrosty tej kategorii popytu. W II kwartale nakłady powinny wzrosnąć o 5,9%, w III – o 5,3%, natomiast w IV kw. o niespełna 4,2%. W efekcie średnioroczny realny wzrost nakładów brutto na środki trwałe w całym 2012 r. wyniesie około 5,6%.

Nieco inny scenariusz przewidujemy dla spożycia, którego tempo wzrostu spadło wprawdzie znacznie w I kwartale i wyniosło 1,8% (zarówno spożycie ogółem, jak i indywidualne), natomiast w kolejnych kwartałach br. tempo to stopniowo powinno się odradzać. W II kw. br. spożycie ogółem powinno wzrosnąć realnie o 1,8%, z czego tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniesie 2%. W drugiej połowie roku różnica dynamik spożycia ogółem i indywidualnego będzie jeszcze większa, co wiąże się z przewidywaniem wzrostu dynamiki spożycia publicznego. Dokładniej prognozujemy, że w III i IV kw. nastąpi realny wzrost spożycia ogółem odpowiednio o 2,1% i 2,7%, a spożycia indywidualnego o 2,3% i 3%. Podsumowując, w bieżącym roku spożycie ogółem powinno wzrosnąć realnie o 2,1%, a spożycie indywidualne o 2,3%.

Powyżej opisane tendencje przełożą się na stopniowy spadek tempa wzrostu popytu krajowego, jaki będziemy obserwować w kolejnych kwartałach 2012 roku. Szacujemy, że w I kw. nastąpił realny wzrost popytu o 3,3%. W kolejnych kwartałach roku popyt będzie rósł coraz wolniej – o 3,2% w II kw., 2,4% w III kw. oraz o 2,1% w IV kwartale. W rezultacie w całym 2012 r. nastąpi realny wzrost popytu krajowego o 2,6%, czyli będzie to wzrost o ponad 0,5 pkt. proc. mniejszy niż przewidywany wzrost PKB.

Rysunek 2.2. **Tempo wzrostu spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe[a]**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Z prognozowanym spadkiem dynamiki popytu krajowego wiąże się prognoza słabnącego tempa wzrostu importu. Szacujemy, że w I kw. 2012 r. import wzrósł realnie o 6,5%, a w kolejnych kwartałach będzie następować sukcesywny spadek tego tempa. W efekcie na koniec roku powinniśmy spodziewać się tempa wzrostu importu na poziomie około 5,6%. Eksport będzie wzrastać szybciej niż import w całym okresie prognozy, niemniej jednak tutaj także odnotujemy umiarkowany spadek tempa wzrostu. Według szacunków INE PAN, eksport wzrósł w I kw. br. realnie o 8%. W kolejnych dwóch kwartałach wzrost ten powinien się obniżyć do poziomu 7,3%, a w IV kw. – do 7,1%. Z prognoz wynika zatem, że wkład eksportu netto we wzroście PKB pozostanie dodatni przez cały bieżący rok.

Tabela 2.1. **Tempo wzrostu produktu krajowego brutto i jego determinanty**

Rok/Kwartał		Spożycie indywidualne[a]	Nakłady brutto na środki trwałe[a]	Popyt krajowy[a]	PKB[a]	Export[b]	Import[b]
2009	I	3,0	–1,4	–1,8	0,4	–11,8	–15,7
	II	1,2	–3,7	–2,6	1,0	–10,8	–17,9
	III	2,3	–1,9	–1,3	1,6	–6,6	–12,4
	IV	1,7	0,8	1,1	3,2	2,2	–3,4
2010	I	2,3	–10,2	2,4	3,0	11,3	9,7
	II	3,2	0,5	4,5	3,5	17,0	19,8
	III	3,4	2,3	5,1	4,4	10,7	12,3
	IV	4,0	2,2	6,3	4,7	9,6	13,8
2011	I	3,7	5,9	4,4	4,5	9,2	8,8
	II	3,6	6,9	4,3	4,3	4,4	4,5
	III	3,0	8,5	3,2	4,2	7,7	5,2
	IV	2,0	10,3	3,3	4,3	8,0	5,3
2012	**I***	**1,8**	**7,0**	**3,2**	**3,6**	**8,0**	**6,5**
	II*	**2,0**	**5,9**	**2,8**	**3,2**	**7,3**	**6,2**
	III*	**2,3**	**5,3**	**2,4**	**3,0**	**7,3**	**5,9**
	IV*	**3,0**	**4,2**	**2,1**	**2,6**	**7,1**	**5,6**

[a] W wyrażeniu realnym, kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; [b] Wolumen; * Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

W bieżącym roku tempo wzrostu produkcji przemysłowej powinno utrzymać się na stosunkowo niskim – w porównaniu z poprzednimi dwoma latami – ale stabilnym poziomie około 6%. Przewidujemy delikatną tendencję spadkową, przy czym najsilniejszy spadek powinniśmy zaobserwować w pierwszej połowie roku. Z poziomu 7% w I kw. tempo wzrostu produkcji przemysłowej powinno spaść w II kw. do około 6,1%. W drugiej połowie roku poziom ten powinien się utrzymać – prognozujemy, że w III i IV kw. realne tempo wzrostu produkcji przemysłowej wyniesie 6%.

Tabela 2.2. **Tempo wzrostu produkcji przemysłowej w latach 2009–2012**

Rok/Kwartał		Produkcja sprzedana przemysłu
2009	I	–10,0
	II	–6,7
	III	–1,3
	IV	5,5
2010	I	9,5
	II	11,6
	III	10,8
	IV	7,5
2011	I	9,1
	II	5,8
	III	6,1
	IV	9,7
2012	**I***	**7,0**
	II*	**6,1**
	III*	**6,0**
	IV*	**6,0**

* Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

2.2. RYNEK PRACY

W bieżącym roku nastąpi wyraźne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia będzie wyższa od ubiegłorocznej średnio o około 0,6 pkt. proc. Możemy spodziewać się jednak nieznacznego zwiększenia realnego tempa wzrostu wynagrodzeń.

Prognozy INE PAN dotyczące poziomu bezrobocia w 2012 r. pokazują, iż nastąpi znaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Szacujemy, że już w I kw. br. miał miejsce wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do poziomu 13,5%, a według BAEL – 10,6%. Po części wzrost ten wynika z czynników sezonowych, nie mniej jednak w znacznej mierze jest to spowodowane słabnącym popytem na pracę i zwiększającą się podażą pracy. W kolejnych dwóch kwartałach czynnik sezonowy nie wywiera silnego negatywnego wpływu na wielkość stopy bezrobocia. Zgodnie w wynikami prac modelowych, przewidujemy, że II i III kw. br. stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie około 12,5%, a stopa według BAEL wyniesie około 10%. W IV kw. tradycyjnie czynniki sezonowe znów wpływają znacznie na wielkość bezrobocia w Polsce, stąd prognozy INE PAN sugerują wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do poziomu około 13,2% w tym okresie, a według BAEL do około 10,2%. Powyższe wyliczenia sugerują, że w całym roku 2012 stopa bezrobocia (zarówno rejestrowanego jak i według BAEL) będzie wyższa o ponad 0,5 pkt. proc. od notowanej w ubiegłym roku.

Nieco lepiej przedstawia się prognoza dotycząca realnego wzrostu wynagrodzeń. Zgodnie z szacunkami, w I kw. br. nastąpił realny wzrost wynagrodzeń o 1,9%. W kolejnych kwartałach br. powinniśmy obserwować wzrosty przekraczające 2%. Z wyliczeń modelu wynika, że w II i III kw. nastąpi realny wzrost wynagrodzeń o 2,4%, natomiast w ostatnim kwartale roku wzrost ten wyniesie 2,2%.

Tabela 2.3. **Stopa bezrobocia i realne tempo wynagrodzeń w latach 2009–2012 (w %)**

Rok/Kwartał		Stopa bezrobocia wg BAEL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	Wynagrodzenia realne[a]
2009	I	8,3	11,1	3,7
	II	7,9	10,6	0,9
	III	8,1	10,9	1,5
	IV	8,5	12,1	1,4
2010	I	10,6	13,0	1,1
	II	9,5	11,7	1,5
	III	9,1	11,5	0,8
	IV	9,3	12,4	3,2
2011	I	10,0	13,3	0,8
	II	9,5	11,9	0,9
	III	9,3	11,8	2,5
	IV	9,7	12,5	–0,1
2012	**I***	**10,6**	**13,5**	**1,9**
	II*	**10,0**	**12,6**	**2,4**
	III*	**10,0**	**12,5**	**2,4**
	IV*	**10,2**	**13,2**	**2,2**

[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; * Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

2.3. STOPA PROCENTOWA I INFLACJA

W roku 2012 będziemy obserwować stopniowy spadek stopy inflacji. Według ekspertów INE PAN, stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie 4,5%.

Zgodnie z przewidywaniami Instytutu w 2012 r. powinno dojść do znacznej redukcji inflacji mierzonej wskaźnikiem cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Z poziomu 4,2% w I kw. roku nastąpi w II kw. istotny spadek inflacji do poziomu 3,3%. Druga połowa roku przyniesie względną stabilizację wskaźnika na poziomie około 3%, z możliwością nieznacznego odbicia w górę pod koniec roku.

Nie przewidujemy zmian stóp procentowych w tym roku. Zgodnie z wiedzą ekspercką przewidujemy, że w 2012 r. Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

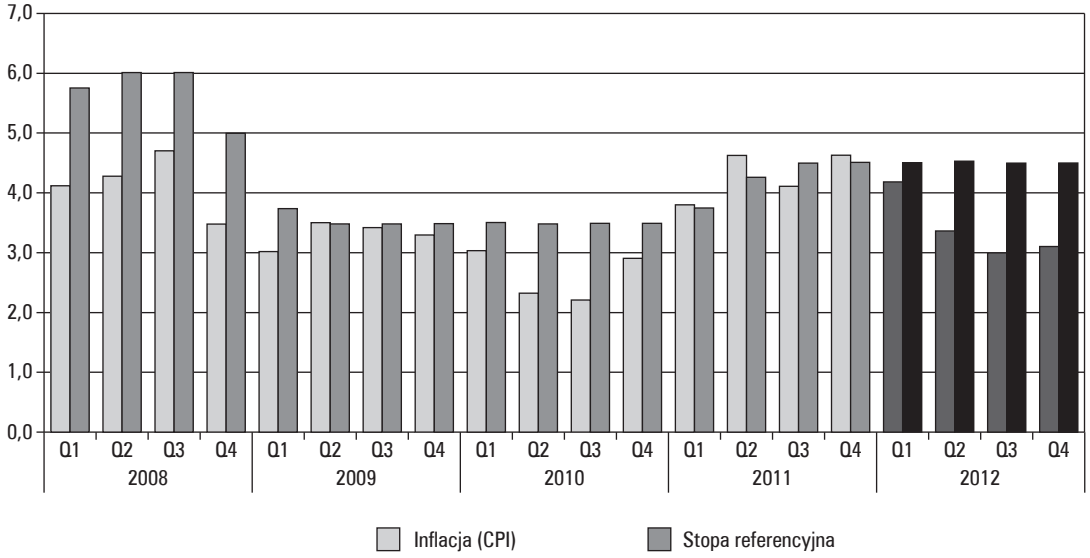
Tabela 2.4. **Inflacja i stopa procentowa w latach 2009–2012 (w %)**

Rok/Kwartał		Inflacja[a]	Stopa referencyjna[b]
2008	I	4,1	5,75
	II	4,3	6,00
	III	4,7	6,00
	IV	3,5	5,00
2009	I	3,0	3,75
	II	3,5	3,50
	III	3,4	3,50
	IV	3,3	3,50
2010	I	3,0	3,50
	II	2,3	3,50
	III	2,2	3,50
	IV	2,9	3,50
2011	I	3,8	3,75
	II	4,6	4,25
	III	4,1	4,50
	IV	4,6	4,50
2012	**I***	**4,2**	**4,50**
	II*	**3,3**	**4,50**
	III*	**3,0**	**4,50**
	IV*	**3,1**	**4,50**

[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; [b] Na koniec kwartału;
* Szacunek ekspercki.

Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

Rysunek 2.3. **Inflacja i stopa procentowa (w %)**



Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

***

Z prognoz INE PAN wynika, że w 2012 r. nastąpi w Polsce umiarkowane spowolnienie procesów gospodarczych. Średnioroczne realne tempo wzrostu PKB wyniesie 3,1%, przy czym kwartalne tempo wzrostu spadnie pod koniec roku do poziomu 2,6%.

W całym okresie prognozy będziemy obserwować słabnące tempo wzrostu popytu krajowego i cały czas pozostanie ono niższe od tempa wzrostu PKB. Średnio w roku popyt krajowy wzrośnie o około 2,6%. Najbardziej niepokojący dla perspektyw długookresowego wzrostu gospodarczego jest prognozowany spadek dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Szacowany 7% realny wzrost nakładów w I kw. spadnie do poziomu niewiele ponad 4% w IV kw. 2012 roku. W efekcie średnioroczny wzrost tej kategorii popytu krajowego wyniesie około 5,6%. Tempo wzrostu spożycia ogółem, po dość gwałtownym spadku do poziomu około 1,8% w I kw., powinno powoli wzrastać w kolejnych kwartałach i w IV kw. wynieść ponad 2,7%. Średnio w całym 2012 r. powinien nastąpić wzrost spożycia ogółem o 2,1%, w tym spożycia indywidualnego – o 2,3%.

Eksport netto będzie miał dodatni wpływ na wzrost PKB w całym okresie prognozy. Zgodnie w wyliczeniami modelu w 2012 r. eksport wzrośnie realnie o 7,4%, a import o około 6%.

Dość znacznie pogorszy się sytuacja na rynku pracy. Nastąpi wzrost stopy bezrobocia zarówno rejestrowanego, jak i według BAEL. Na koniec br. roku stopa bezrobocia rejestrowanego będzie o 0,7 pkt. proc. wyższa niż w analogicznym okresie 2011 r. i wyniesie 13,2%. Natomiast stopa bezrobocia według BAEL wyniesie 10,2% i będzie wyższa o 0,5 pkt. proc. niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jako pozytywny przejaw procesów na rynku pracy należy podkreślić przewidywane wyższe realne tempo wzrostu wynagrodzeń, które wyniesie średnio w roku około 2,2%.

Przewidujemy stopniowy spadek inflacji do poziomu około 3% w drugiej połowie roku. W roku 2012 stopy procentowe pozostaną bez zmian na poziomie 4,50%.

Cezary Wójcik[*]

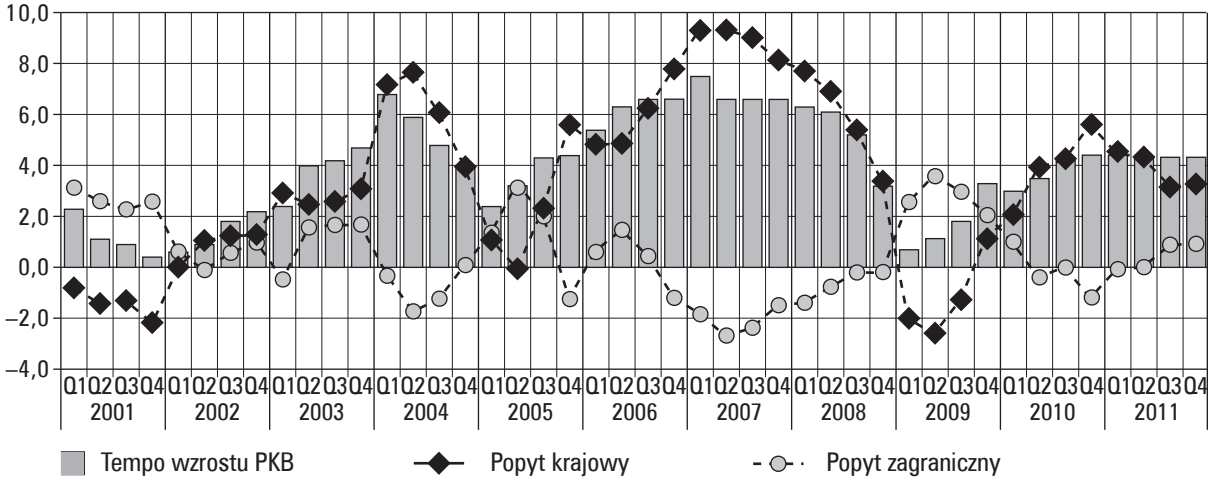
3. SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Wyższy od oczekiwań wzrost gospodarczy w 2011 roku – spowolnienie na horyzoncie.

Według wstępnych danych w 2011 r. produkt krajowy brutto (PKB) wzrósł o 4,3%, co oznacza lekkie przyśpieszenie dynamiki wzrostu gospodarczego w porównaniu z całym 2010 rokiem, kiedy PKB zwiększył się o 3,9%. Tempo wzrostu gospodarczego w ciągu wszystkich kwartałów 2011 r. było stabilne. Po wzroście PKB w I i II kwartale roku odpowiednio o 4,5% i 4,3%, w III kwartale wzrost produktu krajowego brutto wyniósł 4,2%, a w IV – 4,3%. Oceniając sytuację gospodarczą w 2011 r., należy mieć na uwadze zawirowania na globalnych rynkach finansowych oraz przeciągający się kryzys zadłużeniowy w Europie. Patrząc przez ten pryzmat, wyniki osiągnięte w 2011 r. należy uznać za bardzo dobre. Niewątpliwie wyniki te były lepsze od oczekiwań, zwłaszcza jeżeli chodzi o drugą połowę roku, kiedy spodziewano się wyhamowania dynamiki PKB podążającego w rytmie spowolnienia w Europie. Pierwsze miesiące 2012 r. wskazują jednak, że w bieżącym roku tempo wzrostu będzie jednak niższe niż w roku minionym. Oczekuje się kontynuacji tendencji recesyjnych w strefie euro, które w końcu – choć z pewnym opóźnieniem – odbiją się na sytuacji Polski.

Analizując źródła wzrostu gospodarczego w 2011 r. od strony popytowej, przede wszystkim warto zwrócić uwagę na słabnącą dynamikę popytu krajowego. W pierwszej połowie roku popyt krajowy rósł w tempie około 4,4–4,3%, podczas gdy w drugiej połowie roku tempo to obniżyło się o około 1 pkt proc., do około 3,2–3,3%. Na tę tendencję poważny wpływ miało wyhamowanie tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Dynamika tej kategorii popytu obniżyła się z 3,7% i 3,6% w I i II kwartale roku do 3,0% i 2,0% w III i IV kwartale. Przyczyną tego spowolnienia było w znacznej mierze osłabienie tempa wzrostu wynagrodzeń realnych, przede wszystkim na skutek wyższej niż oczekiwano inflacji. Niższa dynamika wzrostu miała także miejsce w segmencie świadczeń społecznych. Nie bez znaczenia był także stopniowy wzrost stopy bezrobocia, wynikający w części z przyrostu liczby osób aktywnych zawodowo, z których część nie zdołała zdobyć zatrudnienia na rynku pracy. Pogorszenie sytuacji na rynku pracy wpłynęło z kolei negatywnie na nastroje konsumenckie.

Rysunek 3.1. **Tempo wzrostu PKB i jego determinanty**[a]



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

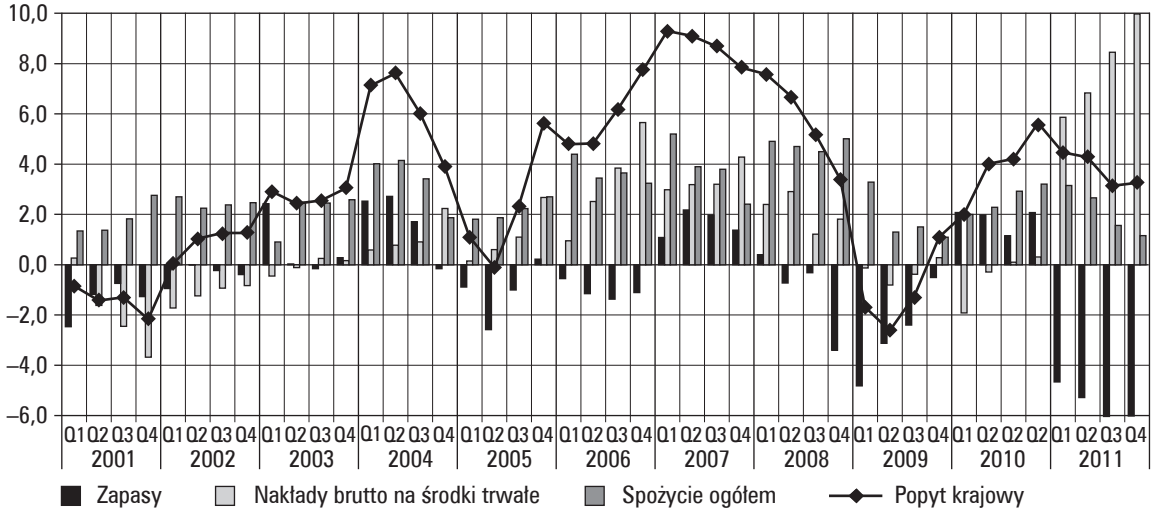
[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Inaczej niż to było w przypadku spożycia indywidualnego, w 2011 r. cieszył wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Podczas gdy jeszcze w 2010 r. mieliśmy do czynienia z obniżeniem się nakładów brutto na środki trwałe, w roku 2011 nastąpił wzrost tych nakładów o 8,7%. Co więcej, w ciągu roku obecny był stały trend wzrostowy. W I i II kwartale 2011 r. nakłady brutto na środki trwałe wzrastały w tempie 5,9% i 6,9%, a w III i IV – odpowiednio 8,5% i 10,3%. Niewątpliwie zatem przedsiębiorcy nie przestraszyli się zapowiedzi o nadejściu drugiej fali globalnego kryzysu. Inwestował także silnie sektor publiczny, realizując inwestycji finansowane z UE oraz te związane z EURO2012. Oczekuje się, że w 2012 r. dynamika inwestycji publicznych spadnie do zera (co oznacza, że nakłady ustabilizują się na poziomie zbliżonym do 2011 r.). Może to w rezultacie przełożyć się na spowolnienie wzrostu gospodarczego, zwłaszcza gdyby spożycie indywidualne nadal wykazywało tendencję spadkową, a inwestycje prywatne nie przyśpieszyły istotnie, co mogłoby skompensować stagnację w dynamice inwestycji publicznych.

Stabilny eksport i import w całym 2011 roku.

W roku 2011 mieliśmy do czynienia ze stabilizacją sytuacji w handlu zagranicznym. W całym roku 2011 eksport wzrósł o 7,3%. Choć oznaczało to spowolnienie w porównaniu do 2010 r., kiedy eksport wzrastał w tempie 12%, wynik za rok ubiegły należy uznać na dobry. Tempo wzrostu eksportu było relatywnie stabilne w ciągu roku, z pewnym wahnięciem w okresie letnim, wynikającym prawdopodobnie z opóźnionego efektu wzmocnienia kursu złotego na przełomie lat 2010 i 2011. Podczas gdy w I kwartale eksport wrastał o 9,2%, w II było to zaledwie 4,4%. W kwartałach III i IV sytuacja się ponownie ustabilizowała i tempo wzrostu powróciło do poziomu odpowiednio 7,7% i 8,0%. Dobra sytuacja naszych eksporterów wynikała z dwóch wzajemnie na siebie oddziałujących czynników: silnego wzrostu gospodarczego w Niemczech oraz niskiego przez cały czas kursu złotego. Import również był stabilny, choć w ciągu roku wykazywał tendencję spadkową, prawdopodobnie wynikającą ze spowolnienia spożycia wewnętrznego oraz relacji kursowych. Podczas gdy w I kwartale tempo wzrostu importu wyniosło 8,8%, w kolejnych kwartałach było to odpowiednio 4,5%, 5,2% i 5,3%. Średni wzrost kwartalny za cały rok wyniósł zatem 6%, a pamiętajmy, że w całym 2010 r. tempo wzrostu importu wyniosło 13,9%.

Rysunek 3.2. **Tempo popytu krajowego i jego determinanty[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

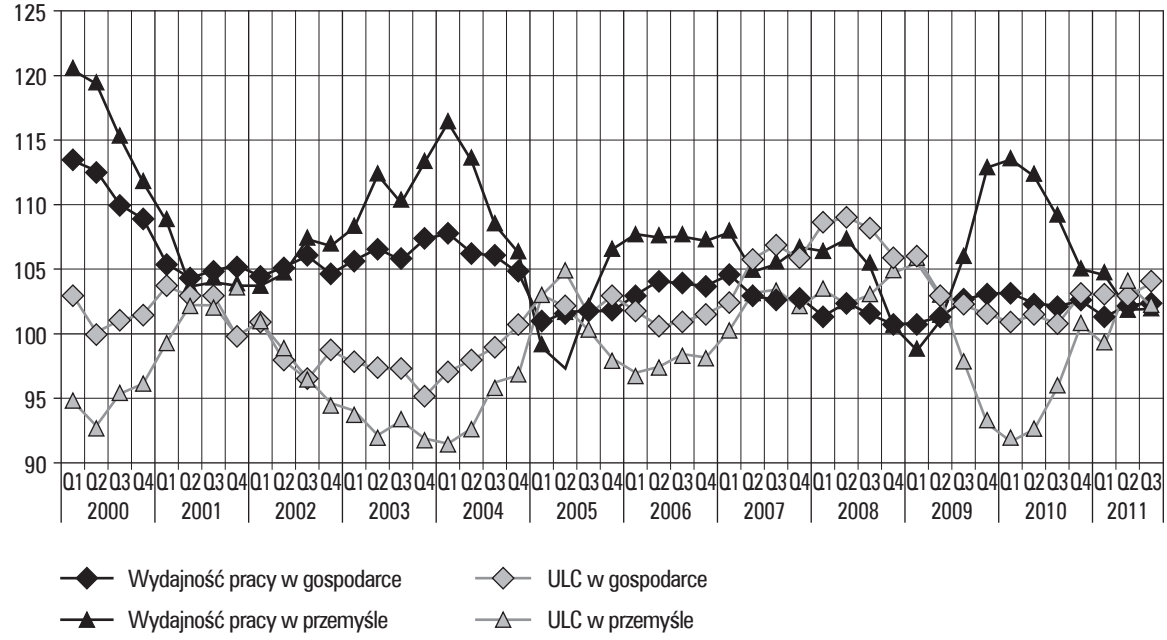
W wyniku obserwowanych trendów deficyt obrotów bieżących w roku 2011 w niewielkim stopniu się obniżył zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB. W wyrażeniu nominalnym w złotych deficyt obrotów bieżących spadł z około 66 mld zł w 2010 r. do około 63 mld zł w ub. roku. W konsekwencji w relacji do PKB deficyt obniżył sie z około 4,6% PKB do około 4,2% PKB. Obserwowana poprawa zewnętrznego deficytu Polski stanowi pozytywny element oceny sytuacji

gospodarczej kraju i jest niewątpliwie jedną z przyczyn dobrej kondycji złotego w pierwszych miesiącach bieżącego roku. W roku 2012 oczekuje się stabilizacji lub ponownie lekkiego obniżenia deficytu obrotów bieżących – ostateczny wynik będzie zależał od kształtowania się wzrostu gospodarczego w Polsce w relacji do naszych partnerów handlowych oraz kształtowania kursu złotego.

Obserwowane w 2011 r. i na początku 2012 r. zmiany aktywności przedsiębiorstw w zakresie handlu zagranicznego miały miejsce w sytuacji dość znacznych wahań kursu, zauważalnych zwłaszcza w drugiej połowie roku. Kurs PLN/EURO w styczniu 2011 r. kształtował się na poziomie 3,85−4,0 i utrzymywał się na zbliżonym poziomie aż do lata. Gdy w sierpniu 2011 r. nieoczekiwanie został obniżony rating USA, a w kolejnych miesiącach zaognił się ponownie kryzys zadłużeniowy w Europie, złoty zaczął systematycznie tracić. Już pod koniec sierpnia ub. roku kurs osłabił się do 4,15 złotego za euro, by w połowie grudniu osiągnąć poziom 4,5−4,6 zł. W sumie więc w całym roku 2011 mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotówki o około 10%. Podobnie sytuacja złotego kształtowała się w relacji do dolara amerykańskiego. Podczas gdy w styczniu za dolara płacono nawet 2,96 zł, to w połowie grudnia było to około 3,5 zł − w sumie więc osłabienie o niemal 15%. Trend ten odwrócił się w pierwszych dniach i miesiącach 2012 roku. W połowie marca euro kosztowało około 4,10 zł, a dolar około 3,10 zł – nastąpiło więc dość znaczne wzmocnienie krajowej waluty. Wynikało ono w przeważającej mierze z uspokojenia sytuacji na rynkach zagranicznych, w tym w Europie. Obserwowane w ostatnim okresie zmiany kursu walutowego będą miały wpływ na tendencje w zakresie płatniczej pozycji Polski w nadchodzących miesiącach. Osłabienie z ostatniego kwartału 2011 r. będzie pozytywnie oddziaływać na eksport netto przez następne 1−2 kwartały, podczas gdy ostatnie wzmocnienie złotego (jeżeli okaże się trwałe) będzie hamowało sprzedaż na eksport w drugiej połowie roku – wahania kursu mają bowiem działanie opóźnione w stosunku do handlu o 1−2 kwartały. Należy przy tym zauważyć, że wartość złotego niesie też skutki mikroekonomiczne dla osób posiadających kredyty denominowane w walutach obcych oraz dla procesów inflacyjnych.

Analiza wzrostu gospodarczego od strony fundamentów mikroekonomicznych wskazuje na osłabienie tempa wzrostu wydajności pracy w ostatnim okresie, zwłaszcza w przemyśle. Przy odnotowanym w tym okresie wzroście płac, jakkolwiek słabnącym, oznaczało to wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wzrost ten, z punktu widzenia konkurencyjności na rynkach zagranicznych, był w pewnym stopniu amortyzowany osłabieniem złotego.

Rysunek 3.3. **Wydajność pracy i jednostkowe koszty pracy (ULC) (r./r.)**



Źródło: GUS, INE PAN.

Wzrost wartości dodanej w ujęciu sektorowym rozkładał się nierównomiernie. Stabilny wzrost miał miejsce w sektorze produkcji przemysłowej. W I i II kwartale 2011 r. wartość produkcji dodanej w tym sektorze wzrosła o 7,5% i 5,0%, a w III i IV o 5,5% i 6,7%. W sumie za cały rok produkcja przemysłowa

wzrosła o 6,3%. Choć był to wynik dobry, oznaczał on spadek w porównaniu do 2010 r., kiedy przemysł odnotował wzrost o około 9,4%. Nieznacznie wolniejszy przyrost produkcji przemysłowej odzwierciedlał nieco mniejszą dynamikę eksportu i wolniejsze tempo odbudowy zapasów w 2011 r. w porównaniu z 2010 rokiem. W przeciwieństwie do przemysłu, wartość dodana w budownictwie mocno przyśpieszyła – w 2011 r. wzrost o 11,8% w porównaniu do zaledwie 6,4% w 2010 roku. Silne wzrosty notowano w tym sektorze w całym roku, choć końcówka roku była nieznacznie słabsza. W I i II kwartale 2011 r. budownictwo wytworzyło wartość dodaną o 14,4% i 16,4% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. W II i III kwartale dynamika nieco wygasła – do 11,9%, w III i 7,1% w IV kwartale roku.

Pierwsze miesiące roku zarysowały mieszany obraz sytuacji w sektorze przedsiębiorstw. O ile według wstępnych danych GUS produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu br. o 9%, to w lutym dynamika spadła do 4,6%. Co więcej, licząc miesiąc do miesiąca, produkcja przemysłowa nieznacznie spadła. Podobnie było w przypadku produkcji budowlanej. W styczniu br. mieliśmy do czynienia z istnym „wystrzałem", gdyż zanotowany wzrost produkcji wyniósł 32%, ale już w lutym dynamika wzrostów obniżyła się do 12%. Należy oczywiście pamiętać, że pierwsze miesiące roku często obfitują w duże wahania, gdyż wiele w tym okresie zależy od warunków pogodowych. Jednakże powyższe dane wpisują się w scenariusz stopniowego wyhamowywania tempa wzrostu w polskiej gospodarce.

Wzrastająca inflacja.

Na przestrzeni ostatniego roku mieliśmy do czynienia z systematycznym i dość wyraźnym wzrostem tempa inflacji. W całym 2011 r. inflacja wyniosła 4,3%, podczas gdy w 2010 r. wzrost cen dóbr i usług ukształtował się na poziome 2,6%. Jeszcze w styczniu 2011 r. inflacja wyniosła 3,6%, by w kwietniu i maju wzrosnąć do 4,5% i 5%. Po niewielkim spadku w okresie wakacyjnym (we wrześniu inflacja wyniosła 3,9%), tempo wzrostu cen ponownie poszybowało do góry i w listopadzie i grudniu wyniosło 4,8% i 4,6%. Wahania inflacji w pewnej mierze kroczyły w rytmie zmian kursu walutowego (z pewnym opóźnieniem) i tak niewątpliwie będzie także w bieżącym roku. Na zmiany cen miały także wpływ wahania cen surowców, w tym przede wszystkim ropy naftowej. Niewątpliwie także globalna akomodująca nadwyżka płynności stymulowana działaniami głównych banków centralnych świata, w tym przede wszystkim FED oraz – szczególnie pod koniec ub. roku – EBC, które powodują utrzymywanie się inflacji w tym obszarach walutowych na podwyższonym poziomie.

W wyniku przedstawionych tendencji zachodzących w realnej i monetarnej sferze gospodarki w ciągu roku nastąpiło zacieśnienie polityki pieniężnej. W styczniu 2011 r. podstawowa stopa referencyjna NBP została podwyższona z 3,5% do 3,75%. Następnie minimalna stopa rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku wzrosła o kolejne 25 punktów bazowych (p.b.) do 4,0% w kwietniu. W maju i czerwcu stopy wzrosły ponownie, każdorazowo o 25 p.b., do 4,5%. Taki poziom stóp utrzymywał się na początku roku. Obawy o wrastającą inflację oraz niepewność co do dalszego rozwoju gospodarki światowej, zwłaszcza w kontekście rysującej się recesji w strefie euro, działają na siebie w przeciwstawnym kierunku, jeśli chodzi o perspektywę zmian w zakresie polityki pieniężnej. Z tego względu przewiduje się, że w nadchodzących sześciu miesiącach RPP raczej nie zmieni stóp procentowych, a do ich rewizji mogłoby dojść najwcześniej w ostatnim kwartale br.

W sumie więc kondycja polskiej gospodarki na przełomie lat 2011/2012 była dobra. Perspektywy wzrostu w dużej mierze będą zależeć od sytuacji zewnętrznej, ale można przewidywać, że 2012 r. będzie stał pod znakiem stabilizacji, choć przy nieznacznie niższym wzroście gospodarczym niż w ubiegłym roku. Szczególnie ważnym aspektem sytuacji gospodarczej w najbliższej przyszłości będzie kształtowanie się dynamiki inwestycji prywatnych, zwłaszcza w kontekście prognozowanej stagnacji dynamiki inwestycji publicznych. Niepewność podwyższa także trudny do oszacowania wpływ konsolidacji finansów publicznych na wzrost, biorąc pod uwagę, że charakter tej konsolidacji będzie w tym roku inny niż w roku ubiegłym (mniejszy udział będą w niej miały działania neutralne dla wzrostu). Szczególnie interesująco zapowiada się jednak rok 2013, w którym można się spodziewać istotnych zmian polityki gospodarczej USA po wyborach prezydenckich w listopadzie 2012 roku. Będą tam bowiem konieczne poważne dopasowania w zakresie finansów publicznych, co może wywołać negatywny impuls wzrostowy w krótkim okresie. Nadal nierozwiązany jest też kryzys zadłużeniowy w UE, który z nową siłą może odżyć w drugiej połowie br. i w 2013 roku.

Krzysztof Bartosik[*]

4. SEKTOR GOSPODARSTW DOMOWYCH

4.1. KONSUMPCJA

Słabnie dynamika konsumpcji i zmniejsza się jej kontrybucja do wzrostu gospodarczego; tendencja ta zapowiada spowolnienie gospodarcze.

Ocena tendencji w konsumpcji zależy od przyjętej perspektywy czasu. W ujęciu rocznym wyniki są zadawalające. W 2011 r. dynamika konsumpcji wyniosła 3,1%, a jej kontrybucja do wzrostu PKB 1,8 pkt. proc., co było na poziomie zbliżonym do tego z poprzedniego roku (odpowiednio 3,2% i 1,9 pkt. proc.). Niepokojąco wygląda jednak sytuacja w kwartalnej perspektywie. Dobry roczny wynik osiągnięto dzięki przyspieszeniu wydatków gospodarstw domowych w dwóch pierwszych kwartałach, w kolejnych nastąpiło już wyraźne spowolnienie. W ciągu roku dynamika konsumpcji spadła z 3,7% do 2%, zaś jej kontrybucja do wzrostu PKB obniżyła się z 2,4 do 1 pkt. proc. Coraz mniejszą skłonność do zakupów gospodarstw domowych potwierdzają również kwartalne dane o sprzedaży detalicznej, przy czym jej dynamika (7,3%) była znacznie wyższa niż konsumpcji. Przyczyną tego może być zmieniająca się struktura sprzedaży; rosnący udział w obrotach handlowych dużych sklepów (uwzględnianych w statystykach sektora przedsiębiorstw) kosztem małych sklepów (nieuwzględnianych w tych statystykach).

Słabnąca dynamika wydatków gospodarstw domowych jest niepokojącym zjawiskiem, konsumpcja ma bowiem największy udział w tworzeniu PKB i nawet jej relatywnie niewielkie zmiany znacznie wpływają na dynamikę gospodarki. W 2009 r., kiedy dynamika konsumpcji obniżyła się do 2,1%, tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 1,6%, aczkolwiek wówczas spadły również nakłady inwestycyjne. W ubiegłym roku było inaczej, ponieważ rolę czynników prowzrostowych przejęły inwestycje oraz eksport netto. Niemniej jednak słabnięcie konsumpcji nie jest optymistycznym sygnałem.

Tabela 4.1. **Dynamika konsumpcji i jej determinanty w latach 2009–2011**

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
Konsumpcja (w %)	2,1	3,2	3,1
Wynagrodzenie (w %)	2,0	1,4	1,2
Renty i emerytury (w %) • w systemie pozarolniczym • dla rolników indywidualnych	 4,3 1,9	 3,6 1,9	 0,4 –1,4
Kredyty konsumpcyjne (w %)*	12,8	1,8	–2,3
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej	–22,3	–16,9	–25,0

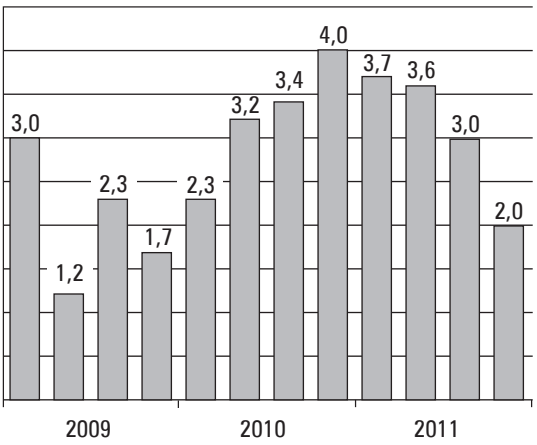
* Nominalnie.

Źródło: GUS i obliczenia własne na podstawie danych NBP.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Podstawową determinantą wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych są ich dochody do dyspozycji, w szczególności dochody z pracy najemnej i świadczeń społecznych (w Polsce jest około 12,6 mln pracowników najemnych, renty i emerytury otrzymuje około 9,2 mln osób). W ubiegłym roku dochody z pracy najemnej (a dokładniej fundusz płac pracowników najemnych) zwiększyły się o około 2,5% (wobec 1,9% rok wcześniej), na co złożył się prawie w równym stopniu wzrost realnych wynagrodzeń (o 1,2%) oraz wzrost zatrudnienia (o 1,3%). Ale słabym wsparciem dla konsumpcji był inny ważny składnik dochodów do dyspozycji – świadczenia społeczne takie jak: renty i emerytury, zasiłki dla bezrobotnych, zasiłki i świadczenia przedemerytalne. Renty i emerytury w systemie pozarolniczym wzrosły zaledwie o 0,4%, zaś w przypadku rolników indywidualnych obniżyły się o 1,4%. Spadła jednocześnie (o 1,3%) liczba rencistów i emerytów w Polsce. Pozostałe świadczenia mają mniejsze znaczenie, bo otrzymuje je relatywnie mało osób. Ale warto zauważyć, że wartość zasiłków wypłaconych bezrobotnym spadła (o 7,1%), zaś dynamika zasiłków i świadczeń przedemerytalnych (o 0,4%) była znacznie niższa od inflacji.

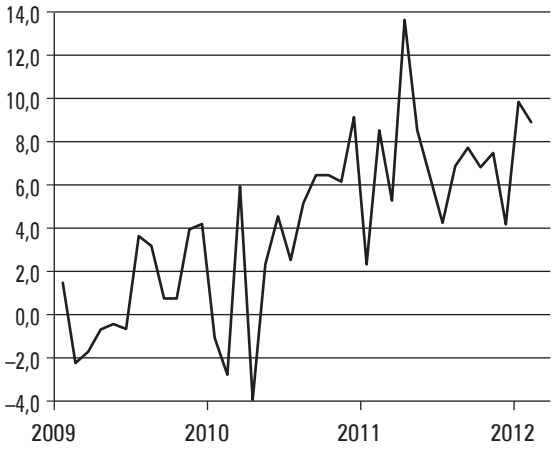
Rysunek 4.1. **Dynamika konsumpcji (w %, r./r.)**



Uwaga: w cenach stałych.

Źródło: GUS.

Rysunek 4.2. **Dynamika sprzedaży detalicznej (w %, r./r.)**



Uwaga: w cenach stałych.

Źródło: GUS i obliczenia własne.

Oprócz tego na wydatki gospodarstw domowych wpływa możliwość ich finansowania z kredytów konsumpcyjnych i oszczędności oraz nastroje konsumentów. W przypadku kredytów konsumpcyjnych, ważnego źródła finansowania dóbr trwałego użytku, wystąpił regres i ich wartość zmniejszyła się w ciągu ubiegłego roku. Przyczyn tego zjawiska należy dopatrywać się w rosnącej ostrożności banków w związku z pogarszającym się portfelem kredytów konsumpcyjnych (rosnącym udziałem kredytów zagrożonych). Z pewnością miało to niewielki negatywny wpływ na konsumpcję, bo kredyty finansują małą część wydatków konsumpcyjnych. Jednocześnie spadła dynamika depozytów gospodarstw domowych, co może wskazywać, że część oszczędności wykorzystano na bieżącą konsumpcję. Niekorzystnie kształtowały się nastroje konsumentów, bieżący wskaźnik ufności konsumentów osiągnął poziom –25 pkt. i był znacznie niższy niż rok wcześniej (–16,9) oraz w ciągu ostatniej dekady (–23,3).

Jakie są perspektywy dla konsumpcji w nachodzących kwartałach? Początek roku pozornie zapowiadał się optymistycznie. W ciągu dwóch pierwszych miesięcy sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,6%. Ale bliższa analiza pokazuje, że były to zjawiska przejściowe związane z efektem bazy statystycznej (jak np. wzrost sprzedaży samochodów). Znacznie gorzej kształtowała się dynamika determinant konsumpcji. W tym czasie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło jedynie o 0,7%, zaś wynagrodzenia realne o 2,1%, co było przede wszystkim wynikiem wypłacenia w styczniu wysokich jednorazowych premii. Nastąpiło dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów. Trudna sytuacja na rynku pracy, niska dynamika wynagrodzeń i świadczeń społecznych oraz nienajlepsze nastroje konsumentów wskazują, że w roku 2012 należy się spodziewać relatywnie niskiej dynamiki konsumpcji na poziomie około 2%. Czynnikiem sprzyjającym konsumpcji powinna być spadająca inflacja.

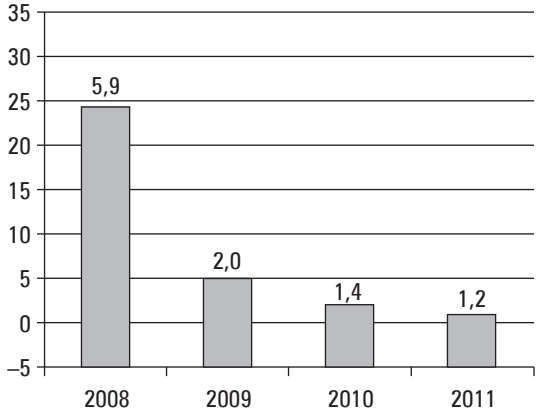
4.2. WYNAGRODZENIA

Wynagrodzenia realne wzrosły, lecz ich wzrost był najniższy od kilku lat.

Rok 2011 był kolejnym, w którym słabła dynamika realnych wynagrodzeń. Ich wzrost wyniósł 1,2%, lecz było to mniej niż w dwóch poprzednich latach (1,4% i 2%) i znacznie mniej niż średnia długookresowa (2,5–3%). Gdyby nie jednorazowy „skok" w III kwartale (do 2,5%), *nota bene* związany z korektą danych statystycznych, tempo byłoby jeszcze niższe. Dynamika płac realnych zależy do dynamiki płac nominalnych i inflacji. Płace nominalne rosły w tempie zbliżonym do lat poprzednich, ale wyższa niż w poprzednich latach inflacja (4,3%) „zjadła" siłę nabywczą tego wzrostu. Przykładowo, w sektorze przedsiębiorstw nominalne płace wzrosły o 5,0%, podczas gdy realne o 0,9%.

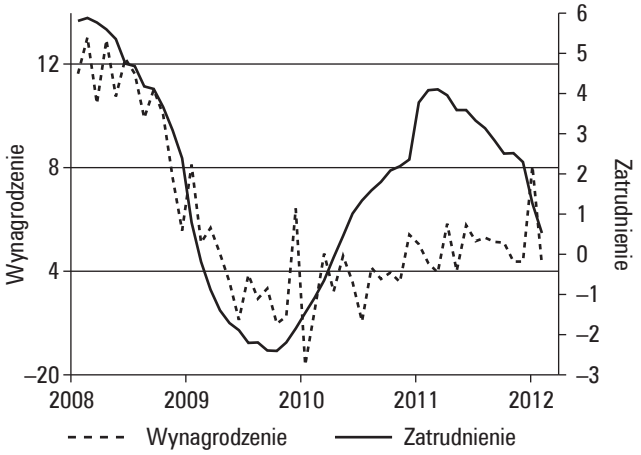
Wiele czynników kształtuje dynamikę wynagrodzeń – sytuacja na rynku pracy, wydajność pracy, czynniki o charakterze koniunkturalnym (np. zwiększony popyt na wyroby w danym sektorze) czy rozwiązania instytucjonalne, takie jak siła związków zawodowych czy zmiany wysokości płacy minimalnej. Dane z sektora przedsiębiorstw pokazują, że ważnym czynnikiem kształtującym dynamikę płac była sytuacja na rynku pracy. W latach 2008–2009, kiedy ograniczano zatrudnienie, osłabła siła przetargowa pracowników i nastąpiło silne wyhamowanie wzrostu wynagrodzeń. Z kolei w latach 2010–2011, kiedy zatrudnienie rosło, wzrost płac był znacznie słabszy niż w poprzednich latach ze względu na coraz wyższe bezrobocie i problemy ze znalezieniem pracy.

Rysunek 4.3. **Dynamika realnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej (w %. r./r.)**



Źródło: GUS.

Rysunek 4.4. **Dynamika nominalnych wynagrodzeń i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (w %. r./r.)**



Źródło: GUS.

Działanie innych czynników jest widoczne na niższym poziomie agregacji. W przemyśle np. dynamika wydajności pracy spadła do 5,5% (z 10,4%), co z pewnością było barierą dla wzrostu wynagrodzeń. Z kolei z danych dla sektora przedsiębiorstw wynika, że w 2011 r. przeciętne nominalne wynagrodzenie wzrosło o 5%, przy czym największy wzrost miał miejsce w górnictwie węgla kamiennego i brunatnego (10,8%) oraz w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (9,2%). W pierwszym z tych sektorów jest silne uzwiązkowienie i związki zawodowe wywierają silną presję na wzrost płac. W Polsce relatywnie niewielki odsetek pracowników należy do związków zawodowych, ale jest on duży w sektorze państwowym, w tym w górnictwie. Natomiast w drugim z tych sektorów wzrost płac ma związek z inwestycjami infrastrukturalnymi (budowa dróg i autostrad) współfinansowanymi ze środków unijnych.

W styczniu silnie wzrosły płace nominalne (8,1%) w sektorze przedsiębiorstw, ale dane z lutego (4,3%) pokazały, iż było to zjawisko przejściowe. Wśród jego przyczyn warto zwrócić uwagę na dwie sprawy. Pierwsza to struktura wzrostu wynagrodzeń. Otóż w sektorze przedsiębiorstw ten silny przyrost wynikał ze wzrostu płac w górnictwie (około 40%) i w sektorze dostarczającym energię elektryczną, wodę i gaz (24%), co świadczy o tym, że ten „wyskok" płac był związany w wypłatą

w lutym. Druga sprawa to podwyższenie płacy minimalnej (o 8,2%). Wpływ podwyżki płacy minimalnej na dynamikę wynagrodzeń zależy od strategii dostosowawczej przedsiębiorstw. Mogą one: podnieść wynagrodzenie otrzymującym płacę minimalną; podnieść proporcjonalnie wynagrodzenia wszystkim pracownikom, żeby utrzymać zróżnicowanie płac; podnieść wynagrodzenia i zwolnić część pracowników, żeby utrzymać koszty pracy na stałym poziomie. W Polsce płacę minimalną otrzymuje 4–5% zatrudnionych (około 600 tys. osób), co oznacza, iż tylko podwyższenie płac minimalnych mogło zwiększyć przeciętne wynagrodzenie o 0,3–0,4 pkt. proc.

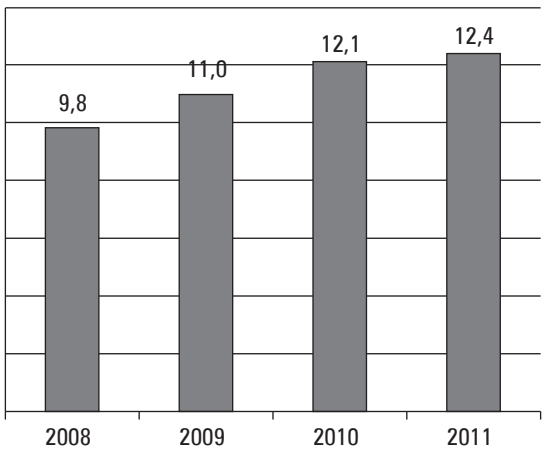
W nadchodzących kwartałach raczej należy się spodziewać utrzymania dynamiki płac nominalnych (w ostatnich latach rzadko kiedy spadała poniżej 4%), co przy spadku inflacji powinno dać wzrost realnych wynagrodzeń o 1,5–2%.

4.3. BEZROBOCIE

Sytuacja na rynku pracy jest najgorsza od początku kryzysu finansowego; utrzymuje się wysoka stopa bezrobocia, spada dynamika zatrudnienia i liczba oferowanych miejsc pracy, wydłuża się czas poszukiwania pracy.

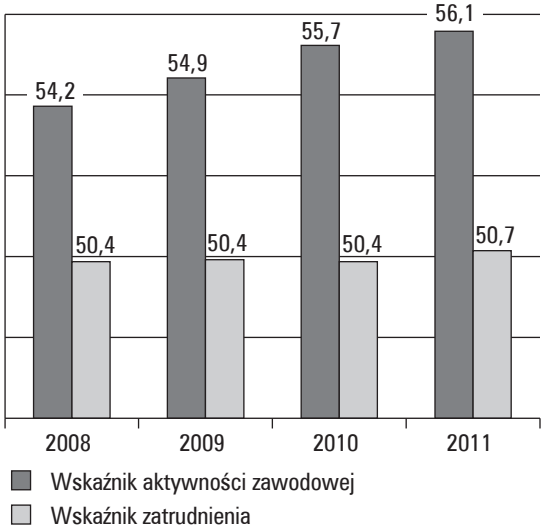
W ubiegłym roku przeciętna miesięczna stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 12,4% (wobec 12,1% w 2010 r.), wahając się sezonowo między 11,8% a 13,4%. Niekorzystnie kształtowały się również inne wskaźniki charakteryzujące sytuację na rynku pracy. Przeciętny czas poszukiwania pracy wydłużył się z 9,9 do 10,6 miesiąca, przeciętna liczba oferowanych miejsc pracy na 100 bezrobotnych spadła z 4,5 do 3,2.

Rysunek 4.5. **Przeciętna miesięczna stopa bezrobocia (w %)**



Źródło: GUS i obliczenia własne.

Rysunek 4.6. **Wskaźnik aktywności zawodowej i wskaźnik zatrudnienia (w %)**



Uwaga: Dane średnioroczne.

Źródło: GUS i obliczenia własne.

Przyczyną wyższego bezrobocia jest rosnąca od kilku lat podaż pracy przy jednoczesnym niedostatecznym wzroście popytu na pracę. Względnym miernikiem zapotrzebowania na pracę jest współczynnik zatrudnienia (udział pracujących w liczbie ludności 15+), zaś dostępnych zasobów pracy – współczynnik aktywności zawodowej (udział aktywnych zawodowo w liczbie ludności 15+). Pierwsza z tych miar pozostaje na prawie niezmienionym poziomie od kilku lat (w latach 2008–2011 zwiększyła się z 50,4% do 50,7%), natomiast druga systematycznie rośnie (z 54,2% w 2008 r. do 56,1%

w 2011 r.), aczkolwiek w coraz wolniejszym tempie. Te wzrosty są pozytywnym zjawiskiem, ponieważ oba współczynniki są na jednym z najniższych poziomów w Unii Europejskiej. Ale różnica między dynamikami jest przyczyną napięć na rynku pracy i rosnącego bezrobocia.

Wykorzystując odpowiednią formułę można dokonać dekompozycji zmian w stopie bezrobocia na wywołane zmianami w popycie na pracę i w podaży pracy[1]. Szacunki te (tab. 4.2) potwierdzają, że w ubiegłym roku czynnikiem łagodzącym sytuację na rynku pracy był rosnący popyt na pracę, zaś czynnikiem ją pogarszającym – powiększająca się podaż siły roboczej.

Tabela 4.2. **Dekompozycja stopy bezrobocia (w pkt. proc.)**

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011
Stopa bezrobocia (w %)	7,1	8,2	9,6	9,6
Zmiana stopy bezrobocia (r./r.)	–2,5	1,1	1,4	0,0
Kontrybucja podaży	0,9	1,2	1,3	0,5
Kontrybucja popytu	3,4	0,1	–0,1	0,5

Uwaga: stopa bezrobocia według BAEL, dane średnioroczne.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: *Kwartalnych informacji o rynku pracy (GUS)*.

Niepokojąco wygląda również charakterystyka popytu na pracę, rozumianego jako zatrudnienie i oferowane miejsca pracy. W 2011 r. dynamika zatrudnienia była co prawda wyższa niż rok wcześniej (1,1% wobec 0,6%), lecz wyraźnie malejąca w kolejnych kwartałach (z 1,9% w I kw. do 0,8% w IV kw.), co jest symptomem słabnięcia popytu na pracę. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że ta negatywna tendencja utrzymuje się również w bieżącym roku.

Jeśli chodzi zmiany w strukturze zatrudnienia, to w sektorze przedsiębiorstw w ciągu roku (w porównaniu do stycznia) spadło przeciętne zatrudnienie w przemyśle, wzrosło zaś w budownictwie i w niektórych usługach. Z kolei według statystyk BAEL (w porównaniu do I kw. ub. r.) wzrosło zatrudnienie w przemyśle. Ale trzeba pamiętać, że w sektorze przedsiębiorstw są uwzględniane tylko firmy zatrudniające powyżej 9 osób oraz że według BAEL pojęcie „przemysł" jest szersze i obejmuje przemysł oraz budownictwo. Dynamika zatrudnienia w głównych sektorach gospodarki była zbieżna z dynamiką produkcji dóbr i usług; w budownictwie był większy wzrost wartości dodanej (11,8%) niż w przemyśle (6,3%). Jednocześnie większy udział usług niż przemysłu w całkowitym zatrudnieniu jest czynnikiem stabilizującym zatrudnienie, ponieważ usługi są mniej wrażliwe na wahania koniunktury niż przemysł.

Najgorzej wyglądała sytuacja, jeśli chodzi o wolne miejsca pracy. Można je podzielić na oferowane przez przedsiębiorstwa i subsydiowane przez państwo. W 2011 r. w obu przypadkach wystąpił znaczący spadek. Przedsiębiorstwa przesłały do urzędów prawie o jedną trzecią mniej ofert pracy. Ten spadek jest dość niepokojący, ponieważ z reguły zmniejszenie ilości oferowanych miejsc pracy wyprzedza późniejsze redukcje zatrudnienia. Aczkolwiek należy sobie zdawać sprawę, iż do urzędów pracy trafia tylko część ofert pracy i z reguły są to oferty najmniej atrakcyjne. Jeszcze bardziej, bo o ponad połowę spadła ilość subsydiowanych miejsc pracy. W ubiegłym roku rząd zredukował

[1] Wykorzystano w tym celu formułę wiążącą stopę bezrobocia ze zmianami w popycie na pracę i podaży pracy w następujący sposób:

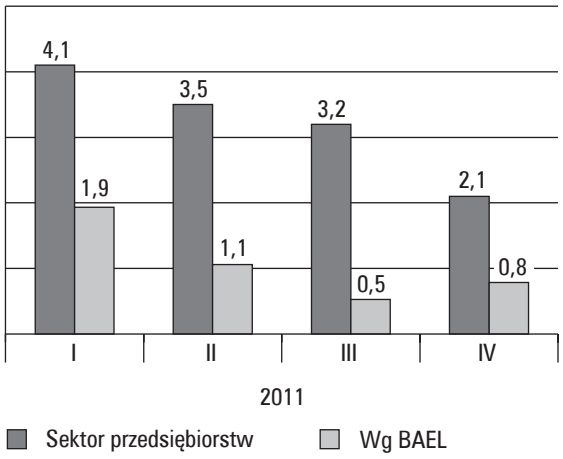
$$\Delta U_t = (1 - U_t)\left[\Delta \ln\left(\frac{L_t}{P_t}\right) - \Delta \ln\left(\frac{E_t}{P_t}\right)\right],$$

gdzie:
U – stopa bezrobocia,
L – aktywni zawodowo,
E – pracujący,
P – ludność w wieku produkcyjnym,
t – subskrypt czasu,
Δ – zmiana.

Z tego równania wynika, że stopa bezrobocia maleje, jeśli spada wskaźnik aktywności zawodowej ludności (L/P), czyli podaż pracy, albo jeśli rośnie wskaźnik zatrudnienia (E/P), czyli popyt na pracę. Odwrotnie jest w przypadku wzrostu stopy bezrobocia. Por. M.W. Elsby, B. Hobijn, A. Sahin, *The Labor Market in the Great Recession*, "NBER Working Paper" 2010, No. 15979, s. 5–6.

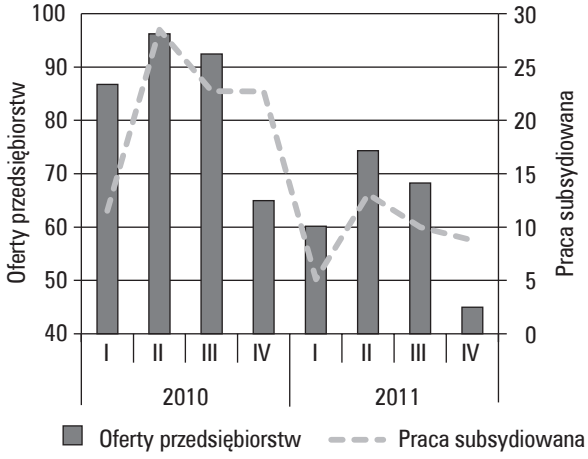
o połowę wydatki na aktywne formy zwalczania bezrobocia i od razu znalazło to odzwierciedlenie w spadku ilości subsydiowanych miejsc pracy.

Rysunek 4.7. **Dynamika zatrudnienia (w %)**



Źródło: GUS i obliczenia własne.

Rysunek 4.8. **Oferowane miejsca pracy (w tys.)**

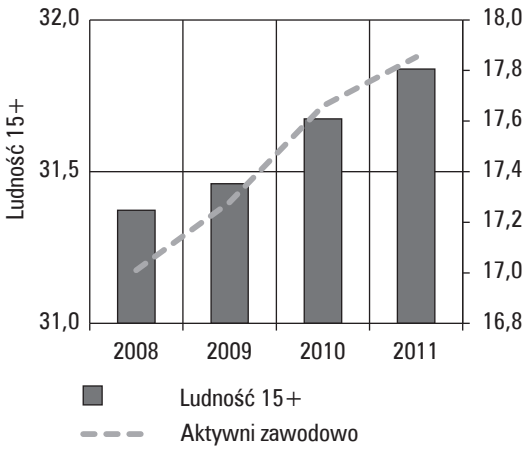


Źródło: GUS i obliczenia własne.

Przy tych niepokojących zmianach w popycie na pracę rosła jednocześnie podaż pracy. Od 2008 r. liczba ludności w wieku 15+ zwiększyła się o około 450 tys., natomiast liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się o około 810 tys., z czego w ubiegłym roku odpowiednio o około 150 tys. i 160 tys. osób. U źródeł tego wzrostu leżą trzy czynniki: zmiany demograficzne, migracje i zmiany instytucjonalne. Na działanie pierwszego czynnika wskazuje silny wzrost aktywności zawodowej w grupie wiekowej 15–24. Na działanie drugiego – silne (rzędu 100 tys. osób) korekty in plus populacji 15+ w drugich kwartałach w ciągu ostatnich dwóch lat. Natomiast ograniczenie z końcem 2008 r. możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury zaowocowało wzrostem aktywności zawodowej wśród osób w wieku przedemerytalnym (45/59–64).

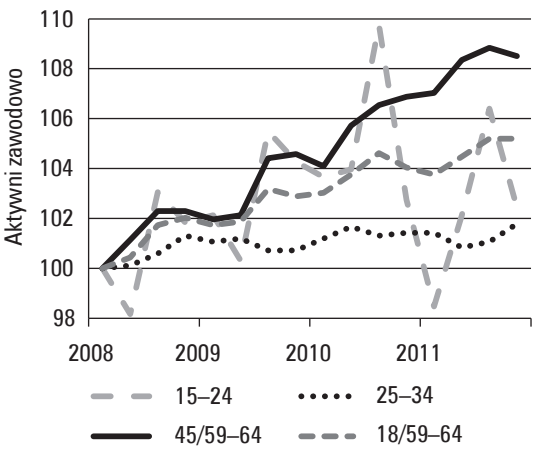
W nadchodzącym roku sytuację na rynku pracy zdeterminuje, z jednej strony, słabnąca aktywności gospodarcza i co za tym idzie spadający popyt na pracę, z drugiej zaś – zmiany w podaży pracy. Prognozy demograficzne przewidują stopniowy spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym i wzrost liczby ludności w wieku poprodukcyjnym. Należy się więc spodziewać załagodzenia presji podażowej, aczkolwiek trudno jest ocenić, jaki będzie wpływ migracji na jej wielkość. Niemniej jednak w roku 2012 bezrobocie powinno wzrosnąć ze względu na spadający popyt na pracę.

Rysunek 4.9. **Ludność w wieku 15+ oraz aktywni zawodowo (w mln)**



Źródło: GUS.

Rysunek 4.10. **Współczynniki aktywności zawodowej grup wiekowych (2008 = 100)**



Źródło: GUS.

5. SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW

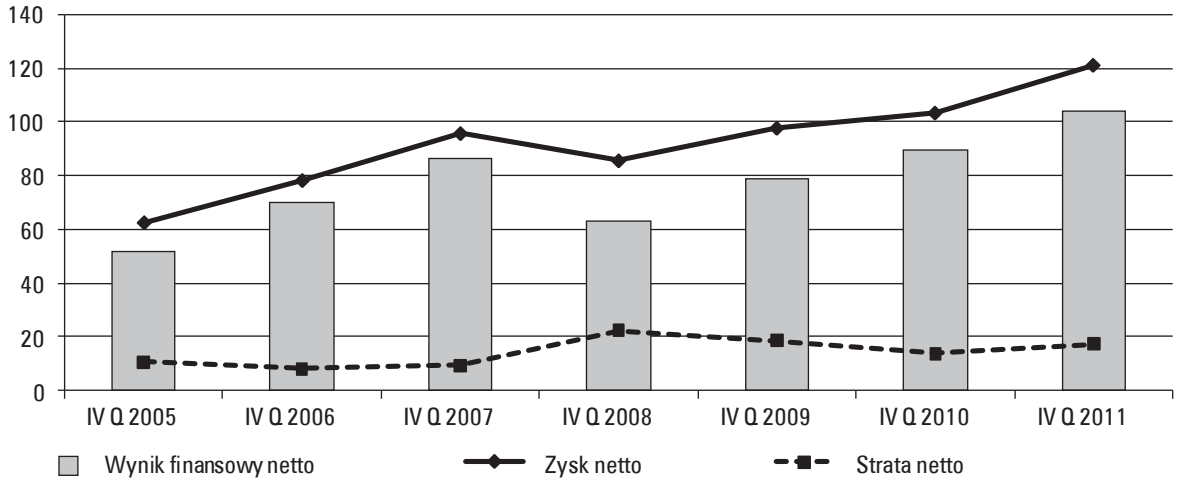
Magdalena Olender-Skorek[*]

5.1. WYNIKI FINANSOWE I INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW

Narastająca przez lata nadpłynność finansowa przedsiębiorstw wreszcie powoli zaczyna się zmniejszać; niestety okazuje się, że przedsiębiorcy nie przeznaczają swoich nadwyżek finansowych na inwestycje, a na depozyty, papiery wartościowe i częściowo także na zakup materiałów (w obawie przed wzrostem ich cen).

Na koniec 2011 r. przedsiębiorstwa odnotowały wyniki jeszcze lepsze niż w poprzednim roku. Szczególnie silnie, bo blisko o 17,4% wzrosły zyski przedsiębiorstw, co przy utrzymującym się niskim poziomie strat, wygenerowało wyjątkowo wysoki poziom wyniku finansowego (rys. 5.1). Koszty rosły stosunkowo szybko, więc ostatecznie wskaźnik poziomu kosztów osiągnął tylko minimalnie niższy poziom niż w analogicznym okresie (94,6% w porównaniu z 94,7%).

Rysunek 5.1. **Zmiany w poziomie zysków i strat netto polskich przedsiębiorstw a wynik finansowy (w mld zł)**



Źródło: GUS.

Jednocześnie po raz pierwszy od kilku lat nieznacznie spadł wskaźnik płynności finansowej drugiego stopnia utrzymujący się dotychczas na zbyt wysokim poziomie. Wbrew oczekiwaniom zgromadzona przez przedsiębiorstwa nadwyżka finansowa nie została zainwestowana np. w zwiększenie mocy produkcyjnych czy rozbudowę zakładów. Nadal utrzymuje się trend inwestycji o charakterze odtworzeniowym i deklarowane plany przedsiębiorstw wskazują na brak zmian w tym zakresie.

[*] Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Tabela 5.1. **Wybrane dane ekonomiczno-finansowe polskich przedsiębiorstw**

Pozycja finansowa	2009			2010			2011		
	II kw.	III kw.	IV kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
	w mld zł								
Przychody z całokształtu działalności	927,3	1 415,7	1 933,0	954,2	1472,9	2 029,7	1 072,6	1 653	2 294,3
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności	888,5	1 342,7	1 837,0	906,1	1357,6	1 922	1 005,9	1 560	2 169,5
Wynik na działalności finansowej	–4,2	–2,9	–3,0	0,21	0,29	0,49	5,67	–0,078	1,94
Wynik finansowy brutto	45,1	72,9	5,9	48,0	81, 2	107,5	66,7	92,8	124,9
Wynik finansowy netto	37,1	60,0	95,9	39,3	67,5	89,5	56,7	77,4	104
Zysk netto	52,0	76,2	78,9	52,9	74,2	103,2	65,1	90,5	121,1
Strata netto	14,9	16,2	97,5	13,7	11,9	13,7	9,0	13,1	17,2
Nazwa wskaźnika	w %								
Wskaźnik poziomu kosztów	95,1	94,8	95,0	95,0	94,5	94,7	93,8	94,4	94,6
Wskaźnik rentowności ze sprzedaży	5,1	5,1	5,0	4,9	5,3	5,2	5,4	5,5	5,3
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	4,2	4,1	4,1	4,6	4,4	5,2	4,7	4,5
Wskaźnik rentowności obrotu brutto	4,9	5,2	5,0	5,0	5,5	5,3	6,2	5,6	5,4
Wskaźnik płynności I stopnia	33,4	34,9	38,5	37,5	37,7	39,7	37,7	36,1	38,1
Wskaźnik płynności II stopnia	97,1	101,1	102,2	103,6	105,7	105,5	104,6	104,5	102,7

Źródło: GUS (dane na koniec okresu).

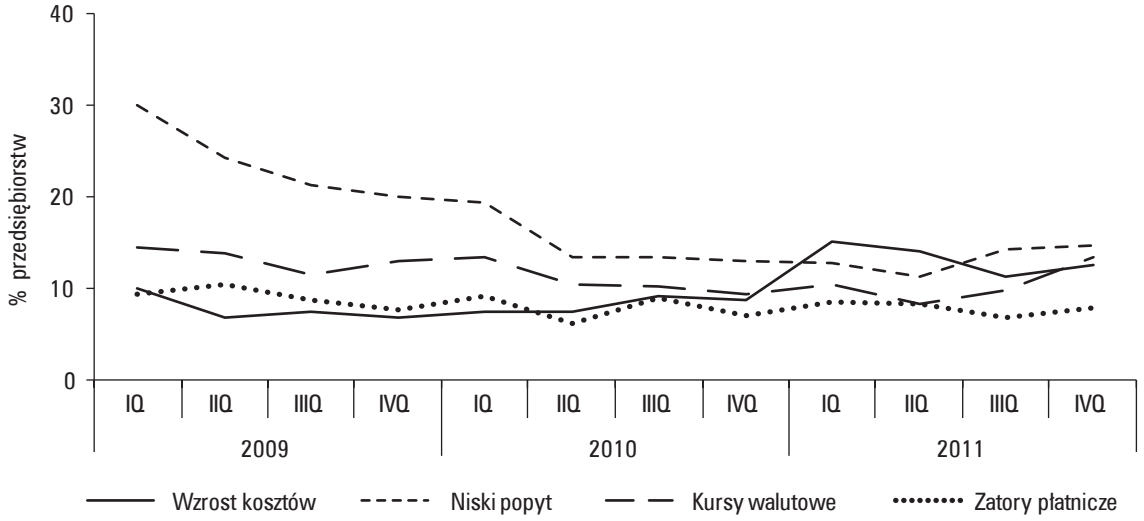
Co zatem robią przedsiębiorstwa ze swoimi pieniędzmi? Jak sugeruje wysoki poziom wyniku na działalności finansowej, przedsiębiorstwa inwestują w papiery wartościowe i składają depozyty. Dodatkowo zmiany w strukturze kosztów (wzrost kosztów zużycia materiałów o 2,3 pkt. proc.) i strukturze zapasów (wzrost zapasów materiałów o 1,4 pkt. proc.) wskazują, że firmy kupują i gromadzą materiały. W swojej ocenie koniunktury przedsiębiorcy twierdzą, że o ile utrzymanie popytu na obecnym poziomie jest niepewne, o tyle wrastające ceny surowców i materiałów to sprawa praktycznie nieunikniona. Prawdopodobnie takie szacunki stały się przyczyną prowadzonej przez polskie przedsiębiorstwa tej krótkookresowej polityki „inwestowania" w materiały.

Pomimo dobrych wyników finansowych przedsiębiorcy obawiają się osłabienia koniunktury: maleje portfel nowych zamówień, ograniczeniu ulegają inwestycje publiczne, a utrzymanie popytu na dotychczasowym poziomie jest niepewne.

W ostatnich dwóch kwartałach 2011 r. znaczenie barier prowadzenia działalności powróciło do swojej długookresowej struktury (rys. 5.2.). Oznacza to, że nastąpiło oczekiwane nasilenie bariery popytowej i znów jest ona barierą najczęściej wskazywaną przez przedsiębiorców. Obserwacja ta dotyczy szczególnie branży przetwórstwa przemysłowego i energetyki, gdzie obawy osłabienia koniunktury są największe. Pogorszenia sytuacji może oczekiwać także budownictwo, na co wskazuje wyraźnie malejący portfel zamówień, kończące się inwestycje związane z organizacją EURO 2012 czy wygasające powoli inwestycje finansowane z wydatków publicznych. Do końca roku dynamika tych ostatnich ma osiągnąć 0%, aby w kolejnym roku spaść do poziomu −8%.

W dalszym ciągu oceny koniunktury determinowane są wysokim stopniem niepewności i ryzyka. Niepewność ta dotyczy nie tylko popytu krajowego, ale i zjawisk zewnętrznych, takich jak problemy strefy euro, wahania kursów walutowych czy utrzymujące się wysokie ceny ropy naftowej. O skali znaczenia tych czynników świadczy fakt, że mimo dobrych wyników finansowych przedsiębiorcy ani nie starają się inwestować, ani nie wskazują na wyraźne obniżenie poziomu przedstawianych barier.

Rysunek 5.2. **Cztery najsilniejsze bariery rozwoju polskich przedsiębiorstw w latach 2008–2011**



Źródło: NBP.

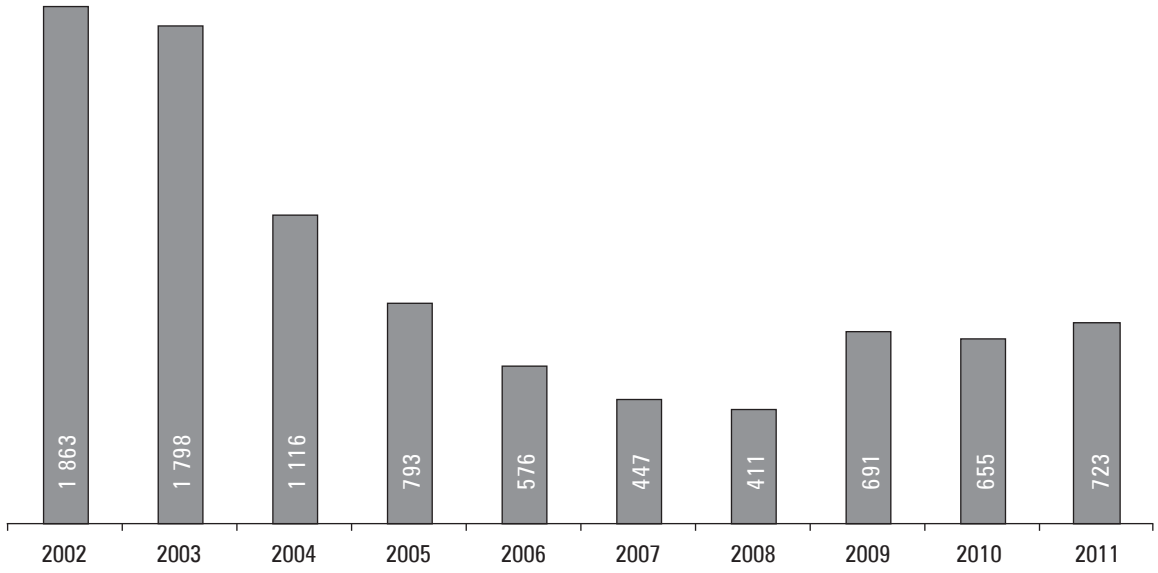
W 2011 r. wzrósł odsetek upadłości firm w Polsce, z czego dużą część stanowiły przedsiębiorstwa z branży budowlanej; istnieją wyraźne przesłanki, że w 2012 r. sytuacja się powtórzy.

Pomimo dobrych wyników finansowych polskich przedsiębiorstw, w 2011 r. liczba upadłości wzrosła o ponad 10% (rys. 5.3), a osiągnięty poziom 723 upadłości prawie dwukrotnie przewyższył ich liczbę odnotowaną przed spowolnieniem gospodarczym w 2008 r. (*Ogólnopolski Informator Upadłościowy Coface Poland*). Największy odsetek bankructw dotknął branżę budowlaną, która w 2011 r. odnotowała 46% ich wzrost w stosunku do roku poprzedniego. W bieżącym roku sytuacja nie ulegnie poprawie, na co składa się kilka czynników. Po pierwsze, wygasają inwestycje związane z realizacją Euro 2012. Po drugie, nastąpi ograniczenie inwestycji finansowanych ze

środków publicznych (m.in. wraz z kończącą się perspektywą finansowania z UE). Po trzecie, ceny materiałów budowlanych pozostaną na wysokim poziomie, co zmniejszy opłacalność inwestycji budowlanych. Dodać do tego można jeszcze utrzymujące się problemy z budownictwem mieszkaniowym: niski popyt, problemy z kredytowaniem hipotek, przy jednoczesnej nadwyżce podaży nad popytem.

Poza wspomnianym już budownictwem, a także handlem detalicznym (gdzie najmniejsze przedsiębiorstwa nie radzą sobie w konkurencji z centrami handlowymi i dlatego wypadają z rynku) sytuacja jest bardziej ustabilizowana, a zmiany odnotowane w liczbie upadłości są niewielkie. W jednej branży, tj. w przetwórstwie przemysłowym, odnotowano nawet spadek liczby upadłości o 12,8% (głównie za sprawą branży odzieżowej i produkcji wyrobów z surowców niemetalicznych).

Rysunek 5.3. **Liczba postanowień upadłościowych w Polsce w latach 2002–2011**



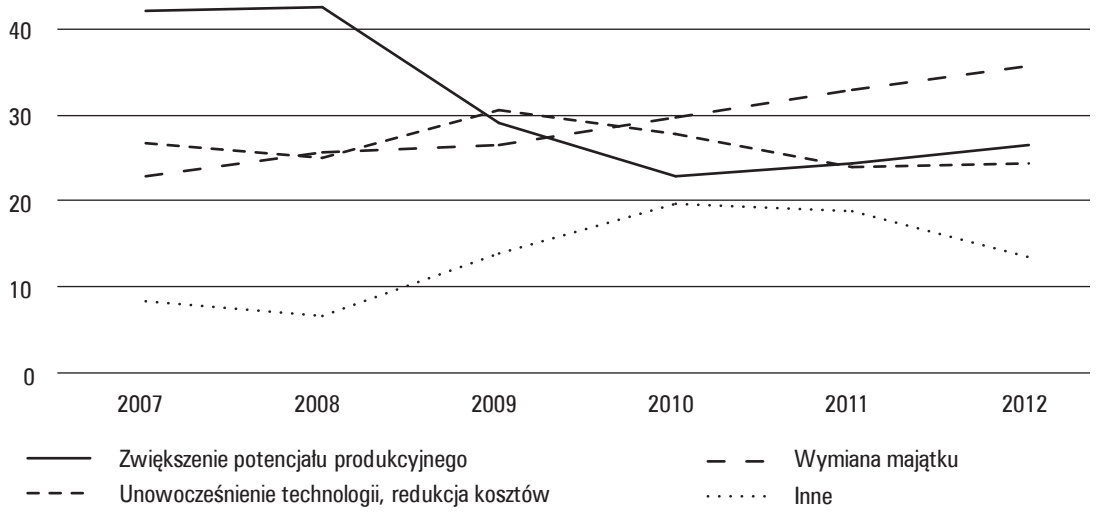
Źródło: *Ogólnopolski Informator Upadłościowy Coface Poland*.

W strukturze inwestycji polskich przedsiębiorstw dominują zakupy maszyn i urządzeń na cele modernizacyjne i odtworzeniowe; duże przedsiębiorstwa decydują się na inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych, nie są to jednak inwestycje o dużej skali.

Krótkotrwałe, bo zaledwie roczne, powolne ożywienie w inwestycjach polskich przedsiębiorstw już się kończy. W planach inwestycyjnych firm zarówno wolumen, jak i wartość inwestycji spada. Jedyną grupą przedsiębiorstw, w której planuje się wzrost wartości inwestycji, są największe firmy zatrudniające ponad 1999 pracowników. Są to przede wszystkich przedsiębiorstwa w dziedzinie energetyki czy przemysłu wydobywczego, co z kolei jest związane z dużą presją i zmianami zachodzącymi na rynku energetycznym w całej UE. Duża część zgłaszanych inwestycji jest planowana także w sferze infrastruktury, budowanej w dużej mierze ze środków publicznych lub przy wsparciu funduszy unijnych.

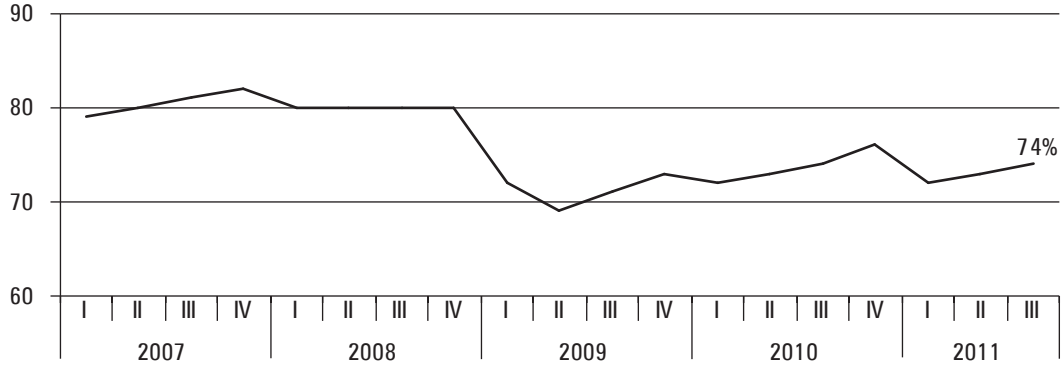
Do podejmowania inwestycji w zwiększenie potencjału produkcyjnego przez pozostałych przedsiębiorców nie zachęca poziom wykorzystania mocy produkcyjnych. Chociaż stopień ich wykorzystania w 2011 r. sukcesywnie się zwiększał, to nie osiągnął on jeszcze poziomu sprzed 2009 r., kiedy wskaźnik ten kształtował się na poziomie około 80% (rys. 5.5). W III kwartale wykorzystanie mocy produkcyjnych osiągnęło 74%, co dla przeważającej części przedsiębiorstw nie jest jeszcze poziomem wymuszającym inwestycje. Nadal też zaledwie 13% firm ocenia ten poziom jako niewystarczający, co częściowo ma związek z niepewnym poziomem popytu.

Rysunek 5.4. **Cele inwestycyjne polskich przedsiębiorstw w latach 2007–2012 (w %)**



Źródło: NBP.

Rysunek 5.5. **Wykorzystanie mocy produkcyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2011 (w %)**



Źródło: GUS.

Rok 2011 przyniósł zmianę struktury zapasów i pogorszenie stopnia ich dopasowania, co przede wszystkim odczuli przedsiębiorcy zajmujący się handlem.

Poziom zapasów, który od 2008 r. nie podlegał wyraźnym zmianom, w 2011 r. zdecydowanie się podniósł. Najszybciej w kategoriach zapasów rósł poziom materiałów, a następnie także towarów. Sytuację tę pogłębił jeszcze IV kwartał, w którym odnotowano wyraźny wzrost niesprzedanych towarów. W największym stopniu zmniejszyło się dopasowanie zapasów w wielkich przedsiębiorstwach, które do tej pory nie narzekały tak bardzo jak małe firmy w tym zakresie. Z przeglądu branży z kolei wynika, że zbyt wysoki poziom zapasów odnotowuje handel, w którym sytuacja ta utrzymuje się już od kilku kwartałów i powoli przeradza się w wyraźną tendencję rosnącą. W świetle pesymistycznych oczekiwań dotyczących przyszłego popytu, należy się spodziewać utrzymania, a nawet pogłębienia tej zapaści w zapasach.

Co ciekawe, rosnące niedopasowanie zapasów nie obejmuje kategorii materiałów, które wśród zapasów najbardziej się zwiększyły. W ocenie przedsiębiorstw poprawiło się dopasowanie materiałów, które wyjątkowo mocno wzrosły w II kwartale 2011 roku. Zwiększony poziom materiałów może być też wynikiem większych zakupów, na które przedsiębiorstwa zdecydowały się w celu zminima-

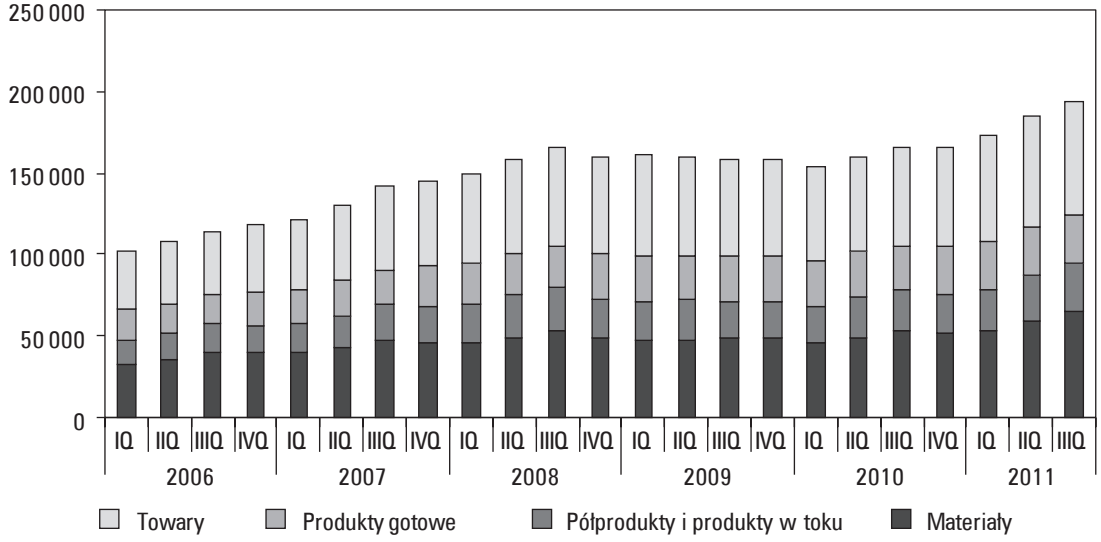
lizowania szybko rosnących kosztów. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że wielu przedsiębiorców zgłaszało nasilenie bariery kosztowej, szczególnie w pierwszej połowie 2011 roku.

Tabela 5.2. **Zmiany w poziomie poszczególnych kategorii zapasów**

Kategoria		Zmiana III kw. 2011//III kw. 2010
Zapasy	Materiały	+22,4%
	Półprodukty i produkty w toku	+15,66%
	Produkty gotowe	+12,92%
	Towary	+16,02%

Źródło: GUS.

Rysunek 5.6. **Poziom poszczególnych kategorii zapasów w polskich przedsiębiorstwach w latach 2006–2011 (dane na koniec okresu)**



Źródło: GUS.

Magdalena Olender-Skorek[*]
Michał Zajfert[**]

5.2. INFRASTRUKTURA

Presja na rozbudowę infrastruktury telekomunikacyjnej staje się coraz silniejsza, co przy spadającej rentowności firm wymusza konieczność współpracy bądź konsolidacji operatorów telekomunikacyjnych.

Na polskim rynku telekomunikacyjnym przełom lat 2011/2012 upłynął pod znakiem zmian. Przede wszystkim zmienił się organ nadzorujący i minister właściwy do spraw telekomunikacji (zamiast

[*] Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
[**] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

dotychczasowego Ministerstwa Infrastruktury powołano Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji). Nastąpiła także personalna zmiana prezesa UKE, choć wszystko wskazuje na to, że ścieżka rozwoju rynku, zapoczątkowana przez poprzedniego prezesa, będzie utrzymana. Oznacza to koncentrację regulatora na działaniach dotyczących budowy infrastruktury telekomunikacyjnej, a także na jakości usług telekomunikacyjnych. Nowy prezes zapowiada także dalsze obniżanie cen detalicznych, co w świetle międzynarodowych porównań a także wyraźnego osłabienia koniunktury w telekomunikacji nie rokuje dobrze rentowności branży.

Dużą wagę przywiązuje się do partnerstwa publiczno prywatnego, zachęcając urzędy marszałkowskie do podejmowania projektów inwestycyjnych w zakresie infrastruktury telekomunikacyjnej. Samorządowcy nie pozostają w tej budowie bez wsparcia, które w pierwszej kolejności polega na współfinansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych ze środków UE, ale też na organizacji platformy wymiany doświadczeń w postaci tzw. Okrągłego Stołu czy spotkań Informacyjno-Doradczych. Jeszcze bardziej ukierunkowane działania ma podjąć Projekt Systemowy, w ramach którego zapewnia się niezbędne szkolenia dla samorządowców a także pomoc doraźną w rozwiązywaniu problemów z prowadzeniem projektów infrastrukturalnych. Jak pokazały dotychczasowe doświadczenia, problemów tych jest bardzo dużo, poczynając od kwestii czysto organizacyjnych (problemy z organizacją przetargów), poprzez problemy finansowe przedsiębiorstw prowadzących projekty (kłopoty z płynnością), po nierealność założeń przyjętych harmonogramów (np. zobowiązanie do wybudowania setek km światłowodów w ciągu jednego roku). Zdarza się też, że w dwóch osobnych projektach budowana infrastruktura może się pokrywać na pewnych odcinkach.

Silna presja na budowę infrastruktury szerokopasmowej sprawia, że kolejne komercyjne podmioty stają do walki w tym zakresie i dotyczy to zarówno sieci komórkowych, jak i stacjonarnych. Ze względu na ograniczone środki, jakimi dysponują, a także przez wzgląd na długi okres zwrotu z inwestycji telekomunikacyjnych, przedsiębiorcy próbują łączyć swoje siły, specjalnie zakładając w tym celu spółki (np. Orange i T-Mobile – spółka NetWorkS!) lub łącząc się (Netia i Dialog, UPC i Aster, Cyfrowy Polsat i Polkomtel). Trend centralizacyjny w telekomunikacji jest coraz bardziej widoczny, co przedstawiono w tabeli 5.3. Zgodnie z komunikatami prasowymi (np. zainteresowanie Netii Exatelem i TK Telecom), oczekiwać można dalszej konsolidacji rynku, co wydaje się jedynym racjonalnym rozwiązaniem w obliczu spadającej rentowności rynku.

Tabela 5.3. **Zestawienie pokazujące trend konsolidacyjny na rynku telekomunikacyjnym w Polsce**

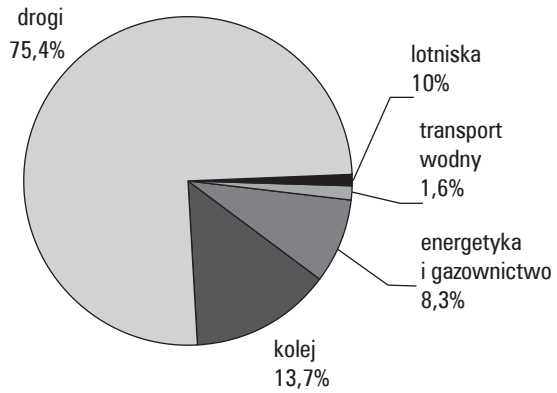
Nazwa przedsiębiorstw telekomunikacyjnych	Rodzaj porozumienia pomiędzy przedsiębiorcami telekomunikacyjnymi	Rok
Netia i Tele2	Przejęcie Tele2 przez Netię	2008
CenterNet, Mobyland i Aero2	Włączenie do funduszu inwestycyjnego Midas, którego właścicielem jest właściciel Cyfrowego Polsatu	2010
Netia i Dialog	Przejęcie Telefonii Dialog przez Netię	2011
Netia i CrowleyData Poland	Przejęcie CrowleyData Poland przez Netię	2011
Orange i T-Mobile	Joint-venture: utworzenie spółki NetWorkS!	2011
Plus i Cyfrowy Polsat	Wykupienie Plus przez właściciela Cyfrowego Polsatu	2011
UPC i Aster	Przejęcie Aster przez UPC	2011
TP Teltech, Hawe i Alcatel-Lucent	Wspólny projekt sieci Szerokopasmowej Polski Wschodniej	2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji prasowych operatorów telekomunikacyjnych.

Nadchodzące Mistrzostwa Euro 2012 stały się silnym bodźcem rozwoju polskiej infrastruktury transportowej, jednak postęp jej modernizacji przebiega różnie w poszczególnych gałęziach transportu.

W unijnym Funduszu Spójności w środkach przeznaczonych na infrastrukturę największy udział został zarezerwowany na budowę polskich dróg (ok. 42 mld zł) i na całą tę kwotę są już podpisane i realizowane umowy. W efekcie powstanie 400 km autostrad i około 1000 km dróg ekspresowych.

Rysunek 5.7. **Udział poszczególnych gałęzi transportu, energetyki i gazownictwa w dofinansowaniu ze środków UE***



* W ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko.

Źródło: Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Lista beneficjentów Programu Infrastruktura i Środowisko - stan na 31 grudnia 2011 r.

Na Mistrzostwa Euro 2012 nie będą jednak gotowe kluczowe odcinki autostrad A1 i A4, jednocześnie trwają starania, aby prowadząca do Warszawy autostrada A2 była do tego czasu chociaż przejezdna. Wymaga to także zmian w przepisach zezwalających na czasowe użytkowanie drogi, mimo że nie wszystkie prace budowlane zostały na niej ukończone. Wszystkie te prace mają być wykonane do końca br., co nie zagraża ich rozliczeniu z UE i uzyskaniu zwrotu poniesionych kosztów. Jedyną zaletą takiego stanu jest wydłużenie trwającego obecnie boomu inwestycyjnego w drogownictwie, po ukończeniu tych inwestycji będzie bowiem rozpoczynanych bardzo niewiele.

Oczekiwano, że przybędzie autostrad budowanych w ramach programu partnerstwa publiczno-prywatnego. Jedną z istotnych zalet budowy autostrad w ramach tego programu miał być brak ich wpływu na wielkość długu publicznego. Stosowane jednak przez Eurostat zasady jego obliczania sprawiają, że tak nie jest. Gdy ponad 50% przychodów partnera prywatnego ma pochodzić z opłat pobieranych od użytkowników, to w interpretacji Eurostatu autostrada powstaje w systemie koncesyjnym, a nie PPP i powyżej 50% kosztów ryzyka obciąża stronę publiczną. Wówczas całość kosztów inwestycji jest wliczana do długu publicznego.

Aby sposób budowy był uznany za partnerstwo publiczno-prywatne mniej niż połowa przychodów partnera prywatnego musi pochodzić od przyszłych użytkowników. Koszty inwestycji nie są klasyfikowane jako dług publiczny, jeżeli partner prywatny ponosi ryzyko budowy (np. nie żąda gwarancji kredytowych) i jednocześnie ryzyko dostępności (np. wynagrodzenie partnera prywatnego za utrzymanie przejezdności jest zależne od faktycznego standardu) lub ryzyko popytu (np. brak rekompensat ze strony państwa w przypadku zbyt małego ruchu). Wówczas zgodnie z interpretacją Eurostatu dług publiczny obciążają jednak przyszłe zobowiązania strony publicznej na rzecz partnera prywatnego.

W odróżnieniu od transportu drogowego, dla kolei Mistrzostwa Euro 2012 nie stały się dobrym pretekstem do szybkiego wdrożenia tak potrzebnych inwestycji modernizacyjnych. Z unijnego Funduszu Spójności na transport kolejowy przeznaczona była kwota o połowę mniejsza w porów-

naniu do dróg (ok. 20 mld zł), jednak do końca grudnia 2011 r.. podpisano umowy na zaledwie 7 mld zł.

Zarządzająca polskimi torami spółka Polskie Linie Kolejowe tłumaczy się, że rozpoczęcie inwestycji wymaga dopełnienia licznych formalności, uzyskania decyzji środowiskowych itp. Trzeba jednak pamiętać, że w przypadku budowy nowych autostrad (a nie modernizacji już istniejących linii kolejowych) zakres takich formalności jest jeszcze większy, a jednak inwestycje są prowadzone.

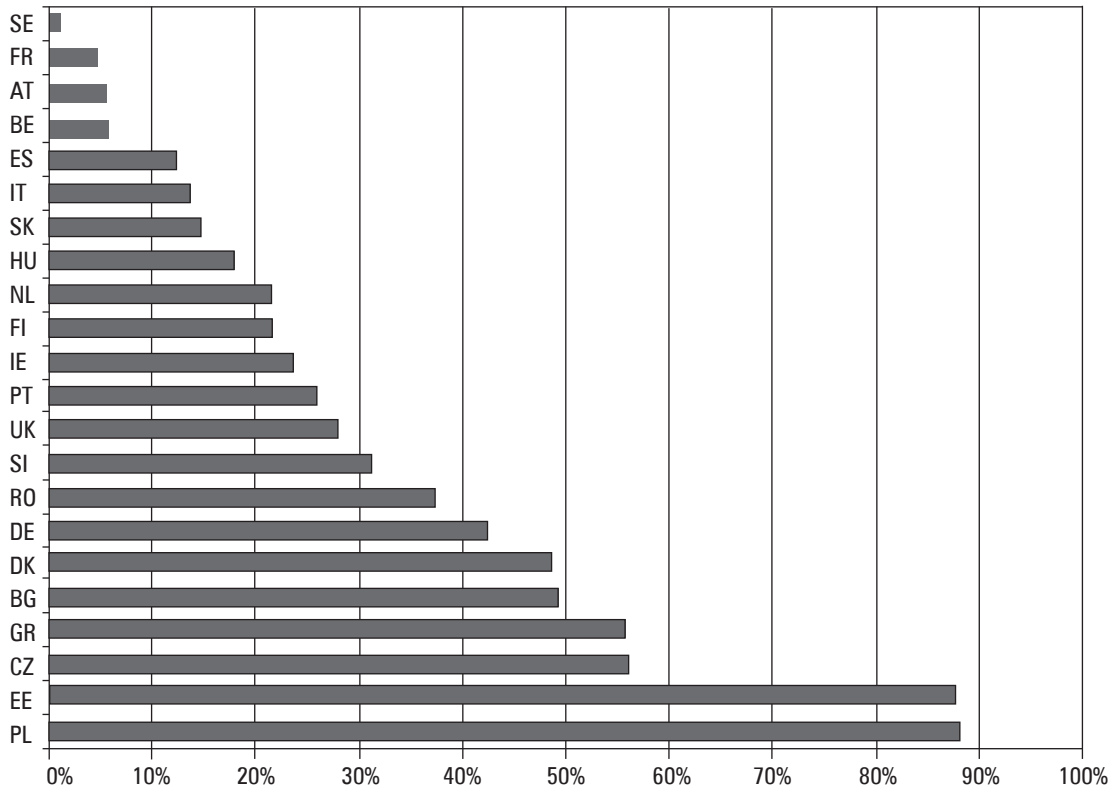
Ministerstwo Rozwoju Regionalnego wskazuje, że problemy z inwestycjami w transporcie kolejowym wynikają m.in. z prób przeznaczania środków na cele nie będące priorytetem UE, czyli remont mniej istotnych linii bez poprawy ich parametrów, a nie na modernizację głównych tranzytowych linii kolejowych.

Długotrwałe prace remontowe mają też coraz bardziej negatywny skutek na popyt. Od rozpoczęcia modernizacji kolej straciła już dwie trzecie pasażerów na linii Warszawa–Gdańsk. Ciągnąca się latami modernizacja tej linii, z powodu której czas przejazdu pociągiem radykalnie wzrósł, przyczynia się do odpływu klientów na rzecz żywiołowo rozwijającej się konkurencji. W kwietniu br. do połączeń autokarowych oferowanych przez PolskiBus.com dołączyły tanie linie lotnicze OLT Express. W efekcie alternatywę wobec kolei znajdzie zarówno klient, któremu zależy na czasie, jak i poszukujący tańszej oferty.

Unia wywiera coraz silniejszą presję na kierunki rozwoju polskiej energetyki, zwłaszcza na rezygnację z tej opartej na węglu.

W marcu br. podczas posiedzenia Rady Unii Europejskiej, w której brało udział 27 unijnych ministrów środowiska, Polska zawetowała „Plan działań dla gospodarki niskoemisyjnej do 2050", który przewidywał redukcję emisji CO_2 o 80% do tego czasu. Taki poziom redukcji praktycznie oznaczałby eliminację wykorzystania węgla w energetyce.

Rysunek 5.8. **Udział węgla w produkcji energii elektrycznej w krajach UE w 2009 r.**



Źródło: Eurostat.

Tymczasem dla Polski alternatywą wobec niezależności energetycznej wynikającej z własnego, taniego węgla obecnie jest jedynie dużo droższy import energii bądź rosyjskiego gazu do jej produkcji. Finalnie miałoby to negatywny wpływ na konkurencyjność głównych polskich odbiorców prądu: hutnictwa, przemysłu papierniczego i chemicznego. Rozwój wszystkich alternatywnych źródeł energii w Polsce napotyka zarówno problemy techniczne i finansowe, jak i sprzeciw społeczny. Ponadto oddanie do użytku pierwszych planowanych polskich elektrowni atomowych, jednoczesne rozpoczęcie eksploatacji polskich złóż gazu łupkowego i dalszy rozwój odnawialnych źródeł energii łącznie ograniczy udział energii wytwarzanej w Polsce z węgla do około 50%. Pewną nadzieją na poprawę tej niekorzystnej struktury mogą być trwające procesy modernizacyjne obniżające energochłonność przemysłu. Sensowność unijnej polityki redukcji emisji CO_2 podważa fakt, że Unia odpowiada jedynie za 7% światowej emisji CO_2, a jako jedyna na świecie przyjęła na siebie wiążące zobowiązania jej redukcji.

W konsekwencji weta Polska nie może liczyć na przyznanie limitów bezpłatnej emisji CO_2 dla nowych elektrowni węglowych. Tymczasem problem staje się coraz bardziej pilny, gdyż stare elektrownie są już wyeksploatowane, a brak takich uprawnień doprowadzi do dalszego wydłużania czasu ich eksploatacji. Paradoksalnie oznacza to osiągnięcie efektów odwrotnych od oczekiwanych, gdyż będą utrzymywane w eksploatacji przestarzałe bloki energetyczne zamiast zastąpienia ich nowymi o wyższej sprawności i emitującymi mniej CO_2. Warto dodać, że pilne i znaczne inwestycje w energetyce są nadzieją dla wielu firm zaangażowanych obecnie w kończącą się budowę autostrad.

Jedną z popieranych przez UE alternatyw dla węgla jest energia odnawialna. Technologia ta jest jednak nadal droższa w porównaniu do konwencjonalnych źródeł. Za rozmaite formy jej wsparcia płaci zarówno państwo jak i odbiorcy prądu, a więc głównie przemysł. Trwający kryzys i wynikające z tego ograniczenia wsparcia w państwach UE i USA sprawiło załamanie się popytu na wytwarzające je urządzenia. W 2011 r. Niemcy, Francja i Czechy ograniczyły pomoc dla silnie rozwijającej się energetyki słonecznej, w efekcie czego już w grudniu ub.r. zbankrutowały dwie duże firmy produkujące panele słoneczne, kolejne mają poważne problemy.

W Polsce projekt nowej ustawy o odnawialnych źródłach energii, która powinna być wprowadzona w życie już 14 miesięcy temu, jest powszechnie krytykowany. Ocenia się, że faktycznie dyskryminuje on małe elektrownie produkujące zieloną energię i faworyzuje duże elektrownie konwencjonalne. Przy drastycznym ograniczeniu wsparcia dla energetyki wiatrowej proponowanym przez ministerstwo i jednoczesnym zwiększeniem innych ryzyk inwestycyjnych proponowany kształt ustawy skutkowałby znaczącym wyhamowaniem rozwoju energetyki odnawialnej w naszym kraju.

Nieprędko możemy oczekiwać prądu z polskiej elektrowni jądrowej. Polska Grupa Energetyczna w zaktualizowanej strategii przyznaje, że pierwsza taka elektrownia nie powstanie w 2020 r., jak dotychczas zakładano, lecz 5 lat później. Przyczyną są opóźnienia w rozpisywaniu przetargu na wybór technologii jądrowej i konsultacjach międzynarodowych, podczas których budowie kategorycznie sprzeciwili się Niemcy.

Kolejną alternatywą Polski wobec węgla jest gaz łupkowy. Początkowe optymistyczne szacunki złóż gazu łupkowego w Polsce zostały skorygowane w dół w nowym raporcie przygotowanym wspólnie przez polski Państwowy Instytut Geologiczny i Amerykańską Służbę Geologiczną. Już wcześniej, w lutym br., jedna z poszukujących w Polsce gazu łupkowego firm poinformowała o rozczarowujących wynikach. Należy jednak mieć na uwadze, że dotychczas wykonano tylko 13 odwiertów, tymczasem wiarygodne dane o wielkości złóż będzie można uzyskać dopiero po co najmniej 100 odwiertach. Ministerstwo Środowiska wydało dotychczas blisko 110 koncesji na poszukiwanie gazu z łupków na terenie całego kraju.

Ze względu na fakt, że polskie zasoby gazu łupkowego są oceniane jako największe w Europie, Ministerstwo Środowiska zleciło badania nad faktycznym oddziaływaniem szczelinowania na środowisko. Państwowy Instytut Geologiczny w swoim raporcie potwierdził, że podczas zgodnego z procedurami poszukiwania gazu łupkowego gleba, powietrze i woda są bezpieczne. Należy pamiętać, że pozyskiwanie surowca i wytwarzanie energii każdą techniką wiąże się z ingerencją w środowisko naturalne. Trwająca już latami ingerencja kopalni węgla zarówno kamiennego jak i brunatnego nie wywołuje takich emocji, jak w przypadku wydobycia gazu łupkowego. Warto o tym pamiętać w dobie silnego nacisku UE na ograniczanie emisji CO_2, a więc praktycznie wykluczające

pozyskiwanie energii z węgla. Wydobycie gazu łupkowego ma także pozytywny wpływ na rynek pracy. Według szacunków World Economic Forum, w zeszłym roku blisko 10% nowych miejsc pracy w USA powstało w efekcie intensywnego rozwoju wydobycia gazu łupkowego i ropy naftowej z łupków.

Monopolistyczna pozycja Rosji stanowi największą przeszkodę w dywersyfikacji dostaw surowców energetycznych.

W lutym 2012 r. Komisja UE zdecydowała, że państwa członkowskie będą konsultować z Komisją Europejską i ujawniać innym zainteresowanym państwom członkowskim umowy energetyczne z państwami spoza Unii. Jest to kolejny krok do wspólnej zewnętrznej polityki energetycznej UE mający m.in. na celu ochronę UE przed wymuszaniem przez kraje takie jak Rosja porozumień niezgodnych z interesem członków UE.

Inspiracją tego rozwiązania były konsekwencje zawartej w lutym 2010 r. umowy gazowej między Polską a Rosją. Była ona sprzeczna z prawem unijnym, gdyż gwarantowała Gazpromowi monopol na tranzyt surowca gazociągiem jamalskim przez Polskę do Niemiec. Po interwencji Komisji UE rządy Polski i Rosji renegocjowały tę umowę.

W efekcie znacznych dysproporcji cen gazu, jakie stosował rosyjski Gazprom wobec Polski i Niemiec, pod koniec 2011 r. PGNiG zaczęło importować gaz z Niemiec, korzystając z usługi tzw. wirtualnego rewersu na gazociągu jamalskim. Technicznie gazociąg ten pozwala na przepływ gazu tylko w jednym kierunku – z Rosji do Niemiec. Formalnie PGNiG kupowało gaz od niemieckiego kontrahenta, który z kolei kupował ten sam gaz od Rosjan. Praktycznie gaz ten nie dopływał do Niemiec, lecz był kierowany bezpośrednio do polskiej sieci.

Od marca br. dwukrotnie wzrosły jednak opłaty za import gazu rurociągiem jamalskim z Niemiec do Polski. Ustala je właściciel rurociągu, tj. spółka EuRoPol Gaz, w której po 48% akcji mają PGNiG i Gazprom. W efekcie tego PGNiG w kwietniu br. podniósł ceny gazu dla odbiorców.

Jednocześnie Rosja dąży do ograniczania tranzytu przez Polskę, Ukrainę i Białoruś gazu i ropy naftowej eksportowanej do krajów Europy Zachodniej. W ubiegłym roku otwarto ułożony na dnie Bałtyku gazociąg Nord Stream, a obecnie po wybudowaniu nowego ropociągu do rosyjskiego wybrzeża Bałtyku rozpoczęto eksport tego surowca tankowcami.

Pojawiające się incydenty i komplikacje w dostawach rosyjskiego gazu wielokrotnie już dowodziły negatywnych skutków zależności Polski od surowcowego monopolu Rosji. Warto mieć to na uwadze w czasie wszelkich debat zarówno o zastępowaniu elektrowni węglowych gazowymi, jak i o celowości i skutkach wydobycia gazu łupkowego w Polsce.

Ignacy Morawski[*]

6. SEKTOR FINANSÓW PUBLICZNYCH

Konsolidacja fiskalna na razie nie uderza wyraźnie we wzrost gospodarczy, ale wkrótce jej wpływ może być bardziej widoczny, gdyż wyczerpuje się arsenał środków oszczędnościowych neutralnych dla wzrostu PKB w krótkim okresie.

Polska przechodzi obecnie bardzo głęboką konsolidację fiskalną. Deficyt finansów publicznych w 2010 r. wyniósł niemal 8% PKB; wstępne szacunki Ministerstwa Finansów pokazują, że w 2011 r. został obniżony do 5,6%, zaś do 2013 r. ma spaść do maksymalnie 3% (liczony metodologią unijną). Tak silna konsolidacja jest doświadczeniem nieznanym relatywnie młodej polskiej gospodarce rynkowej, stąd duże trudności w określaniu wpływu tego procesu na wzrost gospodarczy.

Trzeba jednak przyznać, że jak na razie wpływ negatywnego impulsu fiskalnego na dynamikę wzrostu jest ograniczony i mniejszy, niż można się było spodziewać. Pomimo wyraźnego ograniczenia deficytu w 2011 r., wzrost gospodarczy przyspieszył do 4,3%. Jak to wytłumaczyć? Powodów jest kilka.

Po pierwsze, w 2011 r. rząd zastosował instrumenty oszczędnościowe, które mają relatywnie mały wpływ na gospodarkę w krótkim okresie. Przede wszystkim większość składki emerytalnej została przesunięta z OFE do ZUS. Ten ruch przyniósł finansom publicznym około 0,6–0,8% PKB oszczędności. Ponadto podniesiony został o 1 pkt proc. podatek VAT na większość towarów i usług. Ten manewr, wraz z kilkoma innymi zmianami w podatkach pośrednich (m.in. likwidacja odliczenia VAT za samochody z tzw. kratką), pozwolił oszczędzić około 0,6% PKB. A zmiana podatków pośrednich ma relatywnie najmniejszy ze wszystkich podatków wpływ na wzrost gospodarczy, nie zmienia ona bowiem decyzji dotyczących zatrudnienia czy podaży pracy. Ponadto widoczne były efekty ograniczenia możliwości przechodzenia na wcześniejszą emeryturę w 2009 roku. To z kolei mogło mieć pozytywny wpływ na stabilność zatrudnienia w starszych grupach wieku. Jeżeli dodamy do tego fakt, że cyklicznie zwiększyły się dochody z podatków bezpośrednich, to zauważymy, że większość oszczędności fiskalnych w 2011 r. miała teoretycznie mały wpływ na gospodarkę w krótkim okresie.

Po drugie, gospodarka funkcjonowała w wyjątkowo sprzyjających okolicznościach. Osłabienie kursu walutowego oraz spadek realnej stopy procentowej praktycznie do zera – pomimo podwyżek stóp procentowych – stanowiły dość silny impuls monetarny. Głęboki spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych sprzyjał relatywnie solidnej dynamice konsumpcji. A bardzo dobra koniunktura w Niemczech – gdzie wzrost PKB sięgnął 3% – pozwoliła utrzymać wysoką dynamikę eksportu.

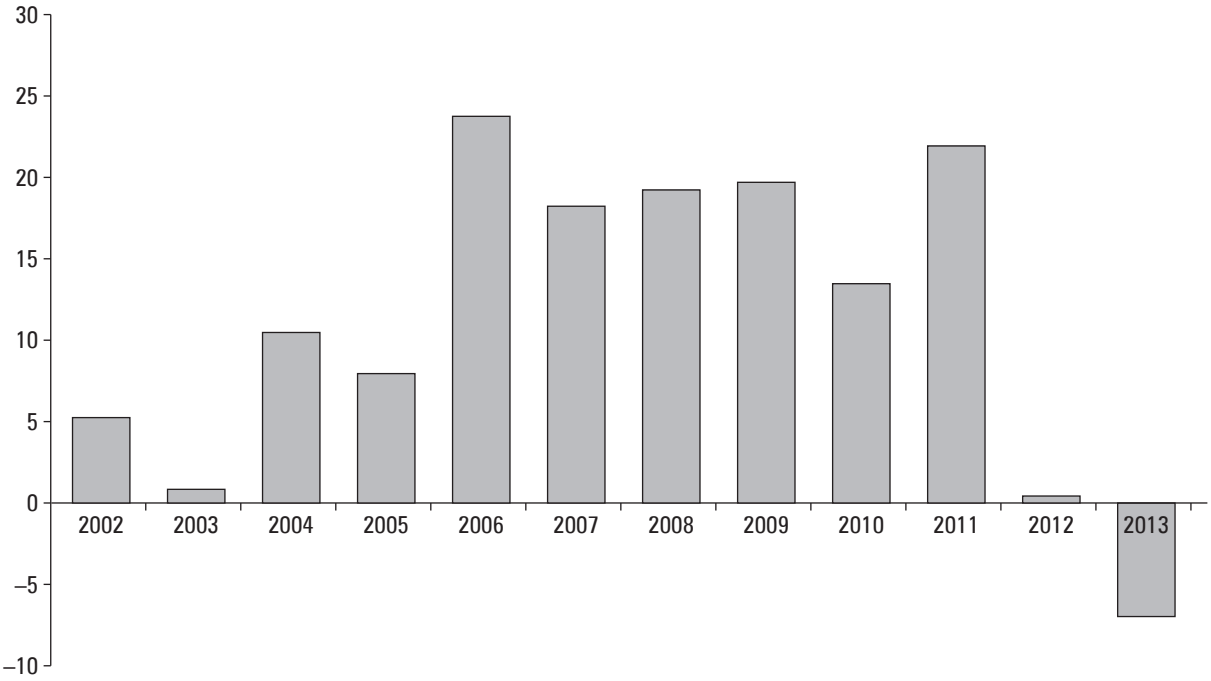
W tym roku niestety wiele ze sprzyjających czynników wygaśnie. Konsolidacja fiskalna nie może opierać się już w znacznej mierze na instrumentach neutralnych dla wzrostu. Ograniczenie składki do OFE przyniesie już tylko 0,5% PKB oszczędności. Po stronie podatków zostanie zwiększona składka rentowa pracodawcy, co ma negatywny wpływ na zatrudnienie i konkurencyjność gospodarki. Warunki monetarne będą mniej sprzyjające, podobnie jak warunki zewnętrzne.

Kluczowy jest jednak fakt, że w tym roku rozpocznie się proces ograniczania inwestycji publicznych. Na podstawie danych z „Programu Konwergencji" oraz aktualnych analiz Ministerstwa Finansów można szacować, że ich dynamika realna spadnie z około 10–15% w 2011 r., do 0–2% w 2012 r. i około minus 5%–minus 10% w 2013 roku. Ponieważ wartość inwestycji publicznych stanowi około 6,5% w stosunku do PKB, ich cięcie ograniczy wzrost gospodarczy – *ceteris paribus*

[*] Polski Bank Przedsiębiorczości.

– w skali nawet do 1,3 pkt. proc. A ten szacunek nie uwzględnia oczywiście efektów wtórnych, takich jak wpływ na rynek pracy. Ważne pytanie brzmi, czy ten ubytek zostanie w jakiś sposób zrekompensowany przez sektor prywatny? Przy dość niskim poziomie inwestycji w latach 2009–2011, przedsiębiorstwa posiadają chociażby duże potrzeby w zakresie odtworzenia kapitału. Trudno mieć jednak nadzieję, że sektor prywatny w całości zrekompensuje spadek stopy inwestycji publicznych. NBP prognozuje, że ogólna dynamika inwestycji w gospodarce obniży się między 2011 r. a 2013 r. z 8,5% do 5,6% i w końcu do zaledwie 1,7% (przy założeniu braku zmian stóp procentowych).

Rysunek 6.1. **Nominalna zmiana inwestycji publicznych, w %**



Uwaga: Lata 2011–2013 – prognoza Komisji Europejskiej. Dane z aktualizacji jesiennej nie uwzględniają faktu, że wzrost inwestycji publicznych był nieco niższy od prognoz.

Źródło: AMECO.

Strategia małych kroków na razie przynosi sukces – deficyt jest ograniczany bez systemowej reformy finansów publicznych choć w dłuższej perspektywie może to być trudne.

W Polsce od lat ścierały się dwie wizje zmian w finansach publicznych. Z jednej strony, były głosy tych, którzy twierdzili, że finansom publicznym potrzebne są głębokie i systemowe zmiany. Z drugiej zaś, słychać było argumenty, że zmian można dokonać jedynie metodą małych i powolnych kroków, gdyż tylko taka strategia jest możliwa politycznie. Ponadto wskazywano, że problem finansów publicznych wcale nie leży w czynnikach strukturalnych i że można zatrzymać tempo przyrostu długu wieloma małymi działaniami.

Jak na razie realizowana jest druga opcja i wiele wskazuje na to, że Polska może spokojnie uniknąć wieszczonego przez pesymistów kryzysu finansów publicznych. Kiedy spojrzymy na finanse publiczne z perspektywy ostatnich kilku lat, zobaczymy, że mimo wielu turbulencji – cięć podatków w latach 2008 i 2009, gwałtownego wzrostu deficytu i długu w latach 2009–2010, szybkiego zmniejszania deficytu od 2011 r. – struktura dochodów i wydatków państwa praktycznie się nie zmieniła. Od roku 2008 nastąpił znaczący spadek dochodów i wzrost wydatków sektora finansów publicznych, ale od 2011 r. oba trendy się zmieniają – dochody są podnoszone, a wydatki obniżane. Przy czym zmiany następują głównie w kategoriach, które odpowiadały za wzrost deficytu. Brak jest natomiast wyraźnych zmian strukturalnych w długim okresie, czyli takich, które znacząco zmieniałyby roz-

miar dochodów z określonych źródeł czy wydatków na określone kategorie. Pokazano to w tabelach 6.1 i 6.2.

Tabela 6.1. **Dochody sektora finansów publicznych, w % PKB (lata 2011–2013 prognoza Komisji Europejskiej)**

Lata	Podatki dochodwe	Podatki pośrednie	Składki ubezpieczeniowe	Inne dochody bieżące	Dochody bieżące ogółem	Transfery kapitałowe	Dochody ogółem
2001	6,3	12,5	13,4	6,4	38,5	0,0	38,5
2002	6,7	13,2	12,9	6,4	39,3	0,0	39,3
2003	6,5	13,2	12,8	6,0	38,4	0,0	38,5
2004	6,5	12,9	12,3	5,5	37,2	0,1	37,2
2005	7,0	13,6	12,3	5,9	38,8	0,6	39,4
2006	7,5	14,2	12,2	5,8	39,7	0,5	40,2
2007	8,6	14,1	12,0	5,2	39,8	0,5	40,3
2008	8,6	14,2	11,3	5,0	39,1	0,5	39,5
2009	7,4	12,9	11,3	4,9	36,6	0,6	37,2
2010	6,9	13,6	11,1	4,6	36,2	1,3	37,5
2011	7,3	14,2	11,6	4,2	37,2	2,4	39,6
2012	7,5	14,3	12,2	4,2	38,2	2,5	40,8
2013	7,7	14,4	12,5	4,1	38,6	2,3	41,0

Źródło: AMECO (aktualizacja jesień 2011).

Tabela 6.2. **Wydatki publiczne w latach 2001–2013, w % PKB (lata 2011–2013 prognoza Komisji Europejskiej)**

Lata	Konsumpcja	Wynagrodzenia	Odsetki	Wydatki i transfery społeczne	Inne wydatki bieżące	Inwestycje publiczne i inne wydatki kapitałowe	Wydatki ogółem
2001	6,1	10,7	3,1	16,9	3,0	4,0	43,8
2002	6,1	10,8	2,9	17,0	3,5	4,0	44,3
2003	6,0	10,7	3,0	16,9	3,6	4,5	44,7
2004	5,8	10,1	2,8	16,0	4,1	3,9	42,6
2005	5,8	10,0	2,8	15,7	4,7	4,4	43,4
2006	6,0	9,8	2,7	15,2	5,4	4,8	43,9
2007	6,0	9,6	2,3	14,2	5,2	4,8	42,2
2008	6,2	10,0	2,2	14,0	5,3	5,5	43,2
2009	5,6	10,2	2,6	14,7	5,1	6,2	44,5
2010	6,2	10,1	2,7	14,8	5,2	6,4	45,4
2011	6,1	9,8	2,8	14,3	5,1	7,1	45,2
2012	6,1	9,7	3,0	14,2	5,1	6,8	44,8
2013	6,1	9,7	3,0	14,1	5,1	6,1	44,0

Źródło: AMECO (aktualizacja jesień 2011).

Po stronie dochodowej w latach 2008–2010 wyraźnie spadały wpływy z podatku dochodowego, podatków pośrednich oraz składek ubezpieczeniowych. Od 2011 r. sytuacja się odwróciła. Rosną

dochody z podatków, m.in. ze względu na zamrożenie progów podatkowych oraz podwyżki VAT i akcyzy, oraz dochody ze składek ubezpieczeniowych, m.in. w wyniku likwidacji części transferów do OFE oraz podwyżki składki rentowej od lutego 2012 roku. Łączne obciążenie podatkowe gospodarki – czyli stosunek dochodów z podatków i składek do PKB – pozostanie w latach 2007–2013 bez wielkich zmian, na poziomie 34–35%

Po stronie wydatków za wysoki deficyt w okresie 2008–2010 odpowiadał głównie wzrost wydatków inwestycyjnych, płacowych oraz kosztów obsługi długu publicznego. Od 2011 r. w dwóch pierwszych kategoriach następuje zdecydowane obniżenie wydatków (w stosunku do PKB). Zamrożenie płac w administracji oraz wygaszanie niektórych projektów inwestycyjnych pozwolą rządowi i samorządom zaoszczędzić 0,6–1 pkt. proc. PKB. Dość istotną i prawdopodobnie jedyną głębszą zmianą strukturalną, która nastąpiła w 2011 r., było obniżenie wydatków społecznych, głównie w wyniku likwidacji części emerytur pomostowych. Stosunek wydatków społecznych do PKB wyraźnie w ostatnich dwóch latach spadł, co przeczy często przytaczanej tezie, że Polska ma problem ze zbyt wysokim poziomem wydatków socjalnych.

Można jednak zadać wiele ważnych pytań co do trwałości strategii małych kroków i braku głębszych zmian w finansach publicznych.

Po pierwsze, arsenał drobnych zmian może się powoli wyczerpywać, a rząd potrzebuje wciąż około 2% PKB trwałych oszczędności poza rokiem 2013, żeby sprowadzić deficyt finansów publicznych do założonego poziomu 1% PKB. W tym celu będzie potrzebne albo wyraźne podniesienie podatków, albo obniżenie wydatków. Pytanie: jakich? Najłatwiejszym sposobem byłoby dalsze cięcie wydatków inwestycyjnych, to jednak obniży długookresowy potencjał rozwoju polskiej gospodarki. Prawdopodobnie lepszym rozwiązaniem byłaby reforma podatku VAT – polegająca na ujednoliceniu go na poziomie 18% – co mogłoby przynieść około 1% PKB dochodów. To będzie można już nazwać reformą strukturalną. Kolejnym ważnym elementem powinno być podniesienie wieku emerytalnego. Rząd pracuje już nad tym projektem, choć opór zarówno w opozycji, jak i koalicji rośnie. Z szacunków rządowych wynika, że podniesienie wieku emerytalnego może przynieść finansom publicznym około 0,5–0,8% PKB oszczędności do 2017 roku. To dość istotna kwota.

Po drugie, choć ryzyko kryzysu finansów publicznych znacząco spadło, to aktualne pozostaje pytanie, czy obecna struktura dochodów i wydatków sektora finansów publicznych sprzyja szybkiemu rozwojowi polskiej gospodarki. Można mieć co do tego pewne wątpliwości. Dane OECD pokazują, że choć Polska posiada jeden z najniższych odsetków wydatków socjalnych w Europie, to ich efektywność jest niska. Gros wydatków jest przeznaczane na emerytury, a ta część będzie rosła. Znacznie mniej wydajemy natomiast na zdrowie czy edukację, czyli dziedziny, które mają duże znaczenie dla jakości siły roboczej. Kolejny problem to wysokie bezrobocie szczególnie wśród młodzieży– przekracza 25% i jest jednym z wyższych w UE, pomijając kraje Południa. Można zadać pytanie, czy polityka fiskalna nie powinna bardziej sprzyjać zatrudnieniu? Wysokie bezrobocie oznacza przecież długookresową stratę części potencjalnego wzrostu.

Wiele wskazuje na to, że Polska może mieć podniesiony rating, choć kluczowym czynnikiem blokującym taki ruch jest duże ryzyko turbulencji na rynkach finansowych i ich wpływ na krajową gospodarkę.

Temat podniesienia ratingu Polski pojawia się coraz częściej w komentarzach ekonomicznych. Przedstawiciele banku centralnego i Ministerstwa Finansów otwarcie mówią, że Polska zasługuje na wyższą ocenę wiarygodności kredytowej. Taką opinię zdają się również wydawać rynki finansowe – ryzyko niewypłacalności rządu polskiego, mierzone kontraktami CDS, jest niższe niż w przypadku wielu krajów UE o wyższym ratingu, m.in. Francji, Belgii czy Hiszpanii. Rynki są chimeryczne, ale – patrząc historycznie – często lepiej oceniały ryzyko niż agencje ratingowe.

Ewentualne podniesienie ratingu miałoby niebagatelne znaczenie makroekonomiczne. Pozwoliłoby obniżyć koszty obsługi długu i wykorzystać zaoszczędzone pieniądze na produktywne cele. Pytanie, jakie Polska ma szanse na podniesienie ratingu, jest zatem istotne. Żeby udzielić na nie odpowiedzi, dokonuję krótkiego porównania najważniejszych parametrów finansowych Polski

i dwóch krajów, Hiszpanii i Słowacji, które według agencji Standard&Poor's mają rating wyższy o jeden stopień od Polski (A wobec A-). Nie jest to oczywiście porównanie wystarczające, ale pozwala wyciągnąć kilka ciekawych wniosków.

Tabela 6.3. **Wartości szacunkowe za 2011 r.**

Wyszczególnienie	Polska	Słowacja	Hiszpania
Saldo finansów publicznych, w % PKB	–5,6	–5,8	–8,5
Dług publiczny, w % PKB	56	45	70
Dług zagraniczny jako część długu publicznego, w %	ok. 42	ok. 50	ok. 40
Dług zagraniczny ogółem, w % PKB	65	75	165
Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne i deficyt na rachunku obrotów bieżących w stosunku do rezerw walutowych	100	–	–
Deficyt na rachunku obrotów bieżących, w % PKB	4,5	1,6	5,5
CDS 5Y, w dolarach na dzień 15 marca 2012 r.	170	220	403
Rentowność 10Y (średnio w lutym)	5,46	4,98	5,11
Średni wzrost PKB 2008–2011	3,7	2,1	–1

Źródło: Ameco, banki centralne, Reuters, obliczenia własne (niektóre dane są zaokrąglone).

Jeżeli chodzi o dług publiczny, Polska prezentuje się nie gorzej niż kraje o porównywalnej ocenie wiarygodności kredytowej. Dług w wysokości 56% PKB jest znacznie niższy niż w przypadku Hiszpanii i wyższy niż w przypadku Słowacji. Wiadomo jednak, że samo zadłużenie nie jest dla agencji ratingowych kluczowym wyznacznikiem oceny. Równie ważne, a może nawet ważniejsze, jest zadłużenie zagraniczne. W tej kategorii Polska również nie wypada gorzej niż Hiszpania czy Słowacja. Posiadamy niższe zadłużenie zagraniczne ogółem niż te kraje oraz porównywalny udział zadłużenia zagranicznego w długu publicznym. Polska wypada nieco gorzej niż Słowacja w zakresie bilansu obrotów bieżących, ale z kolei posiada niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących niż Hiszpania.

Biorąc pod uwagę stabilność polityczną i skłonność do długookresowych reform, Polska również może być relatywnie dobrze oceniona. Zarówno w Hiszpanii jak i na Słowacji miały ostatnio miejsce wybory, a długookresowy kurs reform nowych rządów – odpowiednio Mariano Rajoya i Roberta Fico – trudno przewidzieć. Oba rządy zobowiązały się do poprawy bilansu finansów publicznych, ale nie podjęły jeszcze żadnych strategicznych decyzji. W Polsce działania reformatorskie są zaś coraz bardziej widoczne.

Jest zatem jasne, że Polska ma pewne predyspozycje do tego, aby posiadać wyższy rating, zgodnie z tym, co mówią przedstawiciele Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego. Jest jednak jeden czynnik, który blokuje Polsce podniesienie oceny wiarygodności kredytowej – ryzyko powtarzających się turbulencji na rynkach finansowych. W przeciwieństwie do Hiszpanii czy Słowacji, Polska nie używa drugiej najważniejszej waluty rezerwowej świata. Przy rosnącym zadłużeniu zagranicznym, szczególnie sektora publicznego, jest zatem narażona na silne wahania kursu walutowego, które – w ekstremalnych przypadkach – mogą utrudniać obsługę zadłużenia. Ryzyko skrajne, tzw. tailrisk, jest po ostatnim kryzysie bardziej doceniane przez rynki i agencje. Choć warto też przypomnieć, że ostatnie dwa lata pokazały, iż bycie członkiem strefy euro nie chroni przed kryzysem fiskalnym. Jest zatem prawdopodobne, że Hiszpania i Słowacja, podobnie jak inne kraje strefy euro, będą miały obniżane ratingi, a pozycja Polski relatywnie się poprawi.

Wiele też zależy od decyzji polskiego rządu. Jeżeli konsekwentnie będą wprowadzane reformy strukturalne, m.in. dotyczące wieku emerytalnego, to szansa na pozytywny ruch ze strony agencji będzie rosła.

7. SEKTOR FINANSOWY

Stanisław Kubielas[*]

7.1. SEKTOR BANKOWY

WZROST AKTYWÓW I AKCJI KREDYTOWEJ SEKTORA BANKOWEGO

Dynamika aktywów banków wzrosła w 2011 r. stosunku do roku poprzedniego. Oprócz instrumentów dłużnych w 2011 r. większą rolę zaczął odgrywać kredyt, zwłaszcza kredyt dla przedsiębiorstw. W kredycie dla gospodarstw domowych nadal dominował kredyt mieszkaniowy, przy silnym wyhamowaniu kredytu konsumpcyjnego.

Dynamika aktywów sektora bankowego w 2011 r. przyspieszyła w stosunku do poprzedniego roku. Po stagnacji w roku 2009 nastąpiło niewielkie przyspieszenie wzrostu już w 2010 r. do 9,6%, a w roku ubiegłym odnotowaliśmy wzrost o kolejne 11,7% nominalnie, co jednak przy większej inflacji dało 6,8% realnie, czyli niewiele więcej niż w 2010 roku. Aktywa sektora bankowego, które rok wcześniej wzrosły o ponad 100 mld zł, w 2011 r. powiększyły się o 136 mld zł do poziomu 1295 mld zł. Nastąpił dalszy wzrost relacji aktywów sektora bankowego do PKB z 82% na koniec 2010 roku do 85% po na koniec ubiegłego roku. Warto też zauważyć, że już drugi rok tempo wzrostu aktywów netto sektora bankowego przekracza tempo wzrostu PKB (obecnie o około 2,5%), co jest prawidłową tendencją dla rozwijającej się gospodarki, chociaż to wyprzedzenie jest jeszcze niewielkie[1].

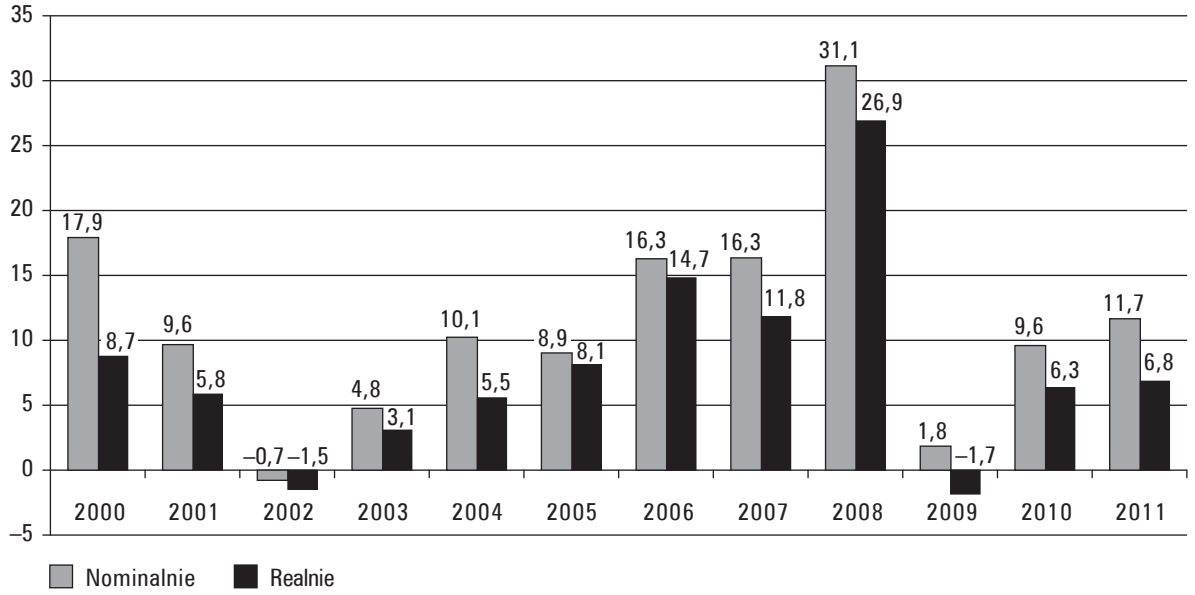
Umiarkowane tempo wzrostu sumy bilansowej wynikało z tempa wzrostu akcji kredytowej. Banki zachowały wzmożoną ostrożność w polityce kredytowej z uwagi na utrzymującą się niepewność co do rozwoju koniunktury oraz konieczność wzmocnienia zarządzania ryzykiem i poprawy efektywności. Po względnej stabilizacji i poprawie nastrojów na rynkach finansowych w pierwszej połowie roku, w drugiej nastąpiło istotne pogorszenie z powodu narastającego kryzysu fiskalnego w Europie i przeciągającej się procedury zwiększenia limitu zadłużeniowego w USA, do czego doszło obniżenie ratingów finansowych wielu krajów. O ile suma bilansowa wzrosła o 136 mld zł, to akcja kredytowa zwiększyła się tylko o około 100 mld zł, czyli część środków finansowych banki lokowały w bezpieczne i płynne aktywa, głównie w obligacje skarbowe i bony pieniężne NBP.

Po załamaniu akcji kredytowej w 2009 r. pewna poprawa nastąpiła już w 2010 r. z przyrostem kredytu dla sektora niefinansowego o 8,9% i dodatkowym wolumenem około 57 mld zł. W ubiegłym roku odnotowaliśmy wyraźne przyspieszenie akcji kredytowej, bo przyrost wolumenu był prawie dwukrotnie większy i wyniósł 101 mld zł z rocznym tempem wzrostu 14,6%. Nastąpiła także istotna zmiana struktury udzielonych kredytów. O ile wcześniej dominował kredyt mieszkaniowy przy stagnacji kredytu korporacyjnego i szybkim wzroście kredytu konsumpcyjnego, to w ubiegłym roku w przyroście akcji kredytowej kredyt mieszkaniowy zachował wprawdzie dominującą pozycję, ale przy szybkim wzroście kredytu korporacyjnego dorównującego mu wolumenem przyrostu oraz zahamowaniu kredytu konsumpcyjnego.

[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

[1] Przy stosunkowo niskim poziomie monetaryzacji gospodarki (relacji aktywów sektora bankowego do PKB) jej zwiększenie wymaga znacznie szybszego wzrostu aktywów sektora bankowego od wzrostu PKB; dla gospodarek rozwijających się powinna to być przynajmniej dwukrotność.

Rysunek 7.1. **Dynamika aktywów sektora bankowego w latach 2000–2011 (r./r., w %)**



Źródło: NBP i KNF.

Przyrost wolumenu kredytu dla sektora niefinansowego w ciągu ub. roku wyniósł 101 mld zł, z czego 56 mld zł przypadło na gospodarstwa domowe, w tym 50 mld zł stanowił kredyt mieszkaniowy, przy całkowitym zahamowaniu przyrostu kredytu konsumpcyjnego. Natomiast prawie 45 mld zł przypadło na przyrost kredytu korporacyjnego wobec kilkumiliardowego spadku rok wcześniej. O ile więc w 2010 r. tempo wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego, gospodarstw domowych i mieszkaniowego wynosiło odpowiednio: 8,9%, 14% i 23%, przy stagnacji kredytu korporacyjnego, to w ub. roku mieliśmy wzrosty odpowiednio: 14,6%, 13%, 19%, przy wzroście o 20% kredytu korporacyjnego. Chociaż w wolumenie największy przyrost osiąga kredyt mieszkaniowy, to jednak pod względem stopy wzrostu wyprzedza go kredyt dla przedsiębiorstw i prawie dorównuje mu wielkością.

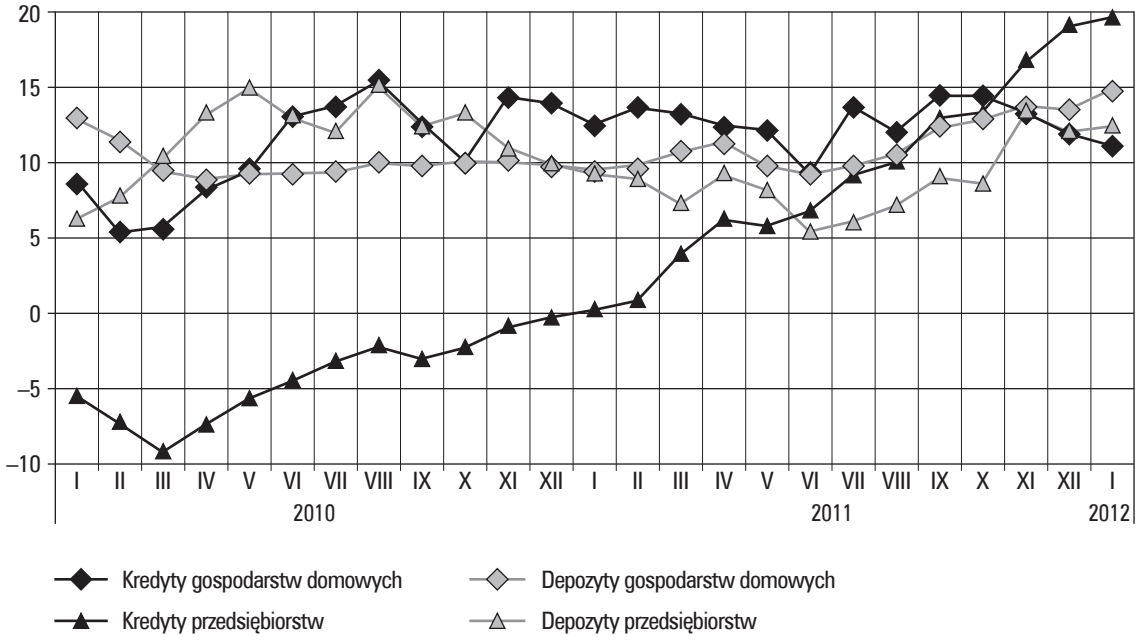
Wydaje się, że obserwujemy pewną stabilizację przyrostu kredytu mieszkaniowego, który ciągle odgrywa dominującą rolę w akcji kredytowej dla sektora niefinansowego. Poczynając od 2008 r. w kolejnych latach mieliśmy przyrosty odpowiednio o 74 mld zł, 24 mld zł, 50 mld zł, a w roku ubiegłym o 51 mld zł. Udział kredytu mieszkaniowego w kredytach dla ludności ogółem wzrósł do 60% na koniec ub. roku, co sprawia, że ekspozycja niektórych banków na ryzyka związane z zaangażowaniem na rynku kredytu hipotecznego znacząco wzrosła. Jednocześnie widać już stopniowe pogarszanie się jakości tego portfela, a przy zahamowaniu a nawet spadku cen nieruchomości groźny staje się udział kredytów mieszkaniowych udzielonych przy zabezpieczeniach na poziomie LTV>100%, który w ostatnim roku wzrósł dwukrotnie z 50 mld zł do 100 mld zł (czyli do około jednej trzeciej udzielonego kredytu hipotecznego)[2]. W tej sytuacji nawet niewielki spadek cen nieruchomości lub/i spadek kursu złotego (62% kredytów mieszkaniowych udzielona jest w walutach obcych) może spowodować znaczne pogorszenie portfela kredytów hipotecznych i narazić na straty banki o nadmiernej ekspozycji w tym segmencie. Rośnie więc poziom ostrożności i restrykcyjności ze strony banków, zwłaszcza pod wpływem kolejnych rekomendacji nadzoru bankowego. Z podobnych powodów nastąpił też zastój w akcji kredytu konsumpcyjnego, który dynamicznie rozwijał się w dwóch poprzednich latach, w ostatnim zaś okresie wykazuje tendencję malejącą, bo z powodu znacznego pogorszenia się jakości portfela kredytu konsumpcyjnego banki zaostrzyły kryteria.

Kredyt korporacyjny dla przedsiębiorstw, który od dwóch lat się kurczył, od II kwartału ub. roku wyraźnie zaczął rosnąć, najpierw w tempie 6–7%, a w drugiej połowie roku przyspieszył powyżej

[2] LTV (*loan-to-value*) oznacza relację wartości pożyczonej kwoty do wartości zabezpieczenia w postaci np. ceny rynkowej finansowanej nieruchomości.

10% (w skali roku, licząc m./m.), by na koniec roku osiągnąć tempo 20%. Poprawa koniunktury, szybsze tempo wzrostu gospodarczego, a zwłaszcza poprawa kondycji finansowej sektora przedsiębiorstw (rekordowe zyski netto i poziom płynności) pozytywnie odbiły się na jakości portfela kredytów korporacyjnych, co skłoniło banki do rozluźnienia wcześniejszej restrykcyjnej polityki. Poprawa koniunktury obserwowana w pierwszej połowie roku zachęciła przedsiębiorstwa do wzrostu popytu na kredyt na finansowanie rosnących wydatków inwestycyjnych, które wyraźnie przyspieszyły w 2011 roku. Wobec ponad dwumiliardowego spadku wolumenu kredytu korporacyjnego w 2010 r., w ubiegłym roku nastąpił jego przyrost aż o 45 mld zł.

Rysunek 7.2. **Roczna dynamika kredytów i depozytów (w %, m./m.)**



Źródło: NBP i KNF.

Po stronie depozytów obserwujemy ograniczone tempo wzrostu bazy depozytowej, które w 2010 r. obniżyło się do 9,5% z 15% rok wcześniej, a wzrosło do 12,9% w ubiegłym roku. Zwłaszcza w pierwszej połowie 2011 r. dało się zauważyć spowolnienie wzrostu depozytów zarówno po stronie przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych. W przypadku przedsiębiorstw doszło do spadku wolumenu depozytów w pierwszym półroczu o 3,6%, podczas gdy w dwóch poprzednich latach mieliśmy do czynienia z ponad 10-procentowym rocznym przyrostem. Przedsiębiorstwa zaczęły wykorzystywać wolne środki finansowe do finansowania rozwoju, wzrostu zapasów i inwestycji. Natomiast depozyty gospodarstw domowych wzrosły w pierwszej połowie ub. roku zaledwie o 3,2%. W tym przypadku mieliśmy do czynienia z efektem wcześniejszych obniżek stóp procentowych, poprawy atrakcyjności alternatywnych lokat (fundusze inwestycyjne, giełda), oraz zwiększonego korzystania z deponowanych środków na finansowanie bieżącej konsumpcji w związku z zaostrzeniem przez banki podaży kredytu konsumpcyjnego. W sumie w ciągu całego 2011 r. depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 13% (wobec wzrostu o 17,2% i 8,9% odpowiednio w latach 2009 i 2010).

W rezultacie nastąpił łączny wzrost depozytów w pierwszym półroczu 2011 r. o 7 mld zł, podczas gdy w całym poprzednim roku przyrost wyniósł ponad 50 mld zł), na co złożył się wzrost depozytów gospodarstw domowych o 13,5 mld zł, przy spadku depozytów przedsiębiorstw o 6,5 mld zł (wobec wzrostu o 17,6 mld zł rok wcześniej). Sytuacja zmieniła się w drugiej połowie roku, gdy na skutek pogorszenia koniunktury giełdowej gospodarstwa domowe przeniosły część oszczędności do banków oferujących wyższe stopy procentowe (podwyżki stóp procentowych przez NBP w pierwszej połowie roku), a przedsiębiorstwa nagle pod koniec roku zwiększyły swoje depozyty, nie wiedząc, co robić z krociowymi zyskami. W efekcie w skali roku depozyty wzrosły o 12,9%, czyli o 78 mld zł, tzn.

więcej niż w poprzednim roku, z czego 55 mld zł dostarczyły gospodarstwa domowe (wzrost o 13%), a 23 mld zł przedsiębiorstwa (wzrost o 12,6%).

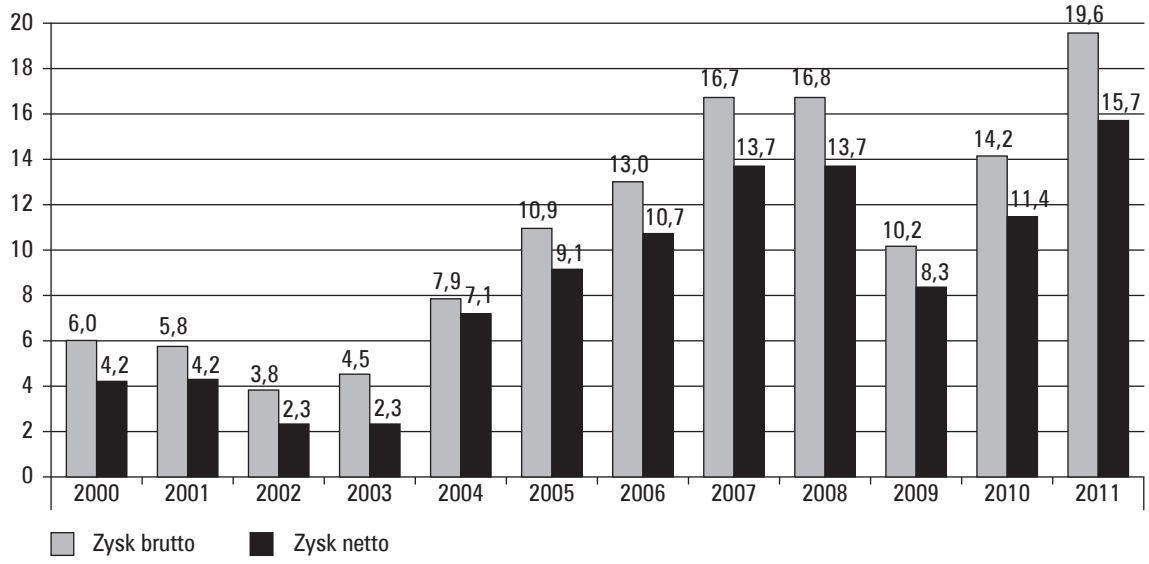
Na skutek szybszego wzrostu kredytów od depozytów sektora niefinansowego uległa odwróceniu obecnie tendencja zmniejszania się luki finansowej[3]. Wzrosła ona z 114,9% na koniec 2010 r. do 122% na koniec III kwartału ub. roku, by pod wpływem przyspieszenia przyrostu depozytów obniżyć się w ostatnim kwartale do około 117%. Oznacza to pewne pogorszenie się płynności sektora bankowego, a przynajmniej utrudnienie dostępu do finansowania tanim źródłem, jakim są depozyty. Można przewidywać, że w obecnej sytuacji, gdy ulegną również pogorszeniu warunki finansowania na rynku międzybankowym, banki będą musiały zintensyfikować walkę o depozyty.

WYNIKI FINANSOWE I STABILNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO

Wynik finansowy sektora bankowego jest największy od początku transformacji i powstania banków komercyjnych w Polsce. Podwyżki stóp procentowych pomogły w zwiększeniu wyniku odsetkowego, a dobra koniunktura w zwiększeniu akcji kredytowej oraz zmniejszeniu odpisów na rezerwy. Pozwoliło to na poprawę efektywności sektora i wzmocnienie bazy kapitałowej.

Po spadku zysku netto w 2009 r. o 40% w stosunku do wyniku rok wcześniej (z 13,7 mld zł do 8,3 mld zł), mamy obecnie drugi rok, gdy zysk netto sektora bankowego wzrósł o 38%. Dało to zysk netto w kwocie 11,4 mld zł w 2010 r. i rekordowy, najwyższy w historii sektora bankowego w Polsce od początku transformacji, wynik 15,7 mld zł w ub. roku.

Rysunek 7.3. **Wyniki finansowe sektora bankowego w latach 2000–2011 (w mld zł)**



Źródło: GINB i KNF.

W strukturze tworzenia wyniku z działalności bankowej umocniły się zaobserwowane już wcześniej tendencje. Dynamika wyniku działalności bankowej przyspieszyła z 7% w 2010 r. do 8% w ub. roku, co było rezultatem utrzymania się szybkiego tempa wzrostu wyniku odsetkowego (13% wobec 17% w ub. roku) oraz dalszego spadku o 30% odpisów na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów.

[3] Luka finansowa rozumiana jako relacja kredytów do depozytów.

Poprawa koniunktury pozwoliła na wzrost akcji kredytowej, a podwyżki stóp procentowych pozwoliły powiększyć wynik odsetkowy o 13%, gdy przychody i koszty odsetkowe rosły w takim samym tempie 13%. Z kolei poprawa sytuacji przedsiębiorstw przełożyła się na poprawę jakości portfela kredytowego i umożliwiła znaczną redukcję odpisów.

Odpisy na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów znacznie zmalały na skutek poprawy jakości portfela kredytowego. Udział należności zagrożonych w należnościach ogółem od sektora niefinansowego wzrósł w 2010 r. z 7,9% do 8,8%, lecz w ub. roku przestał się zwiększać i zmalał do 8,3%. Udział kredytów zagrożonych sektora przedsiębiorstw powiększył się w 2010 r. z 11,7% do 12,4%, lecz w ub. roku zmalał do 10,5%. W przypadku gospodarstw domowych udział kredytów zagrożonych wzrósł z 5,9% na koniec 2009 r. do 7,2% na koniec 2010 r. i pozostał na tym poziomie do chwili obecnej. Najbardziej powiększał się udział zagrożonych kredytów konsumpcyjnych z 13% na koniec 2009 roku do 17,3% rok później i do 18% obecnie. Najmniej rośnie udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów mieszkaniowych, który powiększył się z 1,4% do 1,8 % w 2010 r. i do 2,3 % na koniec ub. roku.

Rosnące w wyniku poprawy koniunktury przychody banków i wzrost zysku netto wpłynęły na znaczną poprawę wskaźników efektywności operacyjnej. Mimo wyraźnego przyrostu funduszy własnych, utrzymującego się nadal powyżej 10% w skali rocznej, sektor bankowy odnotował w 2011 r. dalszą poprawę wskaźnika zwrotu na kapitale (ROE) do 15% z 12% rok wcześniej. Podobnie poprawę odnotowano w przypadku wskaźnika zwrotu z aktywów (ROA), który podniósł się do 1,3% z poziomu 1% rok wcześniej (tab. 7.1).

Tabela 7.1. **Wskaźniki efektywności operacyjnej sektora bankowego w latach 2005–2011 (w %)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	20,9	23,1	22,9	20,9	10,2	12,0	15,0
ROA	1,6	1,8	1,9	1,6	0,8	1,0	1,3
Współczynnik wypłacalności	14,5	13,2	12,0	11,1	13,3	13,9	13,1
Należności zagrożone	11,5	7,6	5,4	4,5	7,9	8,8	8,3
w tym							
• przedsiębiorstwa					11,7	12,4	10,5
• gospodarstwa domowe					5,9	7,2	7,2
• mieszkaniowe					1,4	1,8	2,3
• konsumpcyjne					13,0	17,3	18,0

Źródło: GINB i KNF.

Mimo że banki nadal przeznaczały znaczną część wygospodarowanych zysków na podwyższenie kapitałów, w ubiegłym roku nastąpiło niewielkie obniżenie współczynnika wypłacalności do 13,1% z 13,9% rok wcześniej[4]. Jest to najprawdopodobniej wynikiem zwiększenia akcji kredytowej w 2011 roku. Chociaż wszystkie banki osiągają obecnie współczynnik wypłacalności powyżej ustawowego minimum 8%, istnieją naciski regulacyjne, by wobec trwającego kryzysu finansowego na świecie utrzymywać te współczynniki na poziomie znacznie wyższym, nawet w granicach 13–15%.

W roku 2011 banki krajowe nie odczuły wpływu zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych, związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, czy osłabienia wzrostu gospodarczego. Stabilność systemu bankowego uległa raczej wzmocnieniu niż osłabieniu, szczególnie dzięki rekordowym wynikom finansowym. Niemniej jednak już pod koniec ub. roku mogliśmy zaobserwować przyhamowanie dynamiki kredytów, utrzymujące się także w 2012 roku. Oznacza to, że spowolnienie gospodarki światowej z pewnym poślizgiem czasowym znajdzie także odbicie w tempie rozwoju gospodarki polskiej w tym roku, a także w osłabieniu akcji kredytowej. Dynamika sektora bankowego, zarówno pod względem przyrostu aktywów jak i zysków, będzie z pewnością

[4] Po rekordowym zasileniu kapitałów w 2009 r. banki powróciły do praktyki przeznaczania połowy zysków na dywidendę, a połowy na zasilenie kapitałów, chociaż KNF sugeruje raczej większe wzmocnienie bazy kapitałowej.

niższa niż w roku ubiegłym, a zyski być może w ogóle nie wzrosną. Już wyraźnie zarysowało się obniżenie dynamiki kredytu hipotecznego. Można się spodziewać, że na skutek spowolnienia wzrostu gospodarczego i popytu zahamowaniu ulegnie także dynamika kredytu korporacyjnego. Ponieważ sektor przedsiębiorstw krajowych jest w dobrej kondycji finansowej, nie należy na razie oczekiwać pogorszenia jakości portfela kredytowego.

Na skutek pogorszenia standingu finansowego wielu banków zagranicznych, będących większościowymi udziałowcami banków krajowych, nie wykluczone są kolejne zmiany własnościowe. Wprawdzie sytuacja na rynkach międzybankowych uległa uspokojeniu po porozumieniu w sprawie pomocy dla Grecji, jednak wiele banków będących jej wierzycielami znalazło się w trudnej sytuacji kapitałowej wobec konieczności utrzymania poziomu wymogów kapitałowych po dokonanych odpisach. Zmusza ich to do sprzedaży części swoich aktywów, a często są wybierane ich spółki córki działające w Polsce. Po nabyciu udziałów w BZWBK od irlandzkiego banku Allied Irish Bank (AIB) hiszpański bank Banco Santander przejął właśnie udziały w Kredyt Banku od belgijskiego banku KBC. W wyniku tej transakcji powstanie trzeci co do wielkości bank w Polsce, co zmieni strukturę krajowego rynku bankowego. Polski rynek bankowy staje się coraz bardziej atrakcyjny, przyciągając nowych inwestorów, wśród których znalazły się w końcu także chińskie banki ubiegające się o pozwolenia na działalność w Polsce.

Lesław Pietrewicz*

7.2. GIEŁDA

Najważniejszym wydarzeniem roku 2011 na rynkach kapitałowych, włączając GPW, było sierpniowe załamanie indeksów.

Rok 2011 na rynkach kapitałowych można podzielić na dwa zasadniczo odmienne okresy: od stycznia do końca lipca i od początku sierpnia do końca roku. Pierwsze siedem miesięcy to okres względnego spokoju i stabilnej koniunktury. W tym okresie indeks szerokiego rynku WIG praktycznie nie zmienił wartości (spadek o 0,71%), a na głównym parkiecie GPW zadebiutowały 33 spółki (w 2010 r. miały miejsce 34 debiuty). Sierpień przyniósł na rynkach kapitałowych świata paniczną wyprzedaż akcji, która nie ominęła też warszawskiego parkietu. Słaba koniunktura utrzymała się do końca roku, w efekcie czego na koniec grudnia roczna dynamika WIG wyniosła −20,83%. Jeszcze gorzej prezentował się segment małych spółek – kojarzony z nim indeks sWIG80 spadł aż o 30,47%. Konsekwencją tego było zamrożenie rynku IPO (jedynie 5 kolejnych debiutów – rys. 7.4) i znaczący spadek kapitalizacji GPW (rys. 7.5).

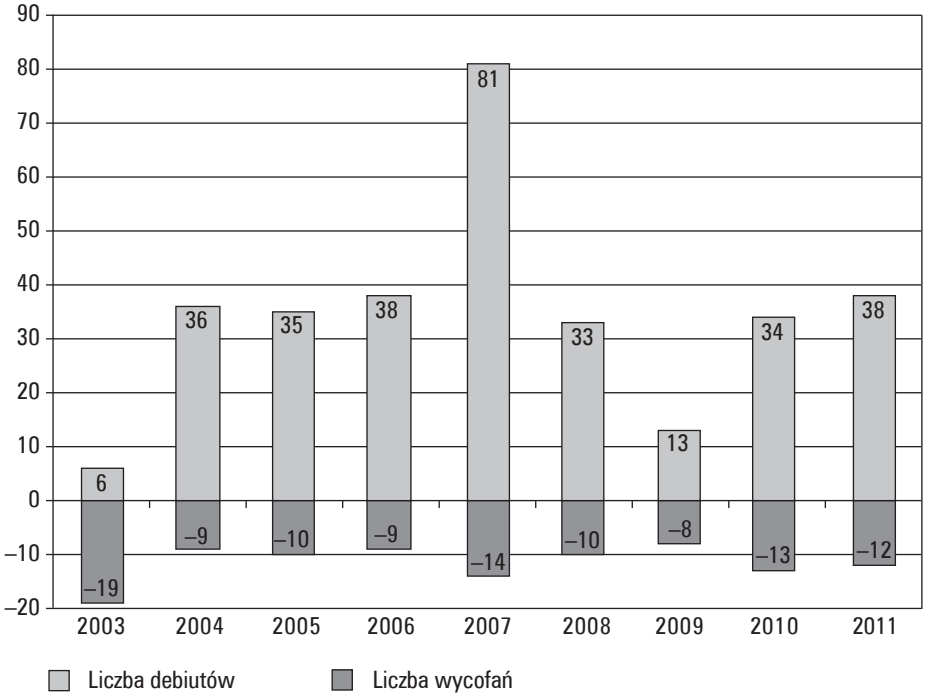
Utrzymująca się od 2004 r. nadwyżka debiutów nad wycofaniami spółek z obrotu na GPW (rys. 7.4) oznacza systematyczny wzrost liczby notowanych przedsiębiorstw (rys. 7.6), co z kolei przekłada się na stopniowy wzrost pozycji warszawskiej giełdy w Europie (rys. 7.7).

Obecnie GPW zalicza się do europejskich średniaków (11. miejsce na kontynencie z kapitalizacją rzędu 107 mld euro), konkurując o prymat w Europie Środkowej z grupą CEESEG stworzoną wokół parkietu wiedeńskiego. Trudno obecnie mówić o dominacji któregoś z tych konkurentów czy o większych szansach stworzenia regionalnego centrum finansowego na Europę Środkową, co wynika z odmiennych silnych i słabych stron, przyjętych wizji rozwoju i realizowanych strategii. Należy jednak podkreślić, że z punktu widzenia strategii konkurencyjnej rozgrywka

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

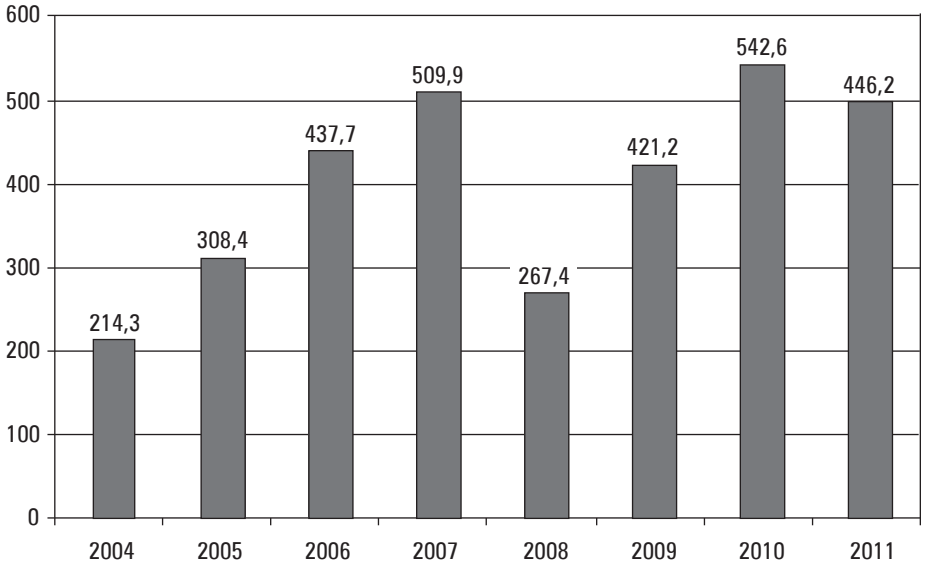
będzie się toczyć nie o to, czy to centrum powstanie w Warszawie czy w Wiedniu, ale o to, czy Europa Środkowa w ogóle dopracuje się takiego centrum w sensie faktycznym, czyli ośrodka pełniącego takie same funkcje jak inne regionalne centra finansowe, nie zaś w sensie propagandowym.

Rysunek 7.4. **Liczba debiutów i wycofań na rynku głównym GPW w latach 2003–2011**



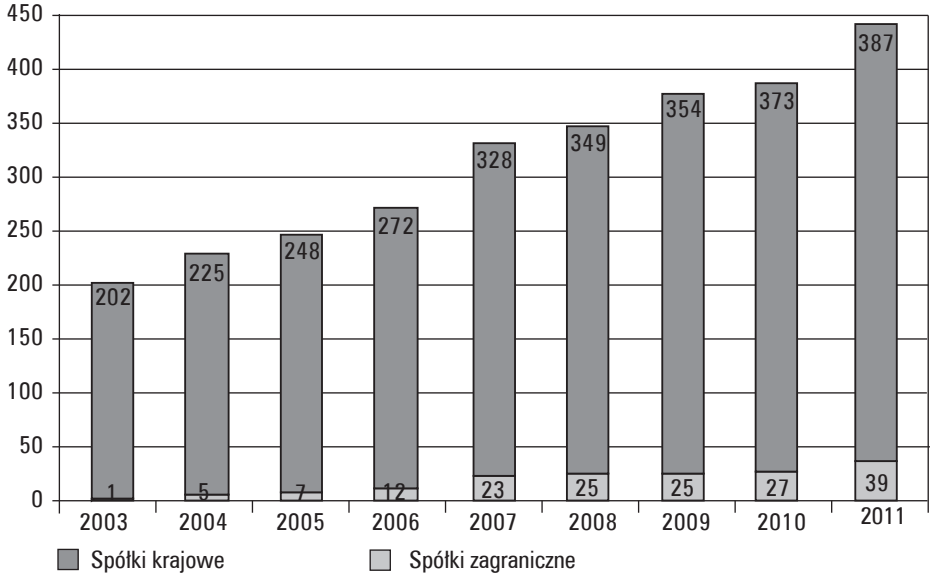
Źródło: GPW (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja).

Rysunek 7.5. **Kapitalizacja spółek krajowych na koniec okresu w latach 2004–2011 (w mld zł)**



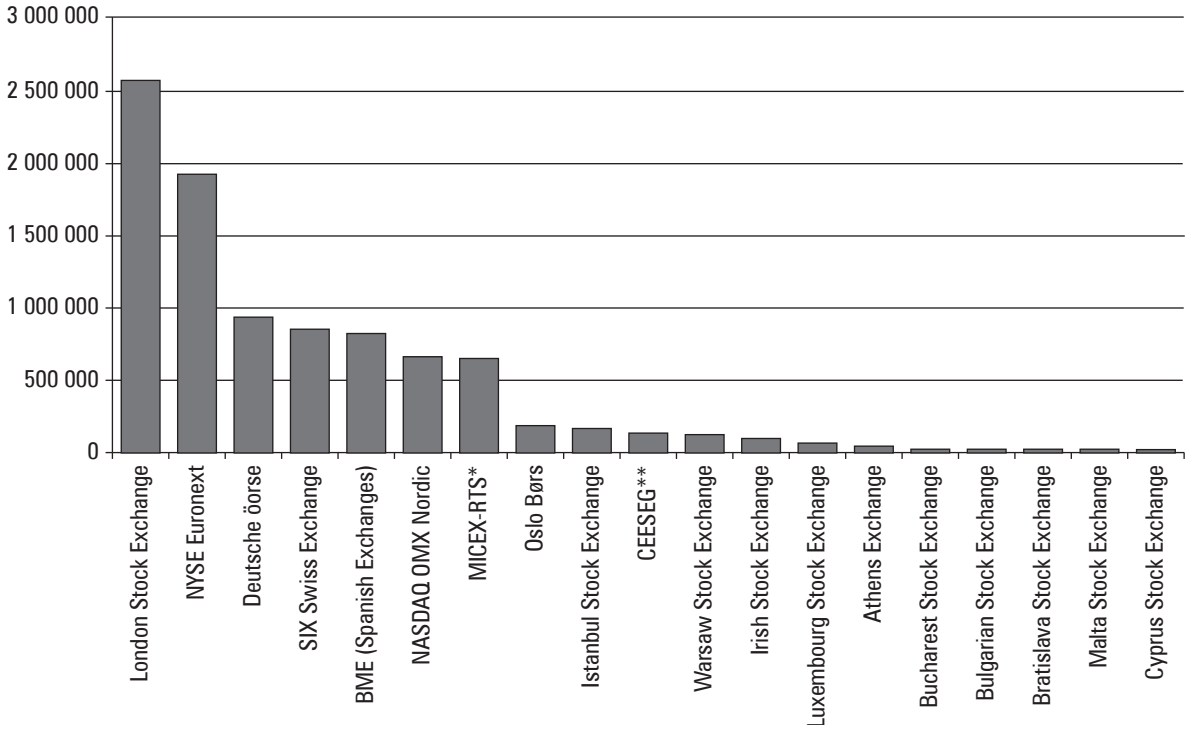
Źródło: GPW (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja).

Rysunek 7.6. **Liczba spółek notowanych na GPW na koniec okresu w latach 2003–2011**



Źródło: GPW (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja).

Rysunek 7.7. **Kapitalizacja wybranych giełd europejskich na koniec 2011 r. (w mln EUR)**



* MICEX-RTS to połączone w grudniu 2011 r. giełdy moskiewskie.
** CEE SEG – Central Eastern Europe Stock Exchange Group, czyli grupa wiedeńska (Wiedeń, Budapeszt, Praga, Lublana)

Uwaga: pokazana kapitalizacja grup NYSE Euronext i NASDAQ OMX dotyczy wyłącznie ich części europejskich.

Źródło: FESE, WFE, obliczenia własne.

Stopniowemu wzrostowi pozycji GPW w Europie pod względem kapitalizacji towarzyszy powolna zmiana struktury obrotów. Według danych GPW, w 2011 r. największy udział w obrotach akcjami

na rynku głównym (47%) mieli inwestorzy zagraniczni (jeszcze w 2007 r. było to 33%). Ponad połowa ich obrotów (55%) została wygenerowana przez biura londyńskie. Drugą pozycję w obrotach akcjami utrzymały krajowe instytucje finansowe, które wygenerowały 35% obrotów akcjami. Co ciekawe, w tej grupie w drugim półroczu największy udział (34%) mieli animatorzy[5]. Spadek udziału w obrotach w ramach tej grupy z 21% w pierwszym półroczu do 19% w drugim półroczu był udziałem OFE, które na skutek zmian prawnych straciły część napływającej składki. Natomiast inwestorzy indywidualni odpowiadali w ubiegłym roku za 18% obrotów akcjami. Wyniki te pokazują stabilizację udziałów poszczególnych zbiorczych grup inwestorów w obrotach akcjami względem roku poprzedniego (odpowiednio 47%, 34% i 19%) pomimo wzrostu obrotów (o 12%), co oznacza zbliżony wzrost aktywności każdej z grup.

Domenę inwestorów indywidualnych nadal stanowi rynek NewConnect i rynek derywatów. W przypadku pierwszego z nich w 2011 r. generowali oni 77% obrotów (instytucje krajowe już 20%, zagraniczne 3%). Za ponad połowę całości obrotów realizowanych na tym rynku odpowiadają krajowe przedsiębiorstwa. Szczególną uwagę warto zwrócić na wzrost zainteresowania rynkiem ze strony krajowych inwestorów instytucjonalnych (wzrost udziału w obrotach z 11% w 2010 r. do 20% w roku ubiegłym). To rosnące zainteresowanie nie dotyczy jednak szerokiego rynku, lecz koncentruje się na wąskiej grupie wybranych, autentycznie innowacyjnych spółek z obszaru Life Science. Na rynku derywatów inwestorzy indywidualni generowali 46% obrotów, krajowe instytucje 38%, a inwestorzy zagraniczni 16%, przy czym udział dwóch ostatnich grup był lekko rosnący (wzrost o 2 pkt. proc. odpowiednio z 36% i 14%).

Należy oczekiwać, że przewidziane na listopad bieżącego roku wdrożenie systemu transakcyjnego zakupionego przez GPW od NYSE sprzyjać będzie znacznemu wzrostowi udziału inwestorów zagranicznych w obrotach. Wiązać się to będzie z umożliwieniem wejścia na rynek graczy posługujących się systemami wysokich częstotliwości (*high frequency trading* – HFT), coraz silniej dominującymi na rozwiniętych rynkach zachodnich. Teoretycznie skalę owej zwyżki mogłoby dalej zwiększyć zdecydowane wyjście z ofertą do krajowych inwestorów instytucjonalnych przez operatorów alternatywnych platform obrotu (tzw. MTF), oferujących zdecydowanie niższe koszty transakcyjne niż tradycyjne giełdy (jak np. GPW). Biorąc jednak pod uwagę wysokie marże krajowych instytucji (tzw. wskaźnik kosztów całkowitych dla inwestujących w fundusze przekracza w Polsce 3%, podczas gdy na Zachodzie wynosi około 1,8%) i generalnie niecenową konkurencję między nimi, w bliskiej perspektywie nie należy oczekiwać znaczących sukcesów alternatywnych platform obrotu w przejmowaniu płynności z GPW.

Rozwój rynku NewConnect wszedł w fazę będącą odpowiednikiem przeinwestowania w przedsiębiorstwach.

Rok 2011 był na rynku NewConnect rekordowy pod względem IPO. Zadebiutowały 172 podmioty, dwukrotnie bijąc poprzedni rekord z roku 2010 (86 debiutów). Na koniec ubiegłego roku na parkiecie tym, zorganizowanym zaledwie 4 lata wcześniej, notowanych było już 351 spółek. Można więc tu mówić o niezwykle dynamicznym rozwoju. Niewątpliwie pozytywnie należy ocenić pewne urealnienie wycen, związane zarówno z szybkim napływem na rynek nowych podmiotów jak i zdecydowanym pogorszeniem koniunktury. Najbardziej miarodajny dla młodych spółek wskaźnik ceny do wartości księgowej spadł w ciągu roku z 10,59 do 5,98 (jeszcze w 2009 r. wynosił aż 18,05, zaś rok wcześniej sięgał absurdalnego poziomu 216,05 – dane GPW).

Niestety niezwykle dynamiczny wzrost liczby notowanych spółek niósł ze sobą poważne negatywne konsekwencje dla uczestników rynku. Wprowadzanie często bardzo młodych, zaledwie kilkumiesięcznych spółek na NewConnect stało się dla ich pomysłodawców, w tym kilku funduszy,

[5] Animator rynku (ang. *market maker*) to biuro maklerskie, które w umowie z giełdą zobowiązuje się do stałego składania na wybranych papierach zleceń kupna i sprzedaży z określonym przez giełdę spreadem (różnicą między ceną w zleceniu kupna a ceną w zleceniu sprzedaży). Alternatywą dla animatora rynku jest animator emitenta, działający na podstawie umowy ze spółką. Aktywność animatorów pomaga inwestorom w zawieraniu transakcji.

notowanych na NewConnect czy na parkiecie głównym GPW, celem samym w sobie – źródłem łatwego i szybkiego zarobku, osiąganego niemal automatycznie dzięki bardzo niskiej płynności (zachęcającej do spekulacji) i nieracjonalnie wysokim wycenom. Największy problem stanowi tu jakość wprowadzanych podmiotów – niejednokrotnie są to dopiero pomysły, do tego niezbyt przemyślane, na co może wskazywać choćby przykład firmy Weedo, która w 2011 r. zrealizowała 1,5% prognozowanych przychodów (wyniosły za cały rok 18 tys. zł zamiast prognozowanych w dokumencie informacyjnym 1,2 mln zł). Można odnieść wrażenie, że wiele debiutujących spółek powstało w celu wprowadzenia ich przez założycieli na NewConnect i szybkiej sprzedaży, co aż zanadto przypomina praktyki z okresu boomu internetowego przełomu wieków.

Obok takich wątpliwych z ekonomicznego i etycznego punktu widzenia działań, panująca swoboda i do niedawna bierność kierownictwa GPW i nadzoru rynkowego (KNF) sprzyjały *stricte* nieuczciwym praktykom. Najbardziej znaną sprawę stanowi debiut brytyjskiej spółki Avtech, która, jak się okazało, już w momencie wprowadzania na rynek była bankrutem (toczyło się przeciwko niej postępowanie likwidacyjne). Częstsze są przypadki (jak w firmie Legal Stream) szybkiego pozbywania się akcji debiutantów przez głównych akcjonariuszy bez wymaganego prawem informowania rynku o zmniejszaniu zaangażowania (przekraczaniu progów). Poza granicą prawa leży też praktyka wzajemnego napompowywania wartości księgowych przez krzyżowe powiązania (przy oderwanej od rzeczywistości wycenie transakcji, co już samo w sobie budzi wątpliwości) bez informowania o tym rynku, czym „zasłynęły" notowane na NewConnect spółki Balticon i Serenity.

Przykłady wątpliwych praktyk można mnożyć. Problem standardów obowiązujących na rynku NewConnect został w końcu publicznie dostrzeżony przez kierownictwo warszawskiej giełdy, które przedsięwzięło zdecydowane kroki zmierzające do ukarania winnych największego blamażu wizerunkowego (debiutu bankruta). Należy mieć nadzieję, że działania nie ograniczą się do tego jednego przypadku, lecz nabiorą charakteru kompleksowych działań w ochronie interesów mniejszościowych inwestorów.

Rynek NewConnect to nie tylko problemy. Jest tam notowana rosnąca grupa obiecujących, autentycznie innowacyjnych spółek z obszaru Life Science (gł. sektor medyczny i biotechnologiczny). O ich perspektywiczności i wiarygodności najlepiej świadczy rosnące zainteresowanie tą grupą ze strony inwestorów instytucjonalnych, których udział w obrotach na rynku NewConnect (pozostając wybiórczym) zauważalnie rośnie.

Pozytywnie należy ocenić rozwój rynku obligacji Catalyst. Stanowi on coraz bardziej istotną konkurencję dla kredytu bankowego.

Możliwe do uzyskania na rynku niższe oprocentowanie obligacji korporacyjnych niż kredytu bankowego skłoniło wiele podmiotów gospodarczych do zainteresowania się rynkiem Catalyst i uplasowania tam emisji obligacji (i listów zastawnych). Umożliwiło to niezwykle dynamiczny rozwój tego rynku, w szczególności w zakresie obligacji przedsiębiorstw. Wartość emisji korporacyjnych na koniec 2011 r. wyniosła 34,5 mld zł wobec 19,8 mld zł na koniec poprzedniego roku. Jakkolwiek skala obrotów sesyjnych na rynku wtórnym pozostaje ograniczona (w 2011 r. wyniosła 1,2 mld zł wobec 0,75 mld rok wcześniej), rosnąca liczba emitentów plasowanych serii (146 debiutów w 2011 r. wobec 69 rok wcześniej) i wartość emisji sugerują znaczący potencjał rozwojowy rynku. Warto zauważyć, że w emisjach po stronie nabywców uczestniczą nie tylko banki i inne instytucje finansowe, ale także przedsiębiorstwa i drobni inwestorzy indywidualni, dla których owe obligacje dają możliwość dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

Perspektywy dalszego rozwoju rynku obligacji korporacyjnych rysują się obiecująco, co powinno przynieść korzyści całej gospodarce przez złagodzenie barier dostępu i kosztu pozyskiwania zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw. Należy też oczekiwać stopniowego rozwoju instrumentów pochodnych opartych na notowanych na rynku Catalyst papierach dłużnych. Silny rozwój rynku obligacji i opartych na nich pochodnych ma zasadnicze znaczenie dla dalszego wzrostu znaczenia Warszawy na mapie ośrodków finansowych Europy.

Sylwia Zajączkowska-Jakimiak[*]

8. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE

Sytuacja w strefie euro jest w dużej mierze odpowiedzialna zarówno za aktualne pogorszenie kondycji gospodarki światowej, jak również za słabe perspektywy jej rozwoju.

W roku 2011 tempo PKB gospodarki światowej utrzymywało się na niskim poziomie, przy równocześnie znacznym zróżnicowaniu koniunktury w poszczególnych regionach. W USA dynamika PKB wzrosła, w gospodarkach wschodzących mimo relatywnie wysokiego poziomu spadła, a w strefie euro utrzymywała się na poziomie bliskim zera.

Tabela 8.1. **Dynamika PKB wybranych krajów w 2011 r. w ujęciu kwartalnym (w %)**

Kraje	Zmiana w stosunku do poprzedniego kwartału				Zmiana w stosunku do analogicznego okresu w 2010 r.			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
USA	0,1	0,3	0,5	0,7	2,2	1,6	1,5	1,6
UE 27	0,8	0,1	0,1	–0,3	2,4	1,6	1,3	0,7
Strefa euro	0,7	0,2	0,3	–0,3	2,4	1,5	1,4	0,9
Japonia	–1,8	–0,4	1,7	–0,5	–0,1	–1,7	–0,6	–1,0

Źródło: EUROSTAT.

W 2011 r. negatywny wpływ na rozwój globalny miały nasilające się problemy fiskalne w strefie euro i niepewność co do dalszego rozwoju napiętej sytuacji w zadłużonych krajach peryferyjnych (PIIGS). Dodatkowo czynnikiem hamującym ożywienie jest proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz utrzymujące się wysokie bezrobocie w krajach wysoko rozwiniętych. Spowolnienie odnotowano w globalnym handlu i przepływach kapitałowych. Wskaźniki koniunktury obrazują dalszy spadek aktywności w gospodarce światowej. Dlatego międzynarodowe instytucje finansowe obniżają prognozy wzrostu. Według Banku Światowego, w 2012 r. wzrost PKB gospodarki światowej wyniesie 2,5–3,1%, krajów wysoko rozwiniętych 1,4%, przy czym PKB strefy euro skurczy się o 0,3%, a krajów rozwijających się o 5,4% (wobec prognozowanych wcześniej odpowiednio: 3,6%; 2,7%; 6,2%).

Poprawia się sytuacja amerykańskiej gospodarki. Zanotowano lepsze od oczekiwanych dane dotyczące produkcji i usług, rośnie konsumpcja prywatna, szczególnie sprzedaż dóbr trwałego użytku. Utrzymuje się tendencja zniżkowa poziomu bezrobocia (8,6% w grudniu 2011 r.) i zadłużenia gospodarstw domowych. Rosną wskaźniki optymizmu wśród przedsiębiorstw i konsumentów. Niskie stopy procentowe zachęcają konsumentów do realizacji odłożonych w czasie zakupów. Zanotowano niewielkie ożywienie na rynku nieruchomości, wzrosła liczba pozwoleń na budowę i oddanych nowych budynków. Pomimo rekordowego zadłużenia i obniżonego ratingu w 2011 r. USA sprzedały papiery dłużne na kwotę 2,1 bln USD. Papiery amerykańskie, choć relatywnie nisko oprocentowane, są pożądanym dobrem ze względu na obawy o pogorszenie kondycji gospodarki światowej i kryzys w krajach strefy euro. Ożywienie jest stymulowane realizacją pakietów, gdzie znalazły się m.in. obniżki podatków dochodowych i dodatkowe zasiłki dla bezrobotnych. Wsparciem jest też polityka

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Banku Rezerwy Federalnej. W celu dostarczenia dodatkowej płynności oraz obniżenia oprocentowania kredytów, szczególnie hipotecznych, Fed zwiększył program luzowania ilościowego polityki pieniężnej w postaci m.in.: zakupu długookresowych obligacji amerykańskich, wydłużania terminu zapadalności papierów (tzw. operacja twist).

Przyszły rozwój może być zakłócony przez czynniki wewnętrzne i zewnętrzne. Wewnętrznym zagrożeniem są wygasające w 2012 r. pakiety pomocowe. Przerwanie stymulacji osłabi dynamikę wzrostu USA. Dodatkowym zagrożeniem jest przyszła debata budżetowa w Kongresie. Wraz z wygasaniem pakietów stymulujących wchodzą w życie zaplanowane na koniec 2012 r. cięcia wydatków publicznych. Dyskusję o ewentualnych reformach finansów publicznych w średnim okresie, przy jednoczesnym łagodzeniu podwyżek podatków i cięć wydatków będzie utrudniać kalendarz wyborczy oraz poprawiające się wyniki amerykańskiej gospodarki. W zeszłym roku przedłużające się spory spowodowały obniżkę ratingu USA i zamieszanie na światowych rynkach finansowych. Zewnętrznym zagrożeniem dla dalszej poprawy kondycji gospodarki amerykańskiej jest możliwość zaostrzenia kryzysu zadłużenia i recesja w strefie euro.

Według danych Banku Światowego, dynamika PKB w krajach rozwijających się w 2011 r. wyniosła 6,0% w porównaniu z 7,3% w 2010 roku. Wzrost w głównych krajach rozwijających się jest niższy w efekcie prowadzenia tam w latach 2009–2011 polityki schładzania w odpowiedzi na presję inflacyjną. Bliskie powiązania handlowe i finansowe z gospodarkami europejskimi powodują, że kraje te są szczególnie podatne na rozwój wydarzeń w strefie euro. Wywóz do UE uzależnionej od eksportu gospodarki chińskiej w okresie I–XI 2011 r. wzrósł zaledwie o 5% w porównaniu z 22% wzrostem rok wcześniej. MFW obniżył prognozy PKB Chin na 2012 r. z 9% do 8,2% z zastrzeżeniem, że jeśli zaostrzy się kryzys w strefie euro, to dynamika wzrostu spadnie o połowę. Ograniczenie rozwoju gospodarki mającej znaczące udziały w przepływach globalnych odbije się negatywnie na kondycji gospodarki światowej. Ponadto w związku z relatywnie wyższymi stopami zwrotu oraz w wyniku luzowania ilościowego w krajach wysoko rozwiniętych napłynął do krajów rozwijających się kapitał krótkoterminowy. W efekcie wzrosła zmienność kursów walutowych, presja inflacyjna oraz ryzyko angażowania się tego kapitału w ryzykowne aktywa sprzyjające powstawaniu baniek spekulacyjnych na rynku finansowym i surowców. Ponadto od połowy 2011 r., kiedy nastąpiło zaostrzenie kryzysu finansowego w Europie, indeksy giełdowe w krajach rozwijających się spadły o 8–10%, zmniejszyła się wartość przepływów finansowych (z 309 mld USD do 170 mld USD). Pieniądz na rynku międzybankowym podrożał, co ograniczyło strumień kredytów dla przedsiębiorstw. Banki córki w krajach wschodzących mają duży udział w długach banków pochodzących z Europy zarówno w pożyczkach krótkoterminowych, jak i w długoterminowych ze stosunkowo bliskim terminem zapadalności. Dlatego są relatywnie wrażliwe na negatywne skutki procesu delewarowania. System bankowy w krajach azjatyckich jest blisko powiązany własnościowo i pożyczkowo; jest w relatywnie większym stopniu zależny od przepływów kapitałowych z centrali. Kraje rozwijające się w 2012 r. w porównaniu z kryzysem w latach 2008–2009 będą dysponować mniejszymi możliwościami fiskalnymi i monetarnymi do podjęcia działań zaradczych na wypadek radykalnego pogorszenia kondycji gospodarki światowej. Według danych Banku Światowego, w 2011 r. blisko 40% krajów rozwijających się miało deficyt budżetowy przekraczający 4% PKB, podczas gdy w 2007 r. dotyczyło to tylko 18% gospodarek regionu.

Równoczesność występowania niekorzystnych zjawisk w postaci stagnacji i kryzysu finansowego w krajach europejskich oraz spadku dynamiki PKB na rynkach wschodzących niosą ryzyko sprzężenia zwrotnego, które może utrudniać w średnim okresie ożywienie gospodarki światowej.

Działania podjęte w minionym roku pozwoliły w krótkim okresie na złagodzenie napięć, ale nie usunięto źródła problemów w strefie euro. Nadal istnieje ryzyko wystąpienia kolejnej fali kryzysu.

W drugiej połowie 2011 r. zanotowano niską i spadającą aktywność gospodarczą. Po wzroście bliskim zeru w III kwartale gospodarka UE w następnym kwartale wpadła w recesję. Dodatni wkład w PKB wniósł eksport i konsumpcja prywatna, choć w IV kwartale zanotowano ich spadek w sto-

sunku do poprzedniego okresu. Nadal rośnie bezrobocie (o 0,6 pkt. proc., do poziomu 10,6% w strefie euro i 9,5% w UE 27). Koniunktura nie była jednakowa we wszystkich państwach. Jedną z najodporniejszych gospodarek na kryzys okazały się Niemcy. W roku 2011 PKB wzrósł o 3%; to m.in. skutek pozytywnych tendencji na rynku pracy pobudzających popyt wewnętrzny. Wydatki konsumpcyjne wzrosły w ubiegłym roku o 1,5%. Stopa bezrobocia utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie (6,8%). Wkład we wzrost PKB (0,8%) miał również rosnący eksport. Rentowność obligacji pozostaje na niskim poziomie. Perspektywy nie są zbyt optymistyczne. PKB rósł głównie w pierwszym półroczu; część ekspertów uważa, że po minimalnym spadku PKB w IV kwartale PKB będzie spadać również w I kwartale 2012 r., co oznaczałoby recesję. Późniejsze odbicie zależeć będzie od stanu kryzysu w strefie euro. Ze względu na pogarszający się popyt globalny czynnikiem wzmacniającym niepewność perspektyw wzrostu jest również duże znaczenie eksportu dla gospodarki.

Spadek dynamiki rozwoju w UE w 2011 r. spowodowany był wysokim i rosnącym zadłużeniem rządów, instytucji finansowych, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, które było potęgowane ograniczonym dostępem dłużników do finansowania oraz wdrażaniem programów oszczędnościowych i reform strukturalnych. Jednocześnie pojawiły się skutki uboczne narastających przed kryzysem nierównowag w bilansach płatniczych państw członkowskich.

Tabela 8.2. **Deficyt finansów publicznych i dług publiczny w stosunku do PKB w latach 2007–2010**

Kraje	Saldo finansów publicznych w % PKB				Dług publiczny w % PKB			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
UE 27	–0,9	–2,4	–6,9	–6,6	59,0	62,5	74,7	80,2
Strefa euro	–0,7	–2,1	–6,4	–6,2	66,3	70,1	79,8	85,4
Irlandia	0,1	–7,3	–14,2	–31,3	24,9	44,3	65,2	94,9
Grecja	–6,5	–9,8	–15,8	–10,6	107,4	113,0	129,3	144,9
Hiszpania	1,9	–4,5	–11,2	–9,3	36,2	40,1	53,8	61,0
Włochy	–1,6	–2,7	–5,4	–4,6	103,1	105,8	115,5	118,4
Portugalia	–3,1	–3,6	–10,1	–9,8	68,3	71,6	93,3	93,3

Źródło: EUROSTAT, marzec 2012.

W odpowiedzi na wyzwania państwa członkowskie, banki centralne i instytucje finansowe podjęły szereg kroków, które w krótkim okresie załagodziły napięcia na rynkach finansowych. Poniżej zostaną opisane poszczególne działania wraz z ich pozytywnymi efektami w krótkim okresie oraz zagrożeniami, jakie niosą dla przyszłości gospodarki UE. Poruszone zostaną kwestie dotyczące: reform sektora bankowego, charakteru polityki banków centralnych, rozwiązań instytucjonalnych na szczeblu UE (w tym wzmocnienie funduszy ratunkowych, przyznanie Grecji pakietu pomocowego, podpisanie paktu fiskalnego) oraz polityki państw najbardziej zadłużonych.

Europejski nadzór bankowy ogłosił nowe regulacje wymagające od banków podniesienia wskaźnika wypłacalności do końca czerwca 2012 roku. Spowoduje to, że europejskie instytucje będą musiały uzupełnić kapitały o blisko 115 mld euro lub pozbyć się części aktywów. W niektórych bankach europejskich zaleca się ograniczanie aktywów w drodze m.in. nieodnawiania kredytów i sprzedaży niektórych zagranicznych zaangażowań. Największe braki kapitału dotknęły banki hiszpańskie, włoskie i greckie. W związku z procesem delewarowania może nastąpić ograniczenie akcji kredytowej oraz pojawić się mogą problemy z płynnością w części banków niezdolnych do podniesienia kapitału. Kryzys może przenieść się za pośrednictwem spółek córek zachodnich banków. EBOR w swoim raporcie nt. rozwoju gospodarki światowej podkreśla, że odczuwalne już w końcu ubiegłego roku zjawisko nasili się w 2012 r. m.in. w EŚiW, w tym w Polsce.

Zaostrzenie wymogów kapitałowych oraz kryzys gospodarczy w UE stanowią zagrożenie dla możliwości refinansowania długu przez firmy. W najbliższych 5 latach termin zapadalności będą miały kredyty o wartości 550 mld euro, z czego 70 mld w 2012 roku. Dotyczyć to będzie głównie firm pochodzących z Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii. Między długiem państwowym i prywatnym istnieją silne powiązania, które wzajemnie się potęgują. Pozytywnym efektem dostosowania

struktury obciążonych zbytnim ryzykiem portfeli instytucji finansowych będzie obniżenie podaży rządowych papierów dłużnych, co może prowadzić do obniżenia rentowności aktywów prywatnych (m.in. przedsiębiorstw).

W roku 2011 banki centralne kontynuowały prowadzenie ekspansywnej polityki pieniężnej. USA, Wielka Brytania, Japonia, Szwajcaria, Kanada i UE podjęły akcję ułatwienia dostępu bankom komercyjnym do finansowania w dolarach (przywrócenie linii swapowych dla zagranicznych banków przez Fed). Ponadto główne banki centralne obniżyły poziom stóp procentowych i zgodziły się na utrzymywanie ich na tych poziomach do końca 2013 r. (Fed nawet do 2014 r.), co obniżyło koszty obsługi zadłużenia gospodarstw domowych. Dodatkowo przeprowadzono operację twist – skupywania obligacji długookresowych za sprzedawane obligacje krótkoterminowe, obniżając w ten sposób ich rentowność.

W związku ze znacznym ograniczeniem dostępu do finansowania sektora bankowego EBC przeprowadził aukcję trzyletnich pożyczek niskooprocentowanych dla banków komercyjnych o wartości 489 mld euro. Obok chęci pobudzenia kredytowania przedsiębiorstw celem akcji było również ograniczenie wzrostu i wahań rentowności papierów dłużnych krajów strefy euro. Źródłem problemów związanych z ograniczonym dostępem do finansowania są skutki powiązań między bankami i rządami krajów zadłużonych oraz oparcie systemu międzybankowego na krótkoterminowych pożyczkach. Banki posiadające duże portfele papierów rządowych krajów zadłużonych mają problemy z pożyczaniem środków w drodze emisji własnych papierów. Inwestorzy żądają dodatkowo zamiany w papiery zabezpieczone, wsparte aktywami na wypadek niewypłacalności. Niepewność co do zawartości portfeli banków i ich wrażliwości na spadki notowań wraz z ograniczeniem dostępu do amerykańskich funduszy rynku pieniężnego spowodowały, że system bankowy zmuszony został do polegania na finansowaniu krótkoterminowym, które przyczynia się do wzrostu ryzyka na rynkach finansowych. Z tego względu EBC rozszerzył zestaw aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie. W efekcie działań EBC dwóm największym gospodarkom peryferyjnym strefy euro udało się sprzedać papiery dłużne, a oprocentowanie obligacji spadło do poziomu najniższego od kilku miesięcy. Miało to kluczowe znaczenie dla uspokojenia sytuacji w strefie euro. Wysokość zadłużenia Hiszpanii i Włoch jest tak duża, że fundusze ratunkowe ESFW i rezerwy MFW nie pokryłyby braków na wypadek konieczności ratowania tych gospodarek w wyniku niemożności rolowania długu. Ponadto obniżona rentowność papierów dłużnych nie pogłębia w takim stopniu jak dotychczas spirali zadłużenia tych krajów. W 2012 r. nastąpi termin zapadalności hiszpańskich papierów o wartości 86 mld i włoskich o wartości 36 mld euro. Istnieje ryzyko, że w miarę kolejnych aukcji wolny kapitał będzie się wyczerpywał i EBC będzie zmuszony do udzielenia kolejnych pożyczek bankom, albo będzie musiał dodrukować euro i skupywać za nie na nieograniczoną skalę obligacje krajów strefy euro.

Działanie EBC poprawiło płynność finansową w sektorze, choć nie jest jednoznaczne, czy uda się również osiągnąć pozostałe cele. Niska pozycja kapitałowa instytucji finansowych oraz niska wiarygodność kredytowa potencjalnych kredytobiorców mogą utrudnić ożywienie akcji kredytowej, a w efekcie ograniczyć ożywienie konsumpcji i produkcji. Dzięki akcji EBC udało się złagodzić kryzys zaufania w strefie euro, co obniżyło premię za ryzyko. Jednakże na tym etapie kryzysu nie nastąpił w konsekwencji wzrost cen aktywów hiszpańskich i włoskich. Ewentualnym negatywnym skutkiem poluzowania polityki pieniężnej będzie spowolnienie procesów korekty bilansów podmiotów gospodarczych oraz redukcji długu publicznego ze względu na mniejszą skłonność polityków do wdrażania reform strukturalnych wywołujących sprzeciw potencjalnego elektoratu w roku wyborczym, co szczególnie niepokoi w Grecji i Francji.

Poszukując funduszy na doraźną walkę z kryzysem, jesienią 2011 r. wzmocniono zasoby EFSF do wysokości 1 bln euro. Ponadto stworzono mechanizmy umożliwiające mu interwencję na pierwotnym i wtórnym rynku papierów dłużnych. Dodatkowo powołano nowy fundusz ratunkowy – ESM, który zacznie działać w połowie br., dysponując 500 mld euro. Dzięki podejmowaniu decyzji kwalifikowaną większością nowy fundusz będzie mógł zareagować szybciej na kryzys.

W celu zapewnienia dyscypliny budżetowej, poprawy koordynacji polityki gospodarczej, wzmocnienia finansów oraz odzyskania wiarygodności i stabilności podpisano pakt fiskalny („Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w unii gospodarczo-walutowej"). Znalazł się w nim zapis automatycznych sankcji finansowych za złamanie reguły wydatkowej. Pakt ma wejść w życie 1 stycznia 2013 r. po ratyfikacji go przez 12 krajów strefy euro. Dokument nakłada na państwa członkowskie

obowiązek wpisania do prawa krajowego zasady utrzymania zrównoważonego budżetu. Jego ratyfikacja jest warunkiem otrzymania pomocy z istniejących funduszy ratunkowych. Zagrożeniem dla wejścia w życie paktu jest zapowiedź przeprowadzenia referendum w tej sprawie w Irlandii oraz sprzeciw kandydata na prezydenta we Francji w wyborach wiosną br. Pakt nieznacznie wykracza poza istniejące przepisy; wydaje się, że dyscyplinę można by egzekwować przy woli politycznej w ramach obecnych przepisów. Ponadto warto podkreślić, że realizacja paktu ma charakter długookresowy, co może utrudnić trwałe przekonanie rynków finansowych o zażegnaniu kryzysu.

Jednym z elementów wzmocnienia zarządzania gospodarczego w unii gospodarczo-walutowej jest procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej uchwalona w ramach tzw. sześciopaku. KE będzie dokonywać oceny gospodarek UE na podstawie wskaźników makroekonomicznych z uwzględnieniem cech charakterystycznych dla poszczególnych gospodarek i w szerokim kontekście zachodzących zmian na rynkach światowych. W razie zaistnienia ryzyka lub wystąpienia zakłóceń KE przedstawi zalecenia zapobiegawcze lub naprawcze. Kryzys spowodował zmniejszenie zakłóceń równowagi, przy czym korekta zakłóceń równowagi oraz uzdrowienie bilansów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych niesie negatywne skutki dla gospodarki (m.in. wzrost bezrobocia). Zasadniczą kwestią jest charakter tych nierównowag – jeśli są one strukturalne, to istnieje ryzyko, że wraz z poprawą warunków rynkowych ponownie wzrosną. Pierwsza analiza KE wskazuje, że Polska nie znalazła się w grupie krajów, w stosunku do których wystosowane będą zalecenia naprawcze. Wzmocnionym nadzorem objęte zostały gospodarki PIIGS.

Pomimo udzielonego wcześniej pakietu ratunkowego Grecja stała się w 2011 r. ponownie zarzewiem kolejnej fali kryzysu w strefie euro. Po długich negocjacjach uzyskała drugi pakiet pomocy o wartości 130 mld euro. Warunkiem jego otrzymania była kontynuacja ograniczania wydatków publicznych oraz zawarcie porozumienia z wierzycielami prywatnymi w sprawie restrukturyzacji wartego 350 mld euro długu. Inwestorzy zgodzili się na wymianę papierów na obligacje o niższej wartości i z dłuższym terminem spłaty. Wartość nowych obligacji zmniejszy się o 53,5%. W efekcie zadłużenie ma zmniejszyć się o 105 mld euro. Greckie obligacje posiada większość dużych europejskich banków, w tym spółki matki działające w Polsce. Jednakże większość banków już uwzględniła w swoich bilansach straty związane z restrukturyzacją greckiego zadłużenia.

Pakiet wraz z zobowiązaniem greckich polityków do wdrażania kolejnych reform przyniosą – jak się wydaje – w krótkim okresie uspokojenie rynków finansowych i stabilizację w strefie euro, jednak w długim okresie nie rozwiążą problemów greckiej gospodarki. Obecnie pogrążona jest ona w recesji; od 2008 r. PKB zmalał o 13%, bezrobocie wynosi 20%, spadła produkcja, konsumpcja i ceny nieruchomości. Dalsze zacieśnianie fiskalne nie przyniesie poprawy konkurencyjności, a przyczyni się do nasilenia recesji, która pogarsza perspektywy wypłacalności. Istnieje niebezpieczeństwo dalszego zadłużenia i niedostatecznych efektów oszczędności. Zagrożeniem dla realizacji reform są silne protesty społeczne i wybory parlamentarne w bieżącym roku. Jest wątpliwe, czy grecka gospodarka będzie zdolna do samodzielnej obsługi zadłużenia i odbudowy bez większej restrukturyzacji długu. W 2011 r. wynosił on 168,8% PKB; postanowienia paktu umożliwiają obniżkę do 120,5%. Prawdopodobnie obsługa zadłużenia będzie wiązała się w przyszłości z restrukturyzacją po ogłoszeniu niewypłacalności Grecji.

Przeprowadzenie akcji ratunkowej dla Grecji będzie wzorcem dla podobnych działań wobec Hiszpanii, Irlandii, Portugalii, Włoch. Wiarygodność Grecji oznacza nie tylko restrukturyzację zadłużenia, ale również opracowanie rozsądnego planu rozwiązania problemów krajów PIIGS. Obecne działania to próba zyskania na czasie, aby zdążyć naprawić sytuację w Portugalii, Włoszech, Hiszpanii. Pakt jest próbą stabilizacji strefy euro oraz odsunięcia w czasie niekontrolowanego bankructwa i wyjścia Grecji ze strefy euro.

W bieżącym roku najbardziej zadłużone kraje peryferyjne strefy euro, tj. Włochy, Hiszpania, Portugalia, planują kontynuację wdrażania planów oszczędnościowych i reform strukturalnych. Plany te nieznacznie różnią się od siebie ze względu na specyfikę poszczególnych gospodarek i pierwotne źródła kryzysu, niemniej jednak przyniosły one uspokojenie nastrojów inwestorów i spadek oprocentowania papierów dłużnych, choć rentowność oraz ceny CDS nadal są wysokie. Przy tak wysokich poziomach zadłużenia stanowi to zagrożenie dla stabilności strefy euro. Ponadto programy oszczędnościowe wzmocniły tendencje recesyjne. Według prognoz, spadek PKB w 2012 r. we Włoszech ma wynieść 1,6%, w Hiszpanii 1%, a w Portugalii 3%. Niska konkurencyjność utrudnia powrót

na wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego i poprawy sytuacji fiskalnej oraz jest jednym z czynników zwiększających wrażliwość tych gospodarek na skutki obecnego kryzysu. Przy tym działania poprawiające konkurencyjność mają charakter długookresowy, co utrudnia szybkie wyjście z obecnego kryzysu. Współwystępowanie tak niekorzystnych czynników przy wysokiej niepewności co do losów Grecji może wywołać efekt domina i konieczność organizacji kolejnych pakietów pomocowych na dużo większą skalę niż dotychczas.

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki jest źródłem niepewności perspektyw jej rozwoju. Tendencje zachodzące za granicą oddziaływają w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce.

Spowolnienie dynamiki rozwoju w krajach UE i ewentualne nasilenie kryzysu w strefie euro oddziałuje na polską gospodarkę za pośrednictwem kanału handlowego i finansowego.

Wartość eksportu w 2011 r. osiągnęła rekordowy poziom 136 mld euro, wywóz do krajów UE osiągnął poziom dwukrotnie wyższy niż w 2004 roku. Niemniej jednak w drugiej połowie ubiegłego roku zanotowano osłabienie dynamiki popytu na towary i usługi w krajach UE. Dotyczyło to zarówno dóbr pośrednich jak i konsumpcyjnych. Stabilizatorem niekorzystnych tendencji była deprecjacja kursu złotego, dzięki której poprawiła się konkurencyjność cenowa polskich eksporterów. Możliwe jest stopniowe umacnianie kursu złotego w związku z jego niedowartościowaniem. Umocnienie kursu w warunkach słabnącej koniunktury za granicą będzie negatywnie wpływać na wielkość wkładu eksportu netto do PKB.

Wyhamowanie dynamiki eksportu to sygnał zbliżającego się spowolnienia gospodarczego w UE. Słabsze dane nie muszą jednak oznaczać pogorszenia wciąż dobrej kondycji eksporterów. Słabsza perspektywa rozwoju będzie zmuszała do poszukiwania produktów równych jakościowo, ale tańszych, co jest szansą dla polskich producentów. Ponadto znaczna część eksportu to dostawy do przedsiębiorstw należących do tego samego koncernu. Polska produkcja jest wciąż tańsza niż w krajach UE. Ponadto kraje najmocniej dotknięte kryzysem zadłużenia w strefie euro są relatywnie słabo powiązane z polską gospodarką. Sytuacja gospodarki niemieckiej, głównego partnera handlowego (26,1% polskiego eksportu), jest na ich tle dobra. Polska eksportuje do Niemiec m.in. półprodukty, które stanowią znaczny odsetek dóbr finalnych eksportowanych potem przez Niemcy do Chin. Z jednej strony, w warunkach spadku popytu będącego konsekwencją obniżenia dynamiki rozwoju Chin, niemiecki eksport będzie się kurczył, co negatywnie wpłynie na polski wywóz. Z drugiej strony należy jednak wziąć pod uwagę realizowaną w Chinach od kilku lat politykę mającą na celu zmianę motorów wzrostu: z eksportu na popyt wewnętrzny. Władze Chin temu celowi poświęciły kolejny 5-letni plan gospodarczy. W związku z tym można się spodziewać stopniowego wzrostu zapotrzebowania na import chińskiej gospodarki, który w części zostanie zaspokojony przez obecne na tamtejszym rynku Niemcy.

Dostosowywania w europejskim sektorze bankowym mogą spowodować odcięcie polskich podmiotów od zewnętrznego finansowania, co może mieć negatywne konsekwencje dla realnej gospodarki w postaci m.in. ograniczonych inwestycji przedsiębiorstw i spadku konsumpcji prywatnej. Teraźniejsze dążenia banków polskich do pozyskania dodatkowej płynności, budowanie silniejszej krajowej podstawy finansowania i zachowania na rynku międzybankowym wskazują na działania przygotowawcze na ewentualne ograniczenie w dostępie do zewnętrznego finansowania. Część ekspertów uważa jednak, że działalność banków krajowych jest znaczącym źródłem zysków dla zagranicznych właścicieli i z tego powodu nie nastąpi zbytnie ograniczenie ich działalności w Polsce. Poza tym wskutek deprecjacji kursu złotego sytuację w sektorze bankowym pogarsza wzrost wartości zadłużenia firm i gospodarstw domowych, denominowanego w walutach obcych.

Polska na tle Europy jest postrzegana jako bezpieczny rynek, charakteryzujący się relatywnie dobrymi wskaźnikami makroekonomicznymi. W warunkach dużej niepewności co do rozwoju sytuacji w strefie euro i przy zapowiedziach rządu zacieśniania fiskalnego rósł popyt na polskie papiery dłużne. Na początku 2012 r. wraz ze złagodzeniem napięć na rynkach finansowych ich rentowność spadła. Jednocześnie stawki CDS pozostają na wysokim, ale niższym niż w krajach rozwijających

się poziomie. Ponadto atrakcyjność polskich papierów podnosi obniżka ratingu dziewięciu krajów strefy euro i zapowiedzi możliwego podniesienia ratingu Polsce w bieżącym roku. W efekcie udział kapitału zagranicznego w finansowaniu emisji papierów dłużnych utrzymywał się na wysokim poziomie. Powoduje to wzrost wrażliwości na ewentualne wstrząsy za granicą i wahania kursu walutowego i grozi w przyszłości ograniczeniem lub gwałtownym wstrzymaniem napływu kapitału zagranicznego do Polski.

W znacznej mierze pod wpływem zewnętrznych czynników pozostaje poziom inflacji. W ubiegłym roku wzrósł z powodu: wzrostu cen surowców (które podsycała ekspansywna polityka banków centralnych), deprecjacji złotego oraz sytuacji na rynkach finansowych (wzrost premii za ryzyko). Istnieją przy tym zewnętrzne czynniki, które będą łagodzić wzrost cen w postaci: bariery popytowej związanej ze spadkiem dynamiki rozwoju gospodarki światowej i w jej efekcie spadkiem cen surowców (choć w mniejszym stopniu dotyczy to ropy naftowej ze względu na zakłócenia w jej podaży) oraz powolną aprecjacją kursu walutowego, która rozpoczęła się na początku bieżącego roku.

I ostatnie, choć nie mniej ważne – niepewność co do rozwoju wypadków w krajach strefy euro oraz utrzymujące się ryzyka powodują pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorców.

Łukasz Hardt[*]

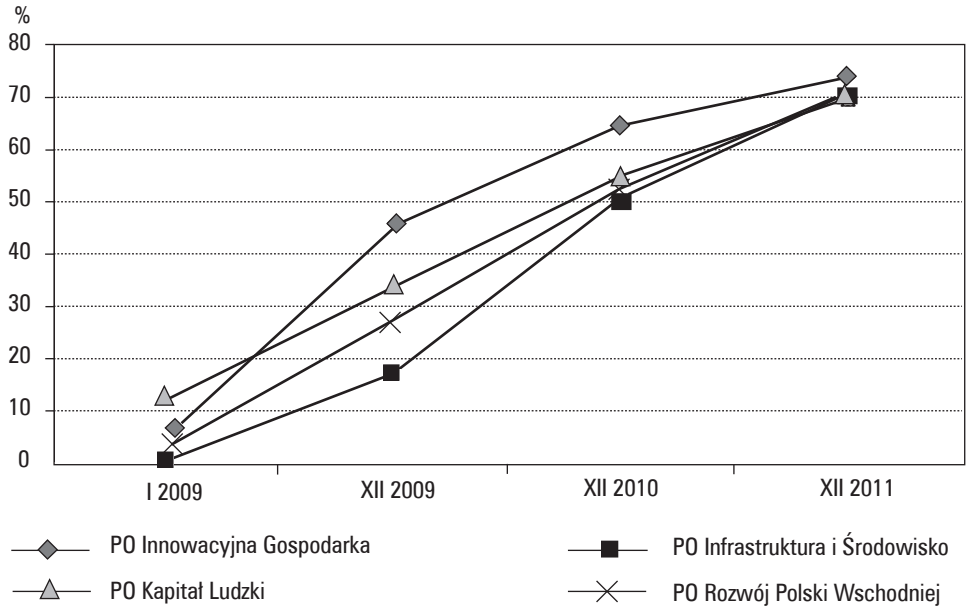
9. POLSKA W UNII EUROPEJSKIEJ

OCENA WYKORZYSTANIA FUNDUSZY EUROPEJSKICH

Ryzyko niewykorzystania przez Polskę funduszy UE właściwie nie występuje.

Dobiega końca obecna perspektywa finansowa UE. Na koniec 2011 r. wartość umów podpisanych z beneficjantami w ramach wszystkich programów Narodowej Strategii Spójności wyniosła 282 mld PLN, tj. 72,6% całej alokacji na lata 2007–2013. W przypadku programów ogólnokrajowych, najwięcej (73,8%) w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (PO IG), a najmniej (58%) w przypadku Programu Operacyjnego Pomoc Techniczna (PO PT). W odniesieniu do poziomu zrealizowanych płatności najlepiej przedstawia się sytuacja w Programie Operacyjnym Kapitał Ludzki (PO KL), tj. wypłacono 41,6% dostępnej alokacji dla obecnego okresu programowania, a najwolniej przebiega realizowanie płatności w PO IŚ, gdzie do beneficjentów przekazano jedynie 24,2% całości dostępnych środków z okresu 2007–2013. Odpowiednie dane o wykorzystaniu środków UE dla czterech programów o największych budżetach prezentują rysunki 9.1 i 9.2.

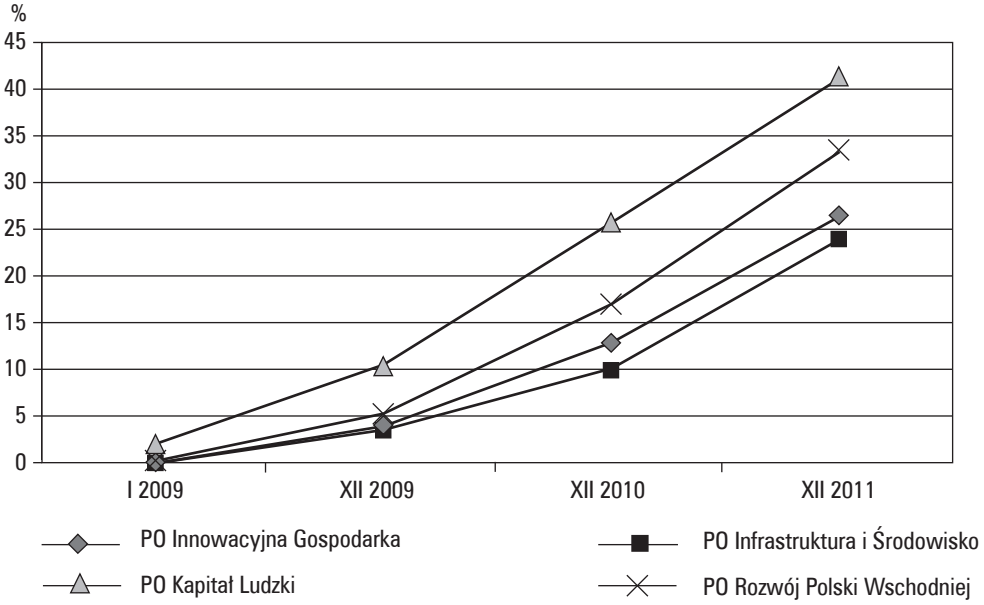
Rysunek 9.1. **Poziom wykorzystania alokacji na lata 2007–2013 w ramach poszczególnych programów operacyjnych (umowy o dofinansowanie)**



Źródło: MRR.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

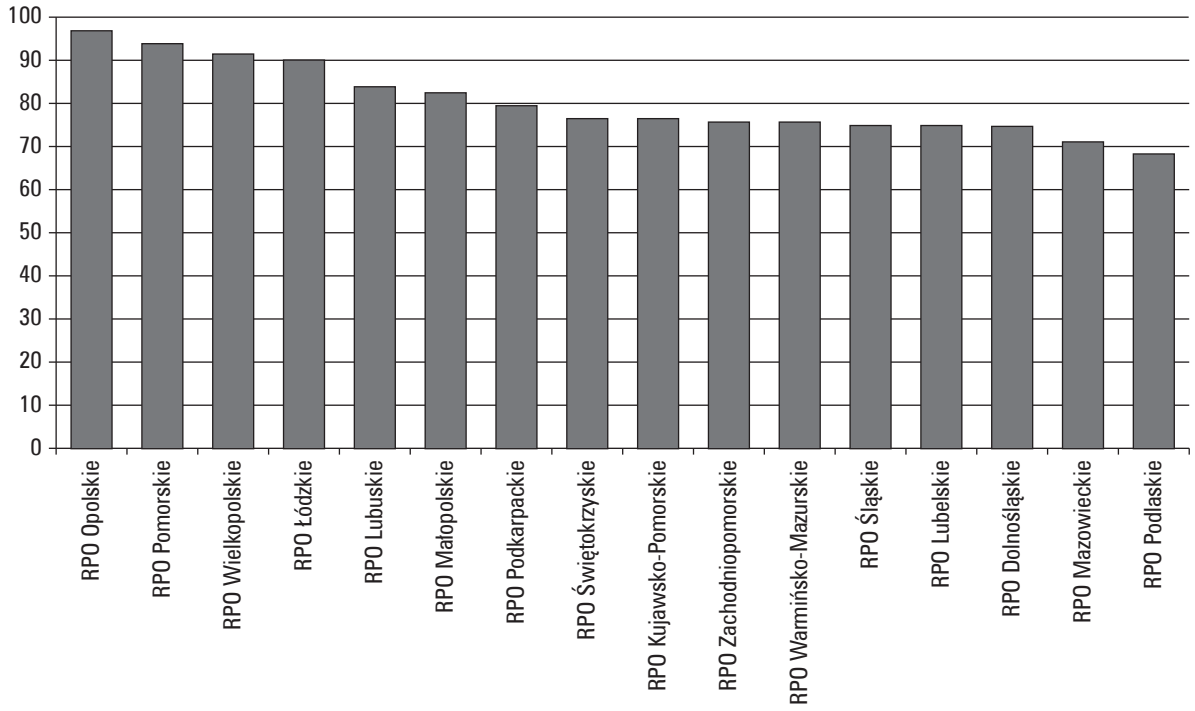
Rysunek 9.2. **Poziom wykorzystania alokacji na lata 2007–2013 w ramach poszczególnych programów operacyjnych (zrealizowane płatności)**



Źródło: MRR.

Podobnie jak w przypadku programów ogólnokrajowych, również w odniesieniu do tych regionalnych poziom dotychczasowego wykorzystania środków jest wysoki i nawet wyższy niż w programach ogólnopolskich – wartość podpisanych umów na koniec 2011 r. wyniosła 53,8 mld PLN, tj. 78,8% wielkości całej alokacji na lata 2007–2013, natomiast wartość zrealizowanych płatności odpowiednio 43%. Regiony wdrażają więc programy europejskie sprawniej niż instytucje centralne. Interesujące jest również to, że pomiędzy województwami występują znaczące różnice w tempie wdrażania tych programów. Odpowiednie dane prezentuje rysunek 9.3.

Rysunek 9.3. **Poziom wykorzystania alokacji na lata 2007–2013 w ramach poszczególnych regionalnych programów operacyjnych (umowy o dofinansowanie)**



Źródło: MRR.

Różnice w poziomach absorpcji w różnych regionalnych programach operacyjnych (RPO) w dużej mierze można wyjaśnić lokalną specyfiką projektów, ale istotne znaczenie ma również sprawność instytucjonalna samorządów. Wysoka pozycja woj. opolskiego nie jest tutaj przypadkowa, gdyż właśnie to województwo wypada najlepiej w rankingach sprawności instytucjonalnej polskich samorządów. Z drugiej strony rankingi te zwykle zamyka woj. podlaskie, co też znajduje potwierdzenie w niskim wykorzystaniu środków europejskich przez to województwo[1]. Podniesienie sprawności instytucjonalnej samorządów jest ważne, gdyż projekty UE po 2013 r. będą najprawdopodobniej trudniejsze do wdrażania niż te realizowane obecnie, m.in. w wyniku coraz większego nacisku, jaki Komisja Europejska kładzie na koncentrację na rezultatach, a nie produktach projektów (tzw. warunkowość strukturalna). Ponadto wysoka sprawność samorządów będzie też istotna, gdyż będą one musiały wdrażać projekty unijne w ramach coraz bardziej wymagających norm dotyczących poziomu ich zadłużenia, co siłą rzeczy będzie premiowało te z nich, które będą w stanie zwiększać poziom swoich dochodów własnych, np. poprzez tworzenie sprzyjających warunków do lokowania inwestycji na swoim terenie (w kolejnym raporcie spróbujemy szerzej odnieść się do kwestii terytorialnego zróżnicowania wykorzystania środków UE w Polsce).

Wysoki poziom wykorzystania funduszy UE nie oznacza, iż są to środki wykorzystywane efektywnie i w możliwie najwyższy sposób stymulujące rozwój gospodarki. System wdrażania programów europejskich zdecydowanie zbyt mocno premiuje szybkie wydatkowanie środków finansowych kosztem koncentracji na projektach potencjalnie najbardziej prorozwojowych.

Zasadniczym priorytetem wszystkich instytucji biorących udział we wdrażaniu programów operacyjnych finansowych ze środków UE jest szybkie i terminowe wydatkowanie funduszy. To tak rozumiana terminowość jest punktem wyjścia do oceny sprawności systemu, a także osób nim kierujących. Nieprzypadkowo zatem najbardziej widocznym elementem strony internetowej Ministerstwa Rozwoju Regionalnego (MRR) jest licznik pokazujący poziom wykorzystania środków europejskich, a debata publiczna na temat implementacji programów europejskich toczy się wokół wielkości spożytkowanych funduszy. W takim ujęciu zupełnie znika kwestia efektywności tych wydatków, na co wskazują nie tylko opracowania niezależnych ekspertów, ale podnoszą tę kwestię nawet niektórzy urzędnicy MRR[2]. Nie jest to problem zresztą wyłącznie Polski, ale również innych krajów wdrażających tego typu programy. Odpowiedzią Komisji Europejskiej na to wyzwanie było wzmocnienie roli systemu monitorowania i ewaluacji działań finansowanych ze wspólnotowego budżetu, a pierwsze konkretne inicjatywy KE podjęła już w 1999 roku. Polegały one przede wszystkim na zwiększeniu roli wskaźników rezultatu i oddziaływania w ocenie programów operacyjnych. Chociaż odpowiedzialność za ocenę rezultatów pozostała domeną państw członkowskich, to zostały one zobowiązane do szczegółowego raportowania informacji o efektach wdrażanych programów do KE.

Podstawową słabością polskiego systemu monitorowania i ewaluacji jest to, iż najczęściej organizacjami *de facto* odpowiedzialnymi za ocenę efektów wdrażanych działań są te same instytucje, które te programy implementują i zwykle są to po prostu Instytucje Zarządzające. Rola Komitetów Monitorujących, instytucji *de iure* odpowiedzialnych za analizę efektów realizowanych programów, jest iluzoryczna, a same komitety pozbawione są własnych budżetów, z których mogłyby chociażby

[1] Zob. W. Dziemianowicz, M. Mackiewicz, P. Swianiewicz, *Sprawność instytucjonalna administracji samorządowej w Polsce – zróżnicowania regionalne*, IBnGR, Warszawa 2000. Niestety brak bardziej aktualnych danych dotyczących oceny sprawności instytucjonalnej samorządów. Opracowania odnoszące się pośrednio do tych kwestii wydają się jednak potwierdzać, że w woj. zachodnich dominuje kapitał społeczny typu pomostowego, który ułatwia implementację projektów UE (zob. np. P. Swianiewicz, J. Herbst, M. Lackowska, A. Mielczarek, *Szafarze darów europejskich. Kapitał społeczny a realizacja polityki regionalnej w polskich województwach*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008).

[2] Zob. Analiza opinii urzędników MRR nt. systemu wdrażania programów europejskich w pracy: Ł. Hardt, M. de Jong, *Improving the Quality of Governance in Poland through Performance Based Budgeting*, Ernst&Young, Warszawa 2011.

finansować badania ewaluacyjne. Co więcej, członkowie tych komitetów często wywodzą się z instytucji wdrażających programy, a ich praca w komitetach nie jest dodatkowo wynagradzana. Warto, aby w przyszłym okresie programowania rola komitetów wzrosła i aby większość członków każdego z nich stanowiły osoby, które nie są związane z Instytucjami Zarządzającymi. Zasadne byłoby również danie komitetom własnych budżetów, tak aby nie tylko mogły finansować własną, niezależną ocenę wdrażanych programów, ale aby również mogły zapewnić swoim członkom wynagrodzenie za wykonywaną pracę[3].

Inną kwestią wymagającą zmiany w odniesieniu do systemu oceny efektywności programów jest poprawa jakości wskaźników monitorujących, jak też poprawa jakości badań ewaluacyjnych. Lepiej wykonywać tego rodzaju analiz mniej, ale aby były one wyższej jakości. Niestety obecnie w wielu konkursach na wykonanie badań ewaluacyjnych jedynym kryterium wyboru oferty jest cena. Warto również większą wagę przywiązywać do ewaluacji *ex ante*, gdyż to od ich jakości zależy w decydujący sposób kształt programów operacyjnych, a w rezultacie efektywność wydatkowanych w ramach nich środków. Taką konkluzję zawiera zresztą raport prof. F. Barca z 2009 r. na temat przyszłości polityki spójności. W kontekście Polski korzystne byłoby też powiązanie w większym stopniu systemu ewaluacji polityk finansowanych ze środków UE z innymi mechanizmami oceny rezultatów polityk publicznych, m.in. z budżetem zadaniowym.

Błędem jest utożsamianie prorozwojowego charakteru interwencji finansowanych ze środków UE z ich krótkookresowym, pozytywnym oddziaływaniem na poziom PKB. Za wydatki par excellence rozwojowe powinny być uznawane te, które budują fundamenty długookresowego wzrostu polskiej gospodarki.

Odpowiedzią polskiej administracji, a zwłaszcza tych jej podmiotów, które bezpośrednio odpowiadają za wdrażanie funduszy strukturalnych, na potrzebę szacowania efektywności tychże programów było zapoczątkowanie programu systematycznego monitoringu oddziaływania makroekonomicznego funduszy unijnych. W ramach tych działań prezentowane są cyklicznie wyniki analiz tworzonych przy wykorzystaniu trzech różnych modeli, tj. HERMIN, MAMoR i EUImpactMOD. Zwykle modele te wskazują na pozytywny wpływ programów operacyjnych na PKB. Co więcej, wpływ ten jest pozytywny nawet w przypadku nieselektywnych działań Wspólnej Polityki Rolnej UE, co przedstawia np. badanie „Ocena wpływu realizacji PROW 2007–2013 na gospodarkę Polski", IBS dla MRiRW (listopad 2011 r., wykonane na bazie modelu EUImpactMOD). Wynik tego badania prezentuje tabela 9.1.

Tabela 9.1. **Wartości społeczno-ekonomicznych wskaźników oddziaływania PROW 2007–2013**

Wyszczególnienie	Ocena średniookresowa		Prognozowana wartość wskaźnika	
	całkowita zmiana	w tym PROW	całkowita zmiana	w tym PROW
Wzrost gospodarczy	33,8%	1,7%	42,8%	1,6%
Tworzenie miejsc pracy	18,5%	1,5%	16,8%	0,8
Wydajność pracy	22,2%	0,0%	22,8%	0,4%

Źródło: IBS.

[3] Szczegółowa analiza tych kwestii w: B. Rokicki, *System monitorowania i ewaluacji polityki spójności w Polsce*, „Gospodarka Narodowa" 2011, nr 3, s. 87–103.

Pozytywny efekt oddziaływania PROW na gospodarkę będzie miał raczej charakter popytowy niż podażowy, a wiadomo, iż efekty popytowe z czasem wygasają. Wskazuje na to zresztą analiza prognozy IBS, z której wynika, że pozytywny wpływ PROW na PKB jest najsilniejszy w latach 2010–2012, a później roczne przyrosty PKB w scenariuszu z PROW są mniejsze niż w scenariuszu bazowym. Czy jednak sam pozytywny wpływ na PKB wystarcza, aby dany program finansowany ze środków UE uznać za prorozwojowy? Wydatek rozwojowy definiuję tutaj jako ten, który służy budowie fundamentów dla długookresowego wzrostu polskiej gospodarki. Fakt, iż dany wydatek w krótkim okresie pozytywnie stymuluje wzrost PKB, nie wystarcza, aby ten wydatek móc uznać za rozwojowy. Co więcej, możliwa jest taka sytuacja, gdy interwencje finansowane ze środków UE będą w krótkim okresie pozytywnie wpływały na poszczególne agregaty makroekonomiczne, ale w długiej perspektywie ich wpływ będzie negatywny (np. transfery o charakterze socjalnym, zwiększające PKB poprzez stymulowanie konsumpcji prywatnej, ale które jednocześnie dezaktywizują poszczególne grupy społeczne i pogłębiają ich wykluczenie, np. w dużym stopniu płatności bezpośrednie w ramach WPR UE). Można też sobie wyobrazić taką sytuację, gdy krótkookresowe oddziaływanie wydatków będzie dla wzrostu negatywne, ale w długim okresie będą one podnosiły konkurencyjność gospodarki (np. finansowanie programów związanych z zamykaniem nierentownych branży gospodarki itp.). Reasumując, fakt pozytywnego wpływu danego wydatku na wzrost gospodarczy w perspektywie krótkookresowej nie jest warunkiem ani koniecznym, ani wystarczającym uznania tego wydatku za rozwojowy. Wspomniane analizy oddziaływania makroekonomicznego funduszy unijnych zwykle pomijają ten fakt.

Czy jednak to, iż określony wydatek w długim okresie będzie podnosił wydajność gospodarki, rozwiązywał jej problemy strukturalne itp. wystarczy, aby uznać go za rozwojowy? Tutaj też nie ma jednoznacznej odpowiedzi. Rozpatrzmy pewną hipotetyczną sytuację. Wydatek X wpływa na zwiększenie wzrostu PKB w stosunku do scenariusza bazowego o 4 pkt. proc. w perspektywie 10 lat. Wydanie sumy X powoduje jednak, iż nie został zrealizowany projekt Y, który przyniósłby wzrost większy o 6 pkt. proc. w tej samej perspektywie czasu. Czy wydatek X jest więc wydatkiem rozwojowym? W sytuacji braku uwzględnienia kosztów alternatywnych z pewnością tak, ale gdy uwzględnimy koszty alternatywne (niezrealizowany projekt Y), odpowiedź nie jest już tak oczywista. Wydaje się, że w sytuacji, gdy alternatywne wykorzystanie środków (tutaj: Y) przyniosłoby skutki niewiele większe (tutaj: różnica wynosi dwa pkt. proc.) niż realizacja pierwotnego projektu (tutaj: X), to trzeba ten wydatek (tutaj: X) uznać za rozwojowy. W sytuacji, gdy różnica byłaby większa, wtedy X nie powinien być uznany za rozwojowy. Uwzględnienie w analizie kosztów alternatywnych może istotnie wpłynąć na kategoryzację wydatków na rozwojowe i inne.

Ostatnia ze zgłaszanych przeze mnie uwag dotyczy kategoryzacji wydatków w kontekście źródeł ich finansowania. Często można spotkać się z argumentem, że skoro wydatki finansowane są ze środków UE, to pytanie o ich rozwojowy charakter ma znaczenie drugorzędne, bo każdy transfer środków europejskich do Polski jest korzystny (*juste retour*). Argumentacji tej towarzyszy często stwierdzenie, że niebezpieczne jest powiedzenie, że dany wydatek jest nierozwojowy, gdyż może to dać argument tym, którzy chcieliby ograniczyć wielkość transferów środków UE do Polski (płatnicy netto). W perspektywie czysto taktycznej (np. negocjacje budżetu UE na lata 2014−2020) argument ten może brzmieć racjonalnie, chociaż bardziej dokładna jego analiza każe wyciągnąć inne wnioski. Po pierwsze, UE w coraz większym stopniu bierze pod uwagę kwestię efektywności wydatkowanych środków (por. dyskusja o tzw. warunkowości strukturalnej), dlatego coraz trudniej będzie ona bronić transferów o niskiej efektywności. Po drugie, powiedzenie, że dane wydatki nie mają charakteru rozwojowego nie musi oznaczać pogorszenia pozycji netto Polski, gdyż równolegle można pokazywać, jak duże znaczenie mają inne wydatki, w dużo mniejszym stopniu realizowane obecnie ze środków UE, a które z tychże środków mogłyby być w większym zakresie współfinansowane. Po trzecie, okres programowania 2014−2020 może być jednym z ostatnich, w którym UE jest tak hojna dla Polski, stąd tym bardziej ważna jest odpowiednia priorytetyzacji wydatków. Można tutaj nawet zaryzykować stwierdzenie, że wydatkami rozwojowymi w najbliższych latach będą te, które będą przygotowywały gospodarkę Polski do funkcjonowania z mniejszym wsparciem finansowym UE po 2020 roku.

10. ANEKS

10.1. METODOLOGIA GENEROWANIA PROGNOZ

Model użyty do generowania prognoz jest modelem wektorowo autoregresyjnym (VAR). Modele VAR są uogólnieniem modeli autoregresyjnych (AR) na przypadek wielu zmiennych. W skalarnych modelach autoregresyjnych wyjaśnia się zachowanie zmiennej poprzez jej zachowanie w przeszłości. Aby uwzględnić także interakcje między zmiennymi, zachowanie modelowanego zbioru zmiennych uzależnia się w modelach VAR od zachowania w przeszłości wszystkich modelowanych zmiennych.

Większość źródeł opisujących zastosowania modeli VAR do prognozowania zmiennych makroekonomicznych podkreśla, że prognozy uzyskane za ich pomocą mają krótkookresowy charakter. Jednym z powodów jest to, iż w modelach VAR używa się niewiele zmiennych, z powodu trudności technicznych związanych z budową dużych modeli przy użyciu krótkich zazwyczaj szeregów czasowych. Nie zmienia to jednak faktu, że prognozy takie są stosowane na świecie dość powszechnie.

W praktyce nie jest możliwe łączne modelowanie wszystkich zmiennych ekonomicznych w ramach jednego modelu VAR z powodu wspomnianych już ograniczeń związanych ze stosunkowo niewielką liczbą obserwacji w stosunku do ilości parametrów. Oszacowaliśmy więc kilka mniejszych modeli, które prognozują zachowanie grup silnie wzajemnie powiązanych zmiennych. Prognozy INE PAN są więc oparte na kilku modelach cząstkowych, z których każdy uwzględnia trzy lub cztery zmienne. W obecnej wersji modelu uzyskano także dokładne bilansowanie się kategorii dochodu narodowego.

Modele stosowane do generowania prognoz są ciągle doskonalone. Staramy się wykorzystać teorię ekonomii na etapie doboru zmiennych i ich podziału między modele cząstkowe. Założenie, że niektóre zmienne są egzogeniczne, umożliwiło wykorzystanie prognoz wygenerowanych z jednego modelu cząstkowego do generowania prognoz z użyciem innego modelu cząstkowego.

Modele, na których opierają się prognozy INE PAN, zbudowane są na danych kwartalnych (od I kwartału 1994 r. do IV kwartału 2011 roku). W przypadku niektórych zmiennych do prognozowania wykorzystano także dane miesięczne. Zmiany w doborze prognozowanych zmiennych spowodowane są chęcią doboru takiego zbioru wzajemnie powiązanych i łatwych do zinterpretowania zmiennych, które najlepiej obrazują sytuację gospodarczą Polski.

Prognozę stopy procentowej stworzono na podstawie opinii eksperckich. Z doświadczeń poprzednich edycji „Raportu" wynika, że ten sposób generowania prognoz jest najlepszy, co może być związane z częściowo politycznym mechanizmem podejmowania decyzji przez Radę Polityki Pieniężnej.

10.2. TABELA STATYSTYCZNA

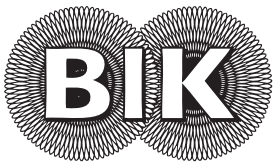
Lata	Kwartały	Produkt narodowy brutto				Budżet			Bezrobocie	
		Nominalnie (w mln zł)	Nominalnie per capita na miesiąc (w zł)	Per capita na miesiąc (w euro)	Wzrost realny (analogiczny okres roku poprzedniego = 100%)	Dochody budżetu w % ustawy budżetowej	Wydatki budżetu w % ustawy budżetowej	Deficyt budżetu w % ustawy budżetowej	Bezrobocie wg BAEL	Bezrobocie wg BAEL, osoby w wieku 15–24
2005	I	229 395,8	1 996,5	495,4	102,4	23,8	25,7	35,2	18,9	41,2
	II	238 094,5	2 072,2	501,6	103,2	49,5	50,0	52,9	18,1	39,9
	III	241 759,8	2 104,1	523,1	104,3	76,2	71,9	50,8	17,4	36,3
	IV	274 052,2	2 385,1	608,7	104,4	102,9	99,4	81,6	16,7	34,6
2006	I	242 784,9	2 113,0	551,4	105,4	24,1	24,8	29,4	16,1	34,3
	II	255 497,1	2 223,6	564,0	106,3	47,3	48,7	57,8	14,1	30,0
	III	261 510,9	2 276,0	575,3	106,6	73,9	70,3	47,4	13,0	27,9
	IV	300 238,5	2 613,0	678,9	106,6	101,2	98,6	82,1	12,2	27,0
2007	I	270 132,1	2 351,0	604,9	107,5	24,3	23,4	16,1	11,3	25,6
	II	282 921,9	2 462,3	647,5	106,6	50,4	45,9	12,3	9,6	21,6
	III	291 058,5	2 533,1	668,5	106,6	76,4	67,5	–	9,0	20,7
	IV	332 624,2	2 894,9	792,0	106,6	103,1	97,7	56,4	8,5	18,7
2008	I	299 128,7	2 603,4	728,0	106,3	23,4	20,3	–	8,1	18,9
	II	310 865,5	2 705,5	793,6	106,1	45,3	42,4	12,8	7,1	17,0
	III	314 721,8	2 739,1	828,4	105,2	68,3	63,6	15,5	6,6	16,1
	IV	350 716,3	3 052,4	808,7	103,2	90,1	90,2	90,8	6,7	17,1
2009	I	312 784,1	2 722,2	605,6	100,4	21,9	24,0	58,3	8,3	19,2
	II	325 202,6	2 830,3	636,6	101,0	44,3	47,0	91,6	7,9	19,1
	III	332 221,9	2 891,4	688,4	101,6	74,2	74,6	79,0	8,1	21,8
	IV	373 157,5	3 247,7	777,4	103,2	100,5	99,4	87,5	8,5	22,3
2010	I	323 089,0	2 811,9	704,2	103,0	22,9	26,5	43,5	10,6	24,6
	II	343 959,8	2 993,6	746,8	103,5	45,9	50,1	70,5	9,5	23,1
	III	350 896,9	3 053,9	761,9	104,4	72,8	73,3	75,7	9,1	23,4
	IV	397 416,4	3 458,8	871,6	104,7	100,5	97,9	85,4	9,3	23,6
2011	I	349 341,8	3 040,4	770,2	104,5	23,0	25,5	43,1	10,0	26,7
	II	369 310,3	3 214,2	811,7	104,3	49,2	49,4	50,7	9,5	24,6
	III	375 059,5	3 264,2	787,1	104,2	75,0	72,4	54,5	9,3	25,4
	IV	428 944,1	3 733,2	844,8	104,3	101,6	96,6	62,5	9,7	26,5

TABELA STATYSTYCZNA CD.

Lata	Kwartały	Stosunki z zagranicą					Wynagrodzenia		Ceny***		Pieniądz**	
		Kurs zł/euro	Kurs zł/USD	Saldo wymiany handlowej z zagranicą* (w % PKB)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (w % PKB)	*Terms of trade*	Średnia płaca nominalna brutto	Średnia płaca brutto w przeliczeniu na euro	Zmiana indeksu cen konsumpcyjnych CPI	Zmiana indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu PPI	Stopa referencyjna	Wzrost (w %) podaży pieniądza (M3)
2005	I	4,03	3,07	–0,2	–2,1	103,5	2 415,5	599,3	103,6	103,3	6,00	13,1
	II	4,13	3,28	–0,8	–1,8	100,6	2 318,5	561,2	102,3	100,1	5,00	13,5
	III	4,02	3,29	–1,2	–2,8	99,2	2 347,2	583,6	101,6	99,8	4,50	14,9
	IV	3,92	3,29	–0,8	–2,7	97,1	2 528,6	645,4	101,1	99,6	4,50	13,1
2006	I	3,83	3,19	–1,2	–3,6	98,8	2 530,2	660,2	100,6	100,6	4,00	10,9
	II	3,94	3,14	–1,8	–3,5	96,5	2 427,3	615,6	100,8	102,3	4,00	12,2
	III	3,96	3,10	–2,3	–3,2	100,4	2 464,7	623,0	101,4	103,5	4,00	13,4
	IV	3,85	2,98	–1,9	–4,9	103,3	2 662,5	691,8	101,3	102,8	4,00	16,0
2007	I	3,89	2,97	–2,4	–5,6	101,7	2 709,1	697,0	102,0	103,3	4,00	18,0
	II	3,80	2,82	–3,3	–7,0	103,0	2 644,3	695,3	102,4	102,0	4,50	14,7
	III	3,79	2,76	–2,9	–5,7	104,5	2 703,4	713,5	102,0	101,7	4,75	14,4
	IV	3,66	2,52	–2,9	–6,3	99,1	2 899,8	793,4	103,5	102,3	5,00	13,4
2008	I	3,58	2,39	–3,6	–6,4	100,6	2 984,0	834,5	104,1	102,6	5,75	13,6
	II	3,41	2,18	–4,2	–6,9	99,5	2 951,4	865,7	104,3	102,1	6,00	16,3
	III	3,31	2,20	–4,1	–6,1	98,5	2 968,6	897,8	104,7	101,7	6,00	17,3
	IV	3,77	2,86	–4,0	–6,8	97,9	3 096,6	820,4	103,5	102,4	5,00	18,6
2009	I	4,50	3,45	–0,0	–2,9	104,7	3 185,6	708,7	103,0	105,0	3,75	17,5
	II	4,45	3,27	0,4	–3,7	102,7	3 081,5	693,1	103,5	104,2	3,50	14,4
	III	4,20	2,94	–0,1	–3,7	103,8	3 113,9	741,4	103,4	102,2	3,50	9,6
	IV	4,18	2,83	–0,0	–5,0	106,2	3 243,6	776,4	103,3	102,0	3,50	8,1
2010	I	3,99	2,89	–0,5	–2,9	98,0	3 316,4	830,5	103,0	98,4	3,50	5,5
	II	4,01	3,15	–0,1	–3,1	101,2	3 197,9	797,8	102,3	101,2	3,50	7,1
	III	4,01	3,11	–1,7	–5,9	98,2	3 203,1	799,1	102,2	104,0	3,50	8,9
	IV	3,97	2,92	–2,3	–6,3	97,4	3 438,2	866,4	102,9	104,9	3,50	8,7
2011	I	3,95	2,89	–0,5	–3,5	99,2	3 466,3	878,1	103,8	107,7	3,75	10,9
	II	3,96	2,75	–1,1	–3,6	98,6	3 366,1	850,0	104,6	106,9	4,25	7,2
	III	4,15	2,93	–1,5	–4,9	98,0	3 416,0	823,7	104,1	107,0	4,50	10,2
	IV	4,42	3,28	–1,8	–5,1	97,1	3 586,8	811,7	104,6	108,6	4,50	12,6

* Według GUS (PKB – Popyt Krajowy)/PKB; ** Według NBP na koniec kwartału; *** Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Wsparcia finansowego udzielił



BIURO INFORMACJI KREDYTOWEJ

Patroni medialni

Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk

Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk został utworzony w 1980 roku.

Do zadań Instytutu należy m.in.:

- ❏ upowszechnianie wiedzy ekonomicznej,
- ❏ rozwój kadr naukowych,
- ❏ prowadzenie badań naukowych w dziedzinie teorii ekonomii i analiz gospodarczych,
- ❏ propagowanie polskiej myśli naukowej za granicą.

Instytut prowadzi badania z zakresu:

- ❏ teorii ekonomii,
- ❏ polityki gospodarczej,
- ❏ analiz, prognoz i studiów strategicznych dotyczących gospodarki polskiej,
- ❏ analiz gospodarki światowej i integracji europejskiej z uwzględnieniem ich wpływu na rozwój gospodarki Polski.

Badania wykonywane w Instytucie obejmują również analizę wyników działalności pięciuset największych polskich przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego oraz usług („Lista 500").

Instytut wykonuje także ekspertyzy na zlecenie instytucji rządowych i pozarządowych m.in. w zakresie:

- ❏ restrukturyzacji dużych przedsiębiorstw,
- ❏ zmian strukturalnych w gospodarce polskiej,
- ❏ metod i instrumentów wzrostu gospodarczego,
- ❏ strategii uczestnictwa Polski w Unii Europejskiej.