



**Instytut Nauk Ekonomicznych  
Polskiej Akademii Nauk**

# **GOSPODARKA POLSKI PROGNOZY I OPINIE**

**RAPORT NR 14**

**MAJ 2009**

**Warszawa**

## **Raport „Gospodarka Polski – Prognozy i Opinie” maj 2009**

przygotował Zespół w składzie:

### **KIEROWNIK ZESPOŁU:**

Krzysztof Bartosik

### **CZŁONKOWIE ZESPOŁU:**

Łukasz Hardt

Stanisław Kubiela

Jerzy Mycielski

Magdalena Olender-Skorek

Lesław Pietrewicz

Katarzyna Rosiak-Lada

Cezary Wójcik

Sylwia Zajączkowska-Jakimiak

Michał Zajfert

### **KONSULTACJA:**

Joanna Kotowicz-Jawor

### **REDAKCJA:**

Krzysztof Kostro

ISSN 1644-5430

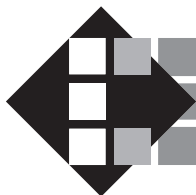
© Copyright by Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, 2009

**RAPORT POWSTAŁ W WYNIKU WSPÓŁPRACY INE PAN I PARP**



**Instytut Nauk Ekonomicznych  
Polskiej Akademii Nauk**

**PARP**



Realizacja wydawnicza:

Wydawnictwo Key Text sp. z o.o.

ul. Górczewska 8, 01-180 Warszawa

tel. 022 632 11 36, 022 632 11 39, fax 212

[www.keytext.com.pl](http://www.keytext.com.pl)

[wydawnictwo@keytext.com.pl](mailto:wydawnictwo@keytext.com.pl)

Nakład 500 egz.

**C**o czeka polską gospodarkę w nadchodzących miesiącach? Prognozowanie w obecnej, niepewnej sytuacji jest ryzykowne. Wynika to z nieprzewidywalnej dynamiki zachodzących zjawisk, często o bezprecedensowym charakterze oraz z konieczności uwzględnienia dla oceny polskiej gospodarki zmian w gospodarce światowej. Nie ma jednak wątpliwości, że Polskę czeka w tym roku osłabienie aktywności gospodarczej, niewiadomą jest tylko skala tego zjawiska. Według prognoz INE PAN w nadchodzącym roku dynamika PKB spadnie poniżej jednego procenta; w II połowie roku ustabilizuje się na poziomie ok. 0,6%.

To zaostrzenie się światowego kryzysu finansowego spowodowało, iż perspektywy rozwoju polskiej gospodarki są tak pesymistyczne. Osłabienie popytu zewnętrznego przyczyniło się do spadku eksportu i produkcji w przemyśle, w ślad za tym nastąpiły redukcje zatrudnienia. Zmiany w otoczeniu zewnętrznym niekorzystnie wpływają również na popyt krajowy. Dramatycznie pogorszyły się nastroje konsumentów, spada dynamika wynagrodzeń i konsumpcji. Przedsiębiorstwa wobec niepewnej przyszłości ograniczają inwestycje. Skutki osłabienia złotego pozostają niejednoznaczne; w krótkim okresie są przyczyną trudności wielu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie sprzyjają eksportowi.

Obecna sytuacja stanowi wyzwanie dla polityki gospodarczej. Wiele wskazuje na to, że zawirowania, które obserwujemy, to coś poważniejszego niż zwykła recesja. Doświadczenie historyczne podpowiada, iż w takich okolicznościach pożądana jest – przynajmniej początkowo – pewna ostrożność, gdyż pochopne i nieprzemyślane działania mogą pogorszyć sytuację. Taka też jest dotychczasowa polska polityka – zasadza się na założeniu, że należy utrzymywać dyscyplinę finansów publicznych i stymulować gospodarkę za pomocą środków, które raczej nie budzą wątpliwości. Są to ulgi inwestycyjne dla nowych firm czy też przyspieszona absorpcja pieniędzy z unijnych funduszy strukturalnych. Ale czy te działania są odpowiednie i wystarczające? Warto zauważyć, że w ubiegłym roku w Polsce spowolnienie wywołał przede wszystkim spadek tempa wzrostu inwestycji, konsumpcja zaś wzrosła i stanowiła czynnik sprzyjający wzrostowi. Było to m.in. skutkiem podjętych działań stymulujących, polegających m.in. na obniżce składki rentowej i progów podatku PIT, przeprowadzeniu waloryzacji rent i emerytur. W tym roku słabną inwestycje, konsumpcja i eksport, a jednocześnie rząd planuje oszczędności budżetowe. Nie widać zatem czynników podtrzymujących wzrost gospodarczy.

*Krzysztof Bartosik*



# SPIS TREŚCI

1. Streszczenie .....	7
2. Prognozy INE PAN – <i>Katarzyna Rosiak-Lada, Jerzy Mycielski</i> .....	9
2.1. Produkt krajowy brutto .....	9
2.2. Bezrobocie i rynek pracy .....	12
2.3. Stopa procentowa i inflacja .....	13
3. Sytuacja makroekonomiczna – <i>Cezary Wójcik</i> .....	15
4. Sektor gospodarstw domowych – <i>Krzysztof Bartosik</i> .....	19
4.1. Konsumpcja .....	19
4.2. Wynagrodzenia .....	21
4.3. Zatrudnienie i bezrobocie .....	22
5. Sektor przedsiębiorstw .....	27
5.1. Wyniki finansowe i inwestycje przedsiębiorstw – <i>Magdalena Olender-Skorek</i> .....	27
5.2. Infrastruktura – <i>Michał Zajfert</i> .....	33
6. Sektor finansowy .....	37
6.1. Sektor bankowy – <i>Stanisław Kubiela</i> .....	37
6.2. Giełda – <i>Lesław Pietrewicz</i> .....	44
7. Uwarunkowania międzynarodowe – <i>Sylvia Zajączkowska-Jakimiak</i> .....	49
7.1. Tendencje w gospodarce światowej .....	49
7.2. Działania antykryzysowe .....	50
7.3. Światowy kryzys a rozmiary i dynamika obrotów handlowych Polski .....	52
8. Polska w UE: czy fundusze europejskie mogą stać się czynnikiem przeciwdziałającym spowolnieniu gospodarczemu? – <i>Łukasz Hardt</i> .....	55
9. Aneks .....	
9.1. Metodologia generowania prognoz .....	59
9.2. Tabela statystyczna .....	61



# 1. STRESZCZENIE

## PROGNOZY:

- W 2009 roku tempo wzrostu PKB będzie zdecydowanie niższe niż w roku ubiegłym i wyniesie średnio ok. 0,8%; wyraźnie obniży się również tempo wzrostu popytu krajowego i wszystkich jego składowych
- Rok 2009 przyniesie dramatyczny spadek nakładów inwestycyjnych brutto, w II kwartale inwestycje spadną o 10,8%, w III kwartale o 8,5%, w IV kwartale zaś o 4,8%; w rezultacie stopa inwestycji w 2009 roku spadnie z ponad 22% (2008 rok) do niespełna 20%
- W bieżącym roku dodatni wpływ na wzrost PKB powinien mieć eksport netto
- W 2009 roku dynamika wynagrodzeń wyraźnie osłabnie; średnio w całym roku wynagrodzenia wzrosną realnie o 2%, czyli o 3,4 pkt. proc. mniej niż w roku ubiegłym
- Bieżący rok przyniesie zdecydowany spadek produkcji przemysłowej; średnio w całym roku produkcja spadnie o 14,6%
- W 2009 roku sytuacja na rynku pracy pogorszy się; pod koniec roku należy spodziewać się wzrostu bezrobocia do poziomu ponad 13% (bezrobocie rejestrowane), bezrobocie liczone wg BAEL przekroczy 11%
- W 2009 roku zostanie zahamowany wzrost dynamiki inflacji; na koniec br. inflacja spadnie do poziomu odpowiadającego celowi inflacyjnemu NBP (2,5%), co sprawi, że obniżeniu powinny ulec również stopy procentowe
- Bardzo słaba koniunktura oraz brak presji na wzrost płac powinny skłonić Radę Polityki Pieniężnej do kontynuowania procesu obniżania stóp procentowych; pierwsza obniżka, o 0,25 pkt. proc., nastąpi już w II kwartale 2009 roku, a kolejnej, również o 0,25 pkt. proc., należy spodziewać się w III kwartale

## OPINIE:

- Sytuacja gospodarcza Polski w roku 2008 nadal była korzystna, chociaż już w II połowie roku powoli dały o sobie znać pierwsze oznaki globalnego kryzysu
- W 2008 roku produkt krajowy brutto wzrósł o 4,8%, co oznacza istotne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w porównaniu z 2007 rokiem
- Analizując źródła wzrostu gospodarczego w 2008 roku od strony popytowej warto zwrócić uwagę na spożycie indywidualne, które pomimo negatywnych zjawisk w otoczeniu zewnętrznym podtrzymywało wzrost gospodarczy
- W 2008 roku nakłady brutto na środki trwałe wzrosły średnio o około 9,5%, czyli o 9,2 pkt. proc. mniej niż w 2007 roku
- W 2008 roku popyt krajowy wzrósł o ok. 5,0%; popyt ten był głównym motorem napędowym gospodarki
- W 2008 roku pogorszyła się sytuacja w handlu zagranicznym Polski
- W całym roku 2008 inflacja wyniosła 4,2%; w kolejnych miesiącach inflacja wykazywała wyraźną tendencję wzrostową, aż do końcówki roku, gdy wzrost cen wyraźnie wyhamował; spadkowa tendencja kontynuowana była na początku 2009 roku
- Po początkowym zacieśnieniu polityki pieniężnej (wzrost podstawowej stopy referencyjnej NBP z 5,0% w styczniu do 6,0% w czerwcu), w III kwartale 2008 roku RPP rozpoczęła dość silny cykl jej rozluźniania
- W 2008 i na początku 2009 roku odnotowano w Polsce silne spowolnienie dynamiki sprzedaży detalicznej, co jest skutkiem słabnącej dynamiki wynagrodzeń i zwiększającego się pesymizmu konsumentów
- Spowolnienie przyniosło polskiej gospodarce spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia
- W IV kwartale 2008 roku jeszcze bardziej – w porównaniu z wcześniejszymi kwartałami – pogorszyły się wskaźniki finansowe przedsiębiorstw, spadła zarówno rentowność ze sprzedaży, jak i rentowność ogółem, wzrósł zaś wskaźnik poziomu kosztów; odzwierciedleniem zmian jakie zachodzą w otoczeniu finansowym przedsiębiorstw jest ujemny wynik na działalności finansowej
- W przemyśle najdotkliwiej pierwsze skutki spowolnienia gospodarczego odczuli eksporterzy, a także firmy zajmujące się przetwórstwem przemysłowym; bieżący portfel zamówień i bardzo niski popyt (głównie zagraniczny) pozwala przypuszczać, że zła sytuacja jeszcze się pogłębi

- Największym problemem firm z branży budowlanej nie jest już brakująca siła robocza, a zmniejszony popyt wynikający przede wszystkim z restrykcyjnej polityki kredytowej banków; skutkiem pogarszającej się sytuacji w branży jest duży odsetek upadających firm
- Wahania kursu walutowego i ogólnoświatowy kryzys wpływają na usługi i handel; największe pogorszenie odnotowuje branża turystyczna, która w ubiegłym roku miała rekordowo wysokie obroty
- Wobec słabnącego popytu na swoje wyroby przedsiębiorstwa rezygnują z podejmowania nowych inwestycji; by pokryć zapotrzebowanie rynkowe wystarczają istniejące moce przerobowe, a zgromadzone zapasy towarów gotowych pozwalają firmom nawet ograniczać produkcję
- Obecny kryzys jest najmniej odczuwalny w sektorze telekomunikacji; dzięki wspieraniu przez UE rozwojowi infrastruktury dostępowej na obszarach wiejskich można się nawet spodziewać poprawy kondycji tego sektora
- Planowane inwestycje infrastrukturalne, które mają ograniczyć negatywne skutki obecnego kryzysu, obejmują głównie inwestycje drogowe; w przypadku najbardziej pilnej budowy autostrad zmiana systemu budowy i finansowania z koncesyjnego na państwowy pociągnie za sobą znaczne opóźnienia
- Trudna sytuacja finansowa w Grupie PKP oraz przekazanej samorządom spółki PKP Przewozy Regionalne spowodowana jest głównie wieloletnim odroczeniem decyzji restrukturyzacyjnych oraz światowym kryzysem finansowym
- W transporcie lotniczym kryzys negatywnie odbija się zarówno na kondycji przewoźników, jak i portów lotniczych; dzięki wsparciu środków UE porty lotnicze będą jednak mogły rozpocząć realizację planowanych inwestycji
- Dostawcy energii elektrycznej – zintegrowani pionowo z elektrowniami – tworzą lokalne monopole, co sprawia, że nie funkcjonuje tu konkurencja rynkowa; odbiorców energii przed działaniem tych monopolów uszczędnienie może tylko postawa regulatora
- Gwałtowny wzrost aktywów sektora bankowego przyspieszył monetyzację gospodarki i jej podatność na zawirowania na rynkach finansowych; w 2008 roku kryzys nie dotknął jednak polskiego sektora bankowego, chociaż był to z pewnością ostatni rok prosperity przed nadchodzącym spowolnieniem
- Sektor bankowy wykazał w 2008 roku rekordowy zysk oraz bardzo dobre wskaźniki efektywności, które jednak stopniowo zaczynają się pogarszać; wysokie odpisy na rezerwy zwiastują spadek jakości portfela kredytowego, co jest konsekwencją pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstw
- Pomimo światowego kryzysu finansowego warszawska giełda nadal należy do europejskich liderów pod względem debutów
- Rynek NewConnect boryka się z problemami niskiej płynności i jakości notowanych spółek
- W ostatnich miesiącach można zauważyć pewne pozytywne zmiany w podejściu organizatora i nadzorca rynku do wybranych problemów warszawskiej giełdy
- Obecne dyskusje nad nowelizacją ustawy o OFE nie dotyczą sedna problemu
- Pomimo dekonjunkury trwają przygotowania do prywatyzacji warszawskiej giełdy
- Podejmowane w wielu krajach działania wspierające mogą doprowadzić pod koniec 2009 roku do pewnej stabilizacji sytuacji; powszechnie oczekuje się, że w 2010 roku rozpocznie się powolny proces ożywienia gospodarki światowej
- Rozmiary kryzysu u partnerów handlowych wykluczają zatrzymanie w 2009 roku negatywnych tendencji w handlu zagranicznym Polski
- Ograniczenie i zmiana kierunku globalnych przepływów kapitału, które nastąpiły w wyniku recesji gospodarki światowej, negatywnie oddziałują na napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (ZIB) do Polski
- Programy finansowane ze środków UE mogłyby przeciwdziałać spowolnieniu gospodarczemu w Polsce, gdyby istotnie przyspieszył proces ich wdrażania; w ostatnich miesiącach nic takiego nie nastąpiło i również w II i III kwartale 2009 roku nie należy się spodziewać znaczącego postępu w ich implementacji
- Światowy kryzys i związana z nim niepewność stanowi nową barierę w absorpcji środków UE, bowiem przedsiębiorcy wstrzymują się ze składaniem wniosków; nie powinno to jednak znacząco utrudnić wdrażania programów UE, ale w sytuacji dalszego pogorszenia koniunktury może cały proces absorpcji opóźnić tak, że potrzebne będą działania zaradcze państwa (m.in. poręczenia, pożyczki, itp.)
- W europejskiej debacie nad sposobami wyjścia z kryzysu Polska powinna przede wszystkim opowiadać się przeciw protekcjonizmowi i bronić wspólnego rynku



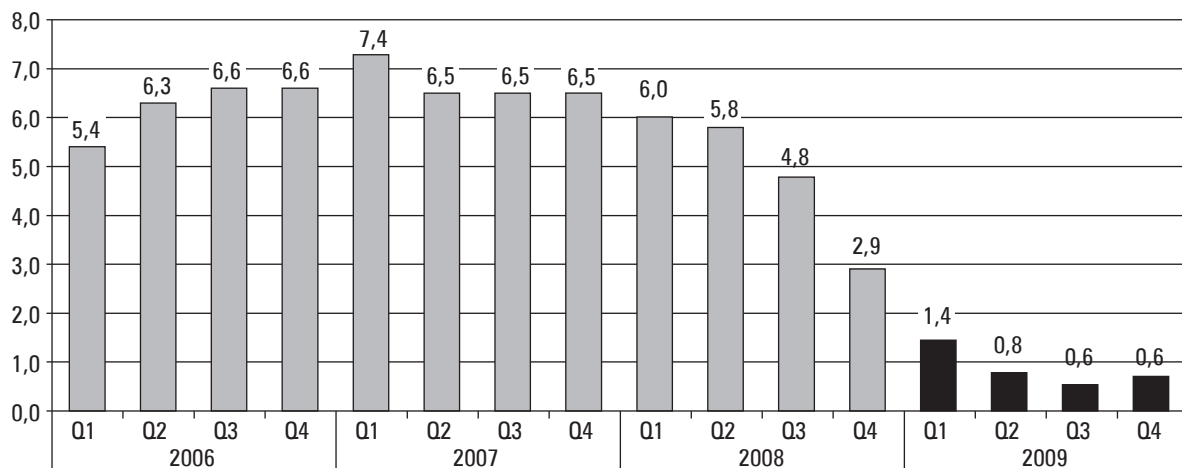
## 2. PROGNOZY INE PAN

### 2.1. PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

*W 2009 roku tempo wzrostu PKB będzie zdecydowanie niższe niż w roku ubiegłym i wyniesie średnio ok. 0,8%; wyraźnie obniży się również tempo wzrostu popytu krajowego i wszystkich jego składowych*

W 2009 roku gospodarka Polski będzie rozwijała się w tempie najniższym od ponad 15 lat. Wyraźne symptomy osłabienia koniunktury zaobserwowano już w I kwartale, gdy według przybliżonych szacunków PKB wzrósł o 1,4%. Kolejne kwartały przyniosą dalsze spowolnienie. Zgodnie z modelem prognostycznym INE PAN w II kwartale wzrost PKB wyniesie jedynie 0,8%, a w kolejnych kwartałach ustabilizuje się na poziomie ok. 0,6%.

Rysunek 2.1. Tempo wzrostu PKB – prognoza wzrostu (w %)



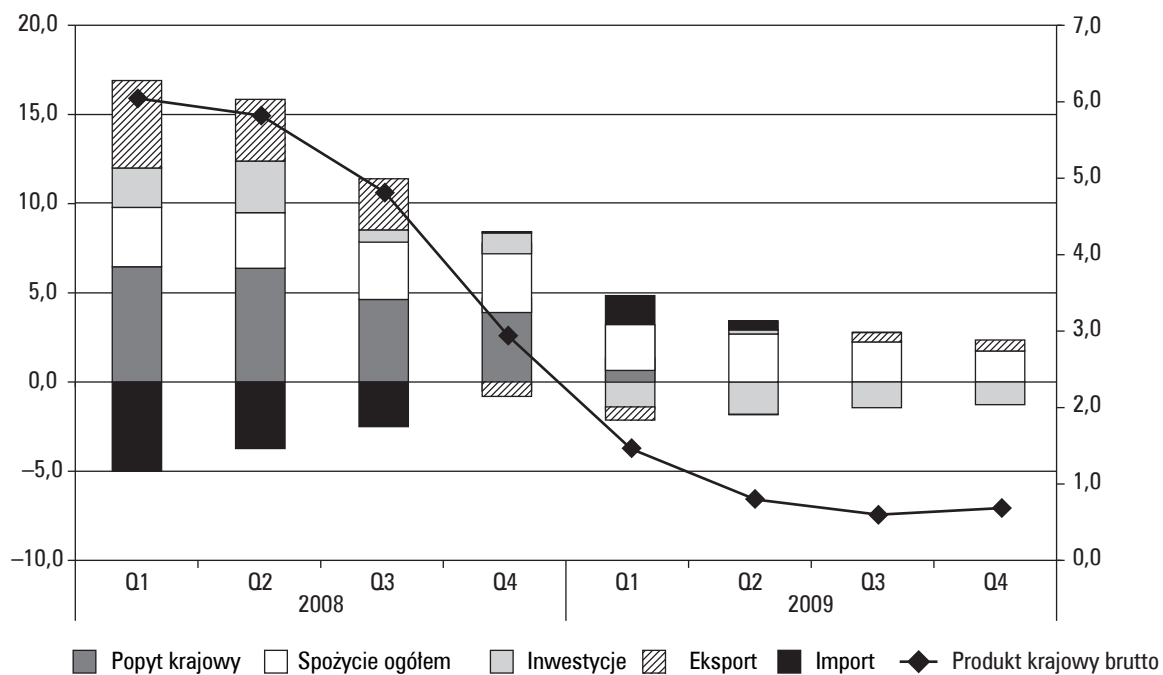
Źródło: GUS, INE PAN

W przeciwieństwie do sytuacji obserwowanej w trzech ubiegłych latach, w roku 2009 roku tempo wzrostu popytu krajowego znacznie osłabnie i będzie zdecydowanie niższe niż tempo wzrostu PKB. Średnio w całym roku wyniesie jedynie ok. 0,2%, przy czym w II i IV kwartale sięgnie zera. Według wstępnych szacunków w I kwartale br. popyt krajowy wzrósł o 0,5%, czyli aż o 0,9 pkt. proc. mniej niż PKB. Rok 2009 przyniesie dramatyczny spadek nakładów inwestycyjnych brutto. Zgodnie z szacunkami INE PAN w I kwartale br. inwestycje spadły aż o 11,1%. W kolejnych kwartałach spadki te powinny być coraz mniejsze, tym niemniej jednak oczekiwanie na realny wzrost inwestycji w tym roku jest daremne. Według modelu prognostycznego INE PAN w II kwartale br. inwestycje spadną o 10,8%, w III kwartale o 8,5%, w IV kwartale zaś o 4,8%. W rezultacie stopa inwestycji w 2009 roku spadnie z ponad 22% (2008 rok) do niespełna 20%.

*W bieżącym roku dodatni wpływ na wzrost PKB powinien mieć eksport netto*

Gwałtowny spadek tempa wzrostu popytu krajowego spowoduje, że w kolejnych kwartałach silnie spadnie dynamika importu. W 2009 roku import spadnie średnio w ujęciu realnym o 1,2%. Z kolei kryzys na rynkach światowych spowoduje również istotny spadek dynamiki eksportu. Dynamika eksportu powinna jednak pozostać wyższa niż dynamika importu. W związku z tym eksport netto będzie pozytywnie wpływał na wzrost PKB. Według szacunków INE PAN w I kwartale br. eksport spadł realnie o 1,8%, a zgodnie z modelem prognostycznym powinien w kolejnych kwartałach nieznacznie wzrastać o 0,6%, 1% i 1,7% kolejno w II, III i IV kwartale. Skalę wpływu wymienionych składowych PKB przedstawia rysunek 2.2.

Rysunek 2.2. Tempo wzrostu PKB (prawa oś) i skala wpływu jego składowych (lewa oś)

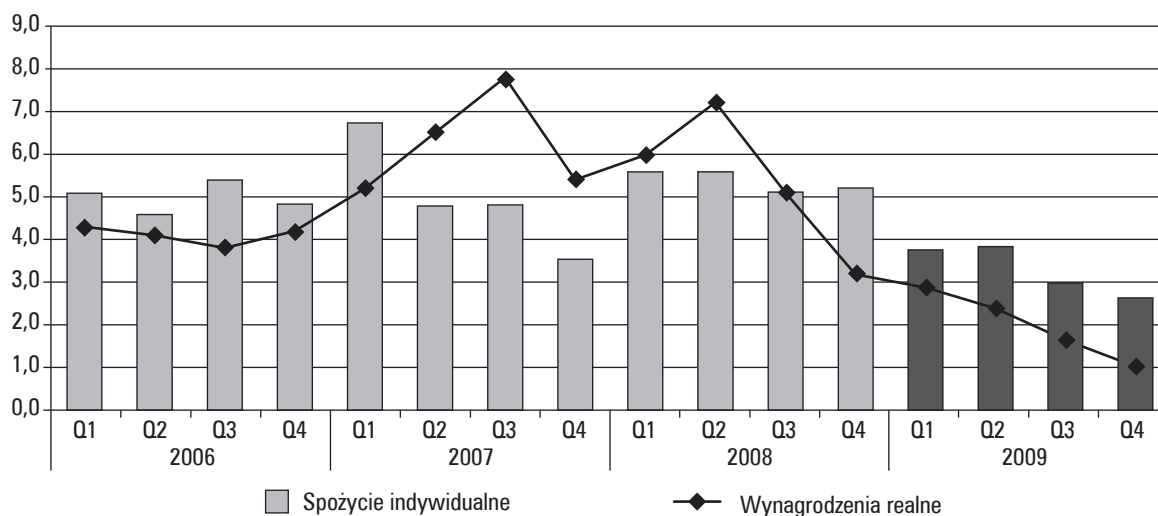


Źródło: Obliczenia INE PAN na podstawie GUS i INE PAN

W 2009 roku nastąpi widoczny spadek tempa wzrostu wszystkich składowych popytu krajowego, w tym spożycia. Prognozowane średnie tempo wzrostu spożycia ogółem będzie w br. o 1,4 pkt. proc. niższe w porównaniu w roku ubiegłym. Szacunki INE wskazują, że w I kwartale spożycie wzrosło realnie o 3,1%. Zgodnie z modelem prognostycznym podobnego wzrostu można się spodziewać w II kwartale roku, natomiast w kolejnych kwartałach dynamika wzrostu będzie coraz niższa. W III kwartale wyniesie 2,6%, a w IV kwartale 2,3%. Na nieco wyższym poziomie utrzyma się tempo wzrostu spożycia indywidualnego, tym niemniej jednak pozostanie ono zdecydowanie niższe niż w 2008 roku. Zgodnie z szacunkami INE PAN realne tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło w I kwartale 3,8%, a podobny wzrost utrzyma się również w II kwartale. Prognozy wskazują, że w III kwartale należy spodziewać się spadku tempa wzrostu spożycia indywidualnego do 3%, zaś w IV kwartale do 2,6%. Średnio w całym 2009 roku wzrost spożycia indywidualnego wyniesie ok. 3,3%.

W 2009 roku okres szybkiego wzrostu wynagrodzeń skończy się; w bieżącym roku dynamika wynagrodzeń wyraźnie osłabnie. Zgodnie z szacunkami INE PAN w I kwartale 2009 roku wynagrodzenia wzrosły realnie o 2,9%, co w porównaniu z I kwartałem 2008 roku stanowi spadek o 3,1 pkt. proc. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu wynagrodzeń będzie nadal spadać. W II kwartale wyniesie 2,4%, w III kwartale 1,7%, zaś w IV kwartale zaledwie 1,1%. Średnio w całym roku wynagrodzenia wzrosną realnie o 2%, czyli o 3,4 pkt. proc. mniej niż w roku ubiegłym.

Rysunek 2.3. Tempo wzrostu spożycia indywidualnego i realnych wynagrodzeń brutto



Źródło: GUS, INE PAN

Tabela 2.1. Tempo wzrostu produktu krajowego brutto i jego składowych

Kwartały		Spżycie indywidualne <sup>1</sup>	Nakłady brutto na środki trwałe <sup>1</sup>	Popyt krajowy <sup>1</sup>	PKB <sup>1</sup>	Export <sup>2</sup>	Import <sup>2</sup>
2006	I kw.	5,1	8,5	5,8	5,4	22,4	23,7
	II kw.	4,6	15,1	6,4	6,3	12,8	12,6
	III kw.	5,4	17,3	7,4	6,6	14,6	16,6
	IV kw.	4,8	16,0	9,3	6,6	10,1	17,4
2007	I kw.	6,7	23,8	9,1	7,4	11,2	15,5
	II kw.	4,8	19,0	9,0	6,5	8,0	14,0
	III kw.	4,8	16,7	8,6	6,5	9,0	13,9
	IV kw.	3,5	15,2	7,8	6,5	8,4	11,5
2008	I kw.	5,6	15,7	6,2	6,0	11,1	11,5
	II kw.	5,5	15,2	6,0	5,8	8,5	8,7
	III kw.	5,1	3,5	4,3	4,8	7,1	5,9
	IV kw.	5,2	3,5	3,6	2,9	-2,6	-0,3
2009	I kw.*	3,8	-11,1	0,5	1,4	-1,8	-3,7
	II kw.*	3,8	-10,8	0,0	0,8	0,6	-1,0
	III kw.*	3,0	-8,5	0,1	0,6	1,0	-0,2
	IV kw.*	2,6	-4,8	0,0	0,6	1,7	0,0

<sup>1</sup> w wyrażeniu realnym, kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; <sup>2</sup> wolumen; \* prognozy INE PAN

Źródło: GUS, INE PAN

Bieżący rok przyniesie zdecydowany spadek produkcji przemysłowej; średnio w całym roku produkcja spadnie aż o 14,6%. Spadek ten będzie pogłębiał się z kwartału na kwartał. Według szacunków INE PAN w I kwartale br. spadek ten wyniósł 12,8%. Z modelu prognostycznego wynika, że w II kwartale produkcja przemysłowa spadnie realnie aż o 14,4%, w III kwartale o 15,3%, zaś w IV kwartale aż o 15,8%. Warto podkreślić, że przemysł stanowi jedną czwartą PKB.

Tabela 2.2. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej

Kwartaly		Produkcja sprzedana przemysłu
2006	I kw.	12,4
	II kw.	12,1
	III kw.	12,3
	IV kw.	10,8
2007	I kw.	13,0
	II kw.	8,5
	III kw.	8,1
	IV kw.	9,9
2008	I kw.	8,2
	II kw.	7,0
	III kw.	2,2
	IV kw.	-6,3
2009	I kw.	-12,8
	II kw.*	-14,4
	III kw.*	-15,3
	IV kw.*	-15,8

\* prognozy INE PAN

Źródło: GUS, INE PAN

## 2.2. BEZROBOCIE I RYNEK PRACY

*W 2009 roku sytuacja na rynku pracy bez wątpienia pogorszy się; pod koniec roku należy spodziewać się wzrostu bezrobocia do poziomu ponad 13% (bezrobocie rejestrowane), bezrobocie liczone wg BAEL przekroczy 11%*

W wyniku osłabienia koniunktury pogorszy się sytuacja na rynku pracy. Zgodnie z szacunkami INE PAN w I kwartale 2009 roku bezrobocie rejestrowane wyniosło 11%. Zgodnie z modelem prognostycznym w II kwartale utrzyma się na zbliżonym poziomie (10,9%), by w III kwartale wzrosnąć do 11,5%. Pod koniec bieżącego roku rejestrowana stopa bezrobocia prawdopodobnie przekroczy 13% (model prognostyczny szacuje tę wielkość na 13,2%), co będzie oznaczać wzrost w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku o 3,7 pkt. proc. Należy pamiętać, że w niewielkim stopniu wzrost ten będzie związany z cyklicznym zachowaniem wskaźnika. Stopa bezrobocia wg BAEL w I kwartale wyniosła 8,3%, w kolejnych kwartałach roku będziemy obserwować wzrost tego wskaźnika. Zgodnie z modelem prognostycznym w II kwartale bieżącego roku stopa bezrobocia wg BAEL wyniesie 8,8%, w III kwartale już 10%, natomiast w IV kwartale wzrośnie aż do 11,3%. Dane dotyczące obu stop bezrobocia w zestawieniu z realnym tempem wzrostu wynagrodzeń przedstawia tabela 2.3.

**Tabela 2.3. Stopa bezrobocia i realne tempo wynagrodzeń**

Kwartaly		Stopa bezrobocia wg BAEL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	Wynagrodzenia realne <sup>1</sup>
2006	I kw.	16,1	17,8	4,3
	II kw.	14,1	15,9	4,1
	III kw.	13	15,2	3,8
	IV kw.	12,2	14,8	4,2
2007	I kw.	11,3	14,3	5,2
	II kw.	9,6	12,3	6,5
	III kw.	9,0	11,6	7,8
	IV kw.	8,5	11,4	5,4
2008	I kw.	8,1	11,1	6,0
	II kw.	7,1	9,6	7,2
	III kw.	6,6	9,1	5,1
	IV kw.	6,7	9,5	3,2
2009	I kw.*	8,3	11,0	2,9
	II kw.*	8,8	10,9	2,4
	III kw.*	10,0	11,5	1,7
	IV kw.*	11,3	13,2	1,1

\* prognozy INE PAN

Źródło: GUS, INE PAN

## 2.3. STOPA PROCENTOWA I INFLACJA

*W 2009 roku zostanie zahamowany wzrost dynamiki inflacji, jaki obserwowano w 2008 roku; na koniec br. inflacja spadnie do poziomu odpowiadającego dokładnie celowi inflacyjnemu NBP (2,5%), co sprawi, że obniżeniu powinny ulec również stopy procentowe*

W bieżącym roku presja inflacyjna powinna ulec złagodzeniu, z jednej strony ze względu na spowolnienie gospodarcze, z drugiej zaś ze względu na podwyżki stóp procentowych, które miały miejsce w 2008 roku. Zgodnie z szacunkami INE PAN w I kwartale bieżącego roku inflacja w Polsce wyniosła 3,1%, czyli o 0,7 pkt. proc. mniej niż w IV kwartale 2008 roku. W kolejnych kwartałach nastąpi dalszy spadek wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Według modelu prognostycznego w II kwartale wzrost cen utrzyma się na zbliżonym poziomie i wyniesie 3%, a w III kwartale 2,9%. Na koniec 2009 roku inflacja spadnie do poziomu 2,5%, czyli będzie niższa niż w IV kwartale 2008 roku o 1,3 pkt. proc.

Bardzo słaba koniunktura oraz brak presji na wzrost płac powinny skłonić Radę Polityki Pieniężnej do kontynuowania w tym roku procesu obniżania stóp procentowych. Zgodnie z opinią ekspercką pierwsza obniżka, o 0,25 pkt. proc., nastąpi już w II kwartale 2009 roku, a kolejnej, również o 0,25 pkt. proc., należy spodziewać się w III kwartale.

Tabela 2.4. Inflacja i stopa procentowa

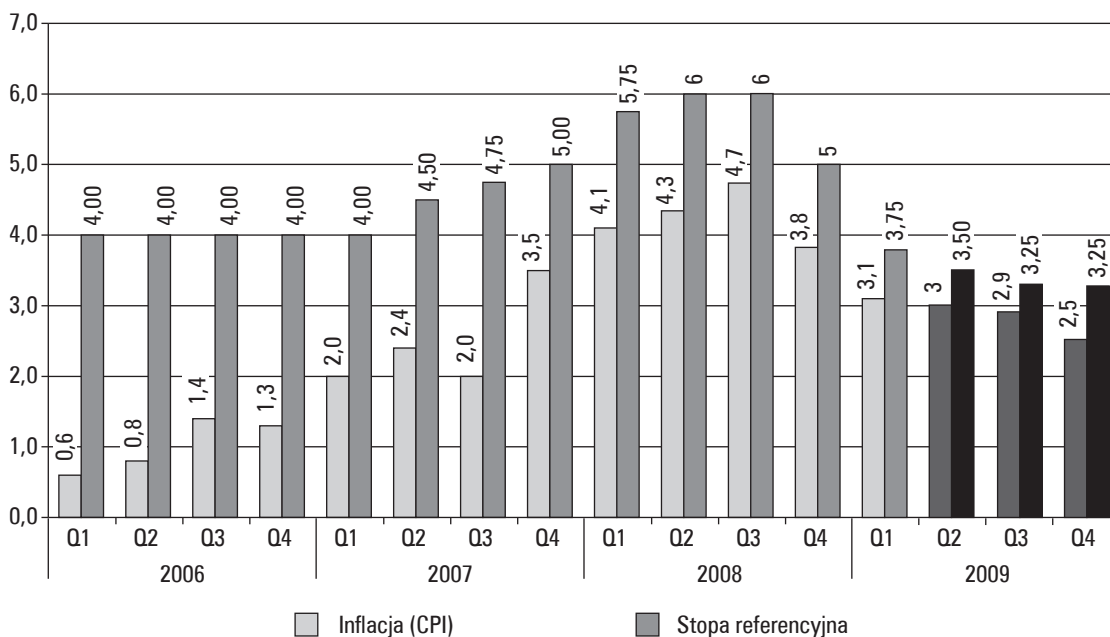
Kwartaly		Inflacja <sup>1</sup>	Stopa referencyjna <sup>2</sup>
2006	I kw.	0,6	4,00
	II kw.	0,8	4,00
	III kw.	1,4	4,00
	IV kw.	1,3	4,00
2007	I kw.	2,0	4,00
	II kw.	2,4	4,50
	III kw.	2,0	4,75
	IV kw.	3,5	5,00
2008	I kw.	4,1	5,75
	II kw.	4,3	6,00
	III kw.	4,7	6,00
	IV kw.	3,8	5,00
2009	I kw.	3,1	3,75
	II kw.	<b>3,0*</b>	<b>3,50**</b>
	III kw.	<b>2,9*</b>	<b>3,25**</b>
	IV kw.	<b>2,5*</b>	<b>3,25**</b>

<sup>1</sup> kwartał do analogicznego kwartału; <sup>2</sup> na koniec kwartału;

\* prognozy INE PAN; \*\* szacunek ekspercki

Źródło: GUS, NBP, INE PAN

Rysunek 2.4. Inflacja i stopa procentowa



Źródło: GUS, NBP, INE PAN

### 3. SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

*Sytuacja gospodarcza Polski w roku 2008 nadal była korzystna, chociaż już w II połowie roku powoli dały o sobie znać pierwsze oznaki globalnego kryzysu*

Według danych GUS w 2008 roku produkt krajowy brutto wzrósł o 4,8%, co w porównaniu z 2007 rokiem, gdy PKB zwiększył się o 6,7%, oznacza istotne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Tempo rozwoju gospodarczego w 2008 roku było nierównomierne w kolejnych kwartałach. Po wzroście PKB w I i II kwartale o odpowiednio 6,0% i 5,8%, w III kwartale wzrost produktu krajowego brutto wyniósł 4,8% a w IV zaledwie 2,9%. Oceniając sytuację gospodarczą w 2008 roku należy mieć na uwadze poważne zaburzenia finansowe, które mają swoje źródło w USA i rozprzestrzeniły się na niemal cały świat. Patrząc przez ten globalny pryzmat wyniki osiągnięte w 2008 roku przez Polskę wydają się dobre. Wszystko wskazuje jednak na to, że w I kwartale 2009 roku tempo wzrostu ulegnie dalszemu obniżeniu, a większość komentatorów życia gospodarczego oczekuje pogłębienia się tej tendencji także w kolejnych kwartałach.

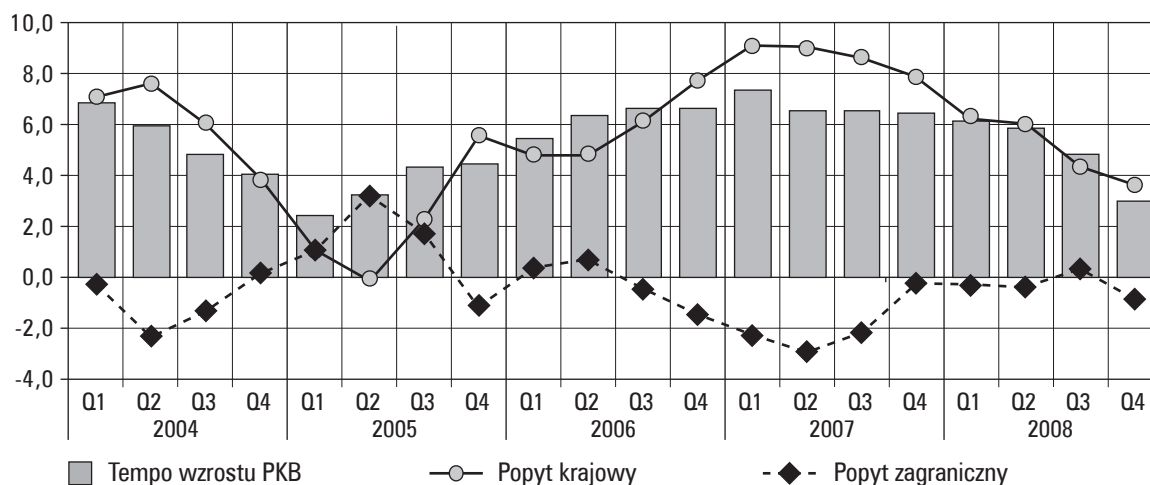
Analizując źródła wzrostu gospodarczego w 2008 roku od strony popytowej w pierwszej kolejności warto zwrócić uwagę na spożycie indywidualne – najbardziej stabilny komponent popytu krajowego w ostatnim okresie – które podtrzymywało wzrost gospodarczy, pomimo negatywnych zjawisk w otoczeniu zewnętrznym. W 2008 roku spożycie indywidualne wzrosło o ok. 5,4%, czyli więcej niż w 2007 roku (5,0%). Co istotne, tempo wzrostu tej kategorii popytu było równomierne na przestrzeni całego roku. Podczas, gdy w I i II kwartale roku spożycie indywidualne wzrosło kolejno o 5,6% i 5,5%, to w III i IV kwartale wzrost ten nieco osłabł i wyniósł kolejno 5,1% i 5,2%. Stabilne i wysokie tempo wzrostu spożycia indywidualnego w ciągu roku spowodowane było nadal utrzymującą się dość dobrą sytuacją na rynku pracy oraz wzrostem realnych wynagrodzeń zwiększających ogólny fundusz płac w gospodarce. Przeciętne wynagrodzenie realne brutto w gospodarce narodowej wzrosło w całym 2008 roku o ok. 5,4%.

W przeciwieństwie do konsumpcji nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw były w 2008 roku znacznie mniej stabilne. Podczas, gdy w I i II kwartale wzrost nakładów brutto na środki trwałe wyniósł odpowiednio 15,7% i 15,2%, to w III i IV kwartale nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zwiększyły się o zaledwie o 3,5%. W całym roku 2008 nakłady brutto na środki trwałe wzrosły średnio o około 9,5%, czyli o 9,2 pkt. proc. mniej niż w 2007 roku, gdy wzrost wyniósł średnio 18,7%. Niewątpliwie zatem przedsiębiorcy znacznie szybciej niż konsumenci odczuli skutki globalnego kryzysu, na które szybko zareagowali ograniczeniem nakładów inwestycyjnych. Oczekuje się, że w 2009 roku tempo wzrostu nakładów brutto nie tylko ulegnie dalszemu obniżeniu, ale przyjmie wartości ujemne, co niewątpliwie będzie miało negatywne skutki dla wzrostu gospodarczego.

W sumie, w całym 2008 roku popyt krajowy wzrósł o ok. 5,0%. Było to zatem niewiele więcej niż obserwowana w tym okresie dynamika wzrostu PKB, ale znacznie mniej niż dynamika wzrostu popytu krajowego w 2007 roku (8,6%). Podczas, gdy w I i II kwartale popyt krajowy wzrastał w tempie kolejno 6,2% i 6,0%, to druga połowa roku przyniosła widoczne obniżenie tego tempa. W III kwartale wyniosło ono 4,3%, zaś w IV kwartale popyt krajowy wzrósł o 3,6%. W całym roku 2008 to jednak popyt krajowy był głównym motorem napędowym gospodarki. Wkład salda obrotów z zagranicą w realny wzrost PKB był ujemny i wyniósł 0,4 pkt. proc., podczas gdy kontrybucja popytu krajowego wyniosła 5,2 pkt. proc. Co istotne, w wyniku załamania się światowego handlu ujemna

kontrybucja eksportu netto spadła w ostatnim kwartale ubiegłego roku do  $-0,9$  pkt. proc., a w tym samym czasie wkład popytu krajowego wyniósł około  $3,8$  pkt. proc.

Rysunek 3.1. Tempo PKB i jego determinanty



### W 2008 roku pogorszyła się sytuacja w handlu zagranicznym Polski

W 2008 roku pogorszyła się sytuacja w handlu zagranicznym. Według danych GUS, w całym roku 2008 eksport wzrósł o ok.  $6,0\%$ . W porównaniu z 2007 rokiem, gdy wzrastał on w tempie  $9,1\%$ , oznacza to spowolnienie. Kwartalne tempo wzrostu wykazywało tendencję spadkową, szczególnie trudny był ostatni kwartał. Podczas, gdy w I i II kwartale eksport wzrastał kolejno o  $11,1\%$  i  $8,5\%$ , w III kwartale było to  $7,1\%$ , zaś w IV nastąpił spadek eksportu o ok.  $2,6\%$ . Również import wykazywał w 2008 roku niższą dynamikę niż w 2007 roku, chociaż była ona nieznacznie wyższa niż w przypadku eksportu. W całym 2008 roku import wzrósł o około  $6,5\%$  (dla porównania: w 2007 roku odnotowano wzrost o  $13,7\%$ ). W kolejnych kwartałach 2008 roku import – podobnie jak eksport – wykazywał słabnącą dynamikę. Podczas, gdy w I i II kwartale wzrósł kolejno o  $11,5\%$  i  $8,7\%$ , w III kwartale tempo wzrostu spadło do  $5,9\%$ , zaś w IV kwartale osiągnęło poziom  $-0,3\%$ .

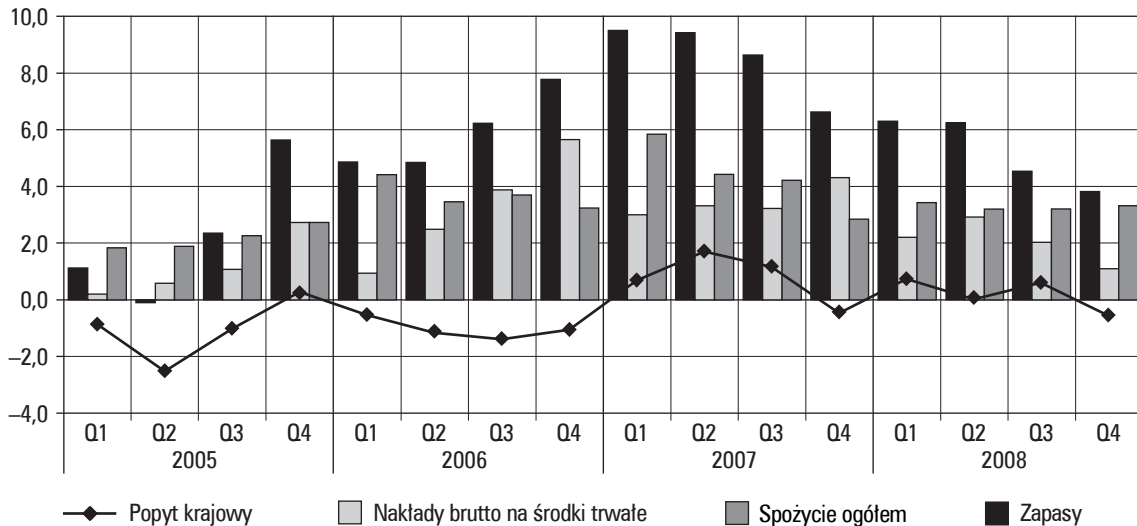
W wyniku obserwowanych trendów deficyt obrotów bieżących w całym roku 2008 uległ pogłębieniu w stosunku do wyniku z 2007 roku. W wyrażeniu nominalnym w złotych deficyt obrotów bieżących wzrósł o niemal  $25\%$ , z około  $55$  mld zł do około  $69$  mld zł. W relacji do PKB deficyt wzrósł o około  $0,7$  pkt. proc., z około  $4,7\%$  PKB w 2007 roku do  $5,4\%$  PKB w 2008. To pogorszenie zewnętrznego deficytu na pewno powinno stanowić istotny element oceny sytuacji gospodarczej kraju, chociaż jak do tej pory skala deficytu jest mniejsza niż w innych krajach regionu. Warto jednocześnie odnotować, że w 2009 roku oczekuje się dalszego pogłębienia deficytu obrotów bieżących, którego skala będzie zależała od kształtowania się wzrostu gospodarczego oraz sytuacji w handlu zagranicznym. W styczniu 2009 roku deficyt obrotów bieżących wyniósł około  $4,5$  mld złotych – było to o  $4\%$  więcej niż w styczniu roku poprzedniego.

Obserwowane w 2008 i na początku 2009 roku zmiany aktywności eksportowej i importowej przedsiębiorstw miały miejsce w sytuacji znacznej deprecjacji kursu krajowej waluty. Średni miesięczny kurs PLN/EURO w grudniu 2008 roku wyniósł  $4,2$ , czyli ponad  $15\%$  więcej niż w styczniu, gdy wynosił on ok.  $3,6$  złotych za euro. Jeszcze silniejsze osłabienie obserwowano w relacji do dolara amerykańskiego. Na przestrzeni całego roku 2008 roku złoty uległ osłabieniu w stosunku do dolara o około  $21\%$ . Podczas, gdy w styczniu ub. średni miesięczny kurs PLN/USD wynosił około  $2,4$ , pod koniec roku kurs ten ukształtował się na poziomie niemal  $3$ . W pierwszych miesiącach 2009 roku tendencja deprecjacyjna złotego utrzymywała się nadal. Na koniec marca euro kosztowało około  $4,5$  złotych, a dolar –  $3,3$  złotych. Obserwowane zmiany kursu walutowego mogą mieć pozytywny wpływ na tendencje w zakresie pozycji płatniczej Polski w nadchodzących miesiącach, stanowiąc do pewnego stopnia swoisty amortyzator spadku popytu zagranicznego. Jednocześnie silne osłabienie



złotego miało (i może mieć nadal) negatywne skutki mikroekonomiczne dla osób posiadających kredyty zaciągnięte w walutach obcych, jak i przedsiębiorstw stosujących walutowe instrumenty pochodne. Osłabienie złotego miało w ostatnim okresie również niewątpliwie znaczenie dla procesów inflacyjnych, gdyż ograniczało deflacyjne konsekwencje spadku cen paliw na rynkach światowych.

Rysunek 3.2. Tempo wzrostu popytu krajowego i jego determinanty



Analiza wzrostu gospodarczego od strony fundamentów mikroekonomicznych wskazuje na istotne osłabienie tempa wzrostu wydajności pracy w ostatnim okresie. Przy nadal relatywnie silnym wzroście płac, jaki miał miejsce w ostatnich okresach, oznacza to silny wzrost jednostkowych kosztów pracy, co jest niewątpliwie negatywnym aspektem obecnej sytuacji gospodarczej.

Wzrost w ujęciu sektorowym rozkładał się nierównomiernie, wykazując jednakże generalną tendencję spadkową. Usługi stanowiły najbardziej stabilny komponent wartości dodanej; podczas gdy w I i II kwartale 2008 roku wzrost w tym sektorze wyniósł odpowiednio 6,5% i 5,6%, to w III i IV było to kolejno 5,4 i 5,0%. W sumie w całym roku 2008 wzrost w sektorze usług wyniósł około 5,8%, nieco mniej niż w 2007 roku (6,4%). Inaczej sytuacja przedstawiała się w sektorze produkcji przemysłowej. Po wzroście o 6,9% w I i II kwartale 2008 roku, wartość dodana w tym sektorze wzrosła w III kwartale o 3,1%, zaś w IV spadła o około 1,1%. W sumie w całym 2008 roku produkcja przemysłowa wzrosła o zaledwie 3,9%, (w 2007 roku o 9,9%). Silne obniżenie wzrostu wartości dodanej obserwowano także w zakresie produkcji budowlanej, chociaż w tym przypadku nie wystąpiła ujemna dynamika. Podczas, gdy w I i II kwartale 2008 roku wzrost produkcji budowlanej wyniósł odpowiednio 16,9% i 17,8%, w III i IV było to kolejno 11% i 5,3%. W całym 2008 roku wzrost w tym sektorze ukształtował się na poziomie ok. 12%, nieco mniej niż w roku poprzednim (12,5%). Powyższe dane potwierdzają, że głównym źródłem spowolnienia wzrostu gospodarczego w końcu ubiegłego roku było załamanie rynków zagranicznych, co negatywnie wpłynęło na polski eksport, a tym samym na produkcję przemysłową. Szok transmitowany kanałami handlu zagranicznego nie pozostał bez wpływu na krajowe komponenty wzrostu, chociaż siła tego efektu była niewątpliwie nieco mniejsza. Trendy obserwowane w 2008 roku uległy wzmocnieniu w początkowych miesiącach 2009 roku. Według wstępnych danych GUS, produkcja przemysłowa była w styczniu i lutym br. o odpowiednio -15,3% i -14,3% niższa niż w analogicznych okresach roku ubiegłego. W przypadku produkcji budowlanej nastąpił wzrost; o 7,4% w styczniu i o 1,9% w lutym.

Pogorszenie kondycji sfery realnej gospodarki będzie miało niewątpliwie wpływ na sytuację budżetu państwa. Zgodnie z ustawą budżetową deficyt budżetu w 2009 roku ma wynieść 18,2 mld zł, czyli o ok. 8,9 mld mniej niż w 2008 roku ubiegłym. Przy konstruowaniu budżetu na ten rok przyjęto jednak założenie, że wzrost PKB w całym roku wyniesie 3,7%. Zarówno Ministerstwo Finansów, jak i większość ekspertów, wskazuje że takie tempo wzrostu gospodarczego nie jest już możliwe do osiągnięcia. W związku z tym rząd planuje przeprowadzenie nowelizacji ustawy budżet-

towej w maju lub czerwcu br. Skala koniecznych dostosowań nie jest jeszcze w pełni znana. Warto podkreślić, że pod koniec marca deficyt sięgnął ok. 68% planu na cały rok. Według harmonogramu dochodów i wydatków państwa planowanych na rok bieżący, w połowie roku deficyt może wynieść ok. 93% planu.

### *W 2008 roku nastąpił najpierw wzrost, a następnie spadek inflacji*

W całym roku 2008 inflacja wyniosła 4,2%, podczas gdy w 2007 wzrost cen ukształtował się na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach ubiegłego roku inflacja wykazywała wyraźną tendencję wzrostową, aż do końcówki roku, gdy wzrost cen wyraźnie wyhamował. Podczas, gdy wskaźnik wzrostu cen wyniósł w styczniu 2008 roku 4,0%, a w sierpniu 4,8%, w kolejnych miesiącach nastąpiło systematyczne obniżenie inflacji: z 4,5% we wrześniu, do 3,7% w listopadzie i 3,3% w grudniu. Spadkowa tendencja kontynuowana była na początku 2009 roku. W porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego w styczniu i lutym br. ceny wzrosły kolejno o 2,8% i 3,3%. Istotnym czynnikiem spadku tempa inflacji w ostatnim okresie było niewątpliwie obserwowane w II połowie roku, a zwłaszcza w IV kwartale ubiegłego roku, spowolnienie gospodarcze. Pozytywny wpływ na obniżenie presji inflacyjnej miał też niewątpliwie spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych, chociaż część tego efektu była neutralizowana przez deprecjację złotego.

W wyniku zarysowanych powyżej tendencji zachodzących w sferze monetarnej gospodarki, po początkowym zacieśnieniu polityki pieniężnej (wzrost podstawowej stopy referencyjnej NBP z 5,0% w styczniu do 6,0% w czerwcu), w III kwartale 2008 roku RPP rozpoczęła dość silny cykl rozluźniania. W listopadzie minimalna stopa rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku obniżona została o 25 punktów bazowych do 5,75%, a w grudniu o kolejne 75 punktów bazowych do poziomu 5,0%. W styczniu, lutym i marcu stopa referencyjna została ponownie silnie obniżona o odpowiednio 75, 25 i 25 punktów bazowych i na koniec marca znajdowała się na najniższym w historii poziomie 3,75%.

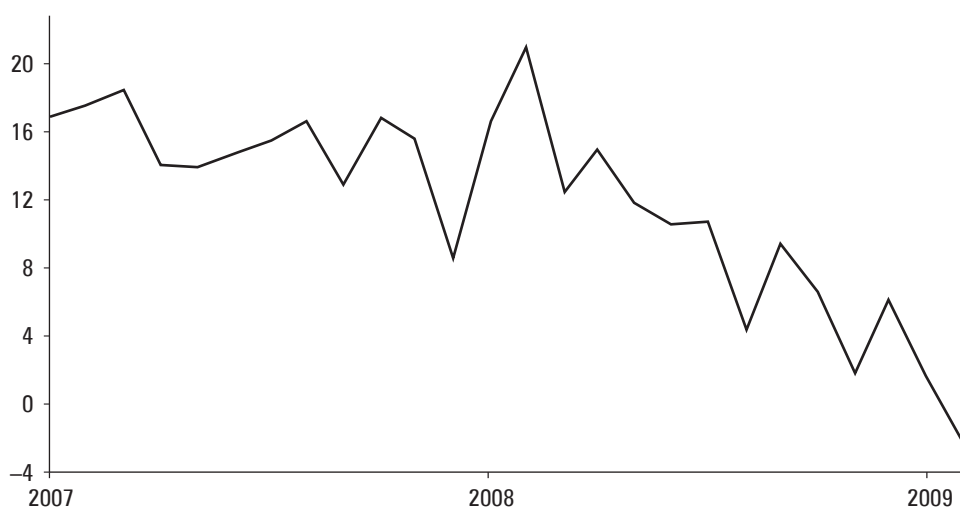
## 4. SEKTOR GOSPODARSTW DOMOWYCH

### 4.1. KONSUMPCJA

*W 2008 i na początku 2009 roku odnotowano w Polsce silne spowolnienie dynamiki sprzedaży detalicznej, co jest skutkiem słabnącej dynamiki wynagrodzeń i zwiększającego się pesymizmu konsumentów*

Obserwatorzy życia gospodarczego w Polsce za istotne zagrożenie dla wzrostu PKB uważali przede wszystkim ograniczenie popytu zewnętrznego. Oczekiвано natomiast, że motorem wzrostu gospodarczego będzie konsumpcja, która uchroni gospodarkę przed znaczącym spowolnieniem. Niestety, te oczekiwania są coraz mniej uzasadnione. Zaburzenia na światowych rynkach finansowych wpłynęły negatywnie na konsumpcję polskich gospodarstw domowych. Co prawda, według wstępnych szacunków GUS, w 2008 roku dynamika konsumpcji indywidualnej była wyższa rok wcześniej (kolejno 5,4% i 5,0%), ale charakteryzowała się tendencją malejącą. Dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się radykalnie: z 20,4% w lutym ubiegłego roku do -2,3% w lutym 2009 roku. Niepokoi to, że spowolnienie dotknęło w szczególności sprzedaż dóbr trwałego użytku (np. samochody, meble). Są to na ogół towary kupowane na raty i to w przypadku, gdy konsumenci dobrze oceniają swoje perspektywy ekonomiczne. Spadek zakupów tych dóbr świadczy o tym, że gospodarstwa domowe są pesymistyczne względem swojej sytuacji w przyszłości.

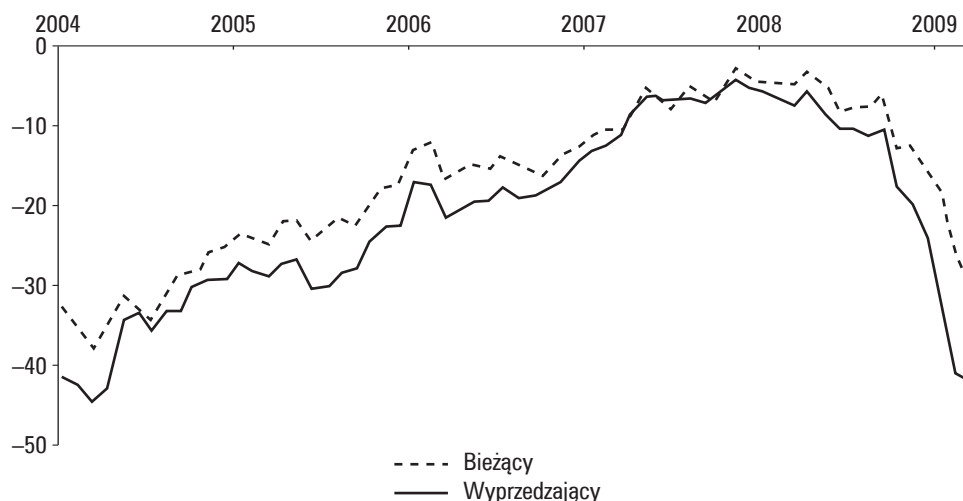
Rysunek 4.1. Dynamika sprzedaży detalicznej (w %)



Źródło: GUS

Wśród głównych przyczyn tej negatywnej tendencji wymienić należy malejącą dynamikę dochodów gospodarstw domowych oraz pogarszające się nastroje konsumentów. W ujęciu rocznym dynamika wynagrodzeń była wysoka, ale w kolejnych miesiącach wykazywała tendencję malejącą. Jed-

Rysunek 4.2. Wskaźnik koniunktury konsumenckiej



Źródło: GUS

nocześnie pogorszyła się sytuacja na rynku pracy. Oba te czynniki niekorzystnie wpłynęły na dynamikę funduszu płac. W ciągu dwóch pierwszych miesięcy bieżącego roku zwiększył się on o 7,1%, podczas gdy w 2008 roku o 18,8%. Drastycznie wzrósł pesymizm konsumentów; wskaźniki ufności konsumenckiej wróciły do poziomu sprzed czterech lat<sup>1</sup>. Na początku 2008 roku wskaźnik bieżącej ufności konsumenckiej wynosił -4,9, zaś w marcu br. -30,3. Z kolei wskaźnik wyprzedzający zmienił się w tym okresie z -5,9 do -42,2. Główną przyczyną tych pesymistycznych nastrojów jest przede wszystkim obawa przed utratą pracy i tym samym dochodów. Warto jednak zauważyć, że poziom pesymizmu konsumentów stabilizuje się; spadek wskaźnika wyprzedzającego w marcu br. w stosunku do wyniku z lutego był relatywnie niewielki (z -41,2 do -42,2).

Perspektywy dla wzrostu konsumpcji nie wyglądają najlepiej. Nie ulega wątpliwości, iż w kolejnych miesiącach należy się spodziewać dalszego osłabienia jej dynamiki; polska gospodarka dopiero wchodzi w okres spowolnienia, a wydatki konsumentów z opóźnieniem reagują na zmiany w produkcji i zatrudnieniu. Na początku roku silnie spadła produkcja przemysłowa (o około 15%) i wzrosło bezrobocie (o 245 tys. osób). Oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach trendy te będą kontynuowane i niekorzystnie wpłyną na wynagrodzenia oraz na wydatki konsumpcyjne. Dodatkowo wzmocni je pesymizm konsumentów i zacieśnianie polityki kredytowej przez banki.

Tych niekorzystnych czynników nie zrekompensuje raczej ani obniżka podatku dochodowego, ani waloryzacja rent i emerytur, które w sumie zwiększają zasoby gospodarstw domowych o około 15 mld zł. Trudno oczekiwać także poprawy na wskutek niższej inflacji, co ograniczy spadek realnych dochodów. Nie jest natomiast jasne jak będzie się kształtować skłonność do konsumpcji i oszczędności ludności. Zazwyczaj konsumenci nie reagują bezpośrednio przy każdorazowej zmianie rozporządzalnych dochodów proporcjonalną zmianą swojej konsumpcji. Starają się raczej w dłuższym okresie zachować konsumpcję na uśrednionym poziomie. Oznacza to, że w okresach spowolnienia gospodarczego konsumpcja nie spada drastycznie, maleją raczej oszczędności gospodarstw domowych. Tym nie mniej jednak w najbliższych kwartałach należy oczekiwać osłabienia dynamiki konsumpcji w porównaniu z latami dobrej koniunktury. Doświadczenie z lat 2001–2002, gdy średnioroczne tempo wzrostu PKB obniżyło się do 1,3%, pokazuje, że dynamika konsumpcji może spaść do 2,0%–3,5%.

<sup>1</sup> Wskaźniki ufności konsumenckiej przyjmują wartości od -100 do +100; wartości dodatnie świadczą o przewadze konsumentów nastawionych optymistycznie, wartości ujemne zaś o pesymistycznym nastawieniu konsumentów. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej uwzględnia ocenę sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, sytuację ekonomiczną gospodarki oraz możliwość dokonywania zakupów. Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej uwzględnia ocenę sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, sytuację ekonomiczną gospodarki, sytuację na rynku pracy i możliwość oszczędzania.

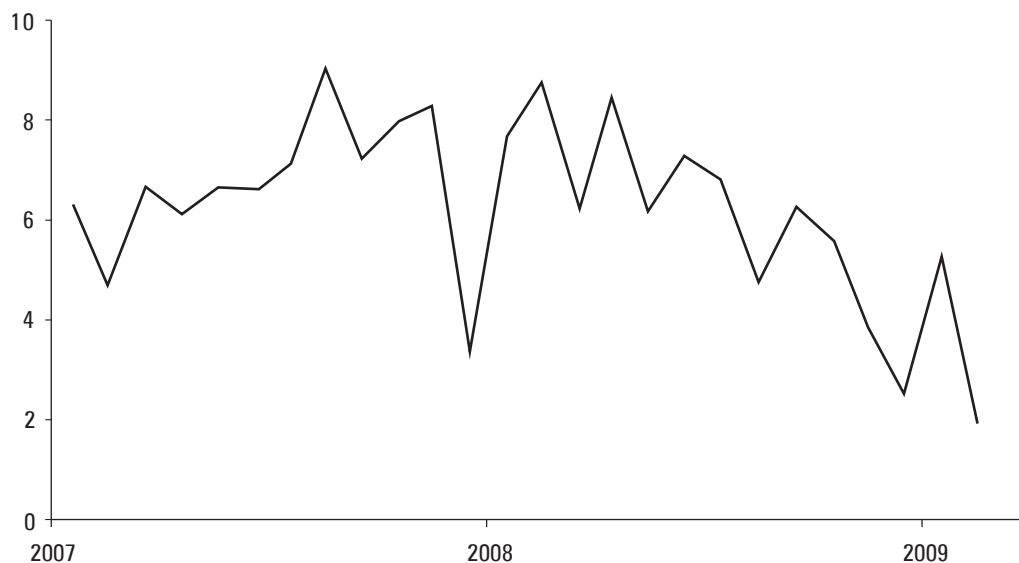
## 4.2. WYNAGRODZENIA

*II połowa 2008 roku i początek bieżącego przyniosły spowolnienie dynamiki wzrostu wynagrodzeń*

Od połowy 2008 roku wyraźnie utrzymuje się spadkowy trend dynamiki wynagrodzeń. W minionym roku w sektorze przedsiębiorstw dynamika realnego wynagrodzenia zmniejszyła się ponad czterokrotnie, z 8,8% w lutym 2008 roku, do 1,9% w lutym br. Co prawda w styczniu br. dynamika wzrostu osiągnęła 5,4%, ale było to zjawisko przejściowe, związane z przesunięciem wypłaty części wynagrodzeń ze względu na zmianę stawek podatkowych.

Co spowodowało to spowolnienie? Wskazać tu można dwie zasadnicze przyczyny. Pierwsza ma charakter długookresowy – to szybszy wzrost wynagrodzeń niż wydajności pracy, co nieuchronnie podnosi jednostkowe koszty pracy (udział wydatków na pracę w wartości produktu). W latach 2006–2008 w przemyśle (sektor przedsiębiorstw) dynamika wydajności pracy spadła z 9,4% do 1,1%, zaś dynamika przeciętnego wynagrodzenia brutto wzrosła z 5,2% do 9,5%. W takich warunkach pracodawcy mają coraz mniejsze możliwości podnoszenia wynagrodzeń. Druga przyczyna to spadek popytu na pracę, będący skutkiem pogorszenia się sytuacji na rynku pracy. Na przełomie 2008 i 2009 roku spadło zatrudnienie i silnie wzrosło bezrobocie. W rezultacie pojawiają się coraz większe trudności ze znalezieniem pracy, co osłabia pozycję przetargową pracowników w negocjacjach płacowych.

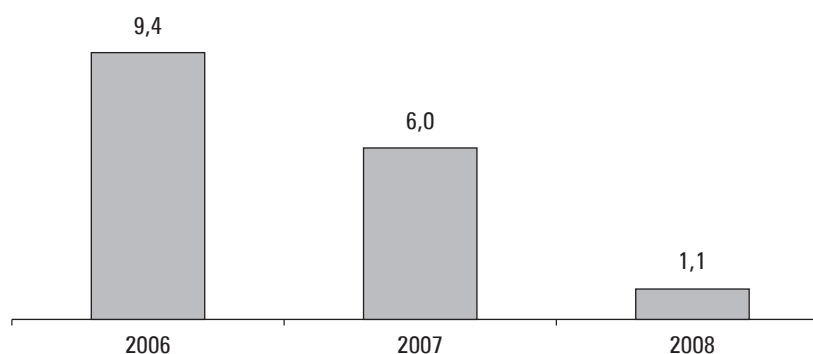
Rysunek 4.3. Dynamika realnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (w %)



Źródło: GUS

W nadchodzących kwartałach niska dynamika wzrostu płac utrzyma się. Niewykluczone, że w niektórych miesiącach br. będzie ona ujemna. Sytuacja tak miała miejsce na przełomie 2004 i 2005 roku, gdy po akcesyjnym przyspieszeniu osłabiło tempo wzrostu. Kluczowe znaczenie dla kształtowania się płac w nadchodzących miesiącach będzie miała sytuacja na rynku pracy. Niestety, wszystko wskazuje, że ulegnie ona dalszemu pogorszeniu, czego skutkiem będzie jeszcze silniejsze zahamowanie dynamiki wynagrodzeń. Niekorzystny wpływ będą miały także zmiany podaży pracy. Na wskutek silnego pogorszenia się sytuacji gospodarczej w krajach, do których Polacy tradycyjnie wyjeżdżają w celach zarobkowych należy spodziewać się powrotów z tej „emigracji” zarobkowej, co zwiększy podaż pracy na polskim rynku pracy.

Rysunek 4.4. Dynamika wydajności pracy w przemyśle (w %)



Źródło: GUS

### 4.3. ZATRUDNIENIE I BEZROBOCIE

#### *Spowolnienie przyniosło polskiej gospodarce spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia*

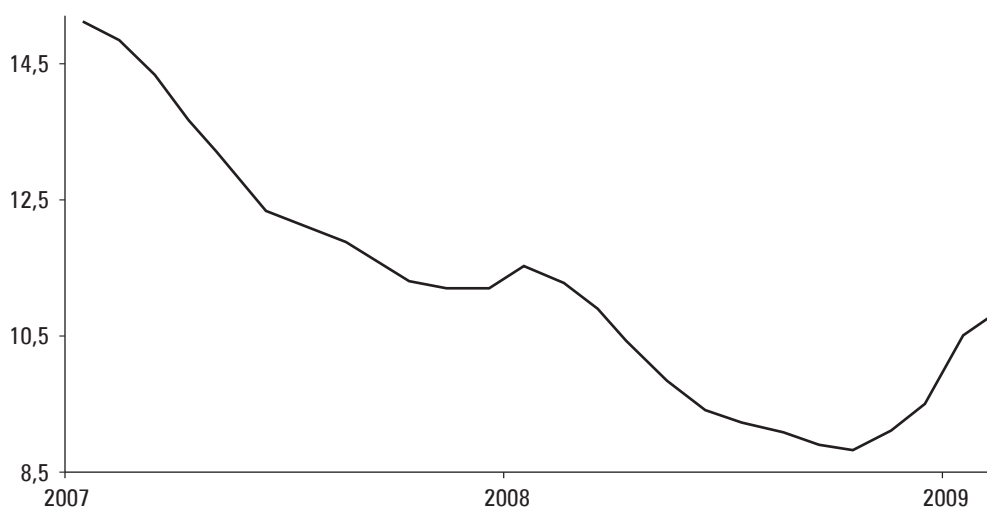
W ostatnich latach znacząco poprawiła się sytuacja na rynku pracy – rosło zatrudnienie, spadało bezrobocie. Przy porównywaniu danych rocznych nadal jest ona względnie dobra, ale zestawienia miesięczne jednoznacznie wskazują, że korzystny okres skończył się. W ostatnich miesiącach na sile przybrały niekorzystne tendencje obserwowane co najmniej od połowy ubiegłego roku. Pod koniec 2008 roku w sektorze przedsiębiorstw zaczęło spadać zatrudnienie. Trend ten był widoczny w większości sektorów, ale szczególnie ujawnił się w przemyśle przetwórczym<sup>2</sup>. Złą sytuację potwierdza również rosnąca liczba deklарowanych zwolnień przez zakłady pracy, spadek ofert pracy, mniejszy odsetek przedsiębiorstw, które upatrują barierę rozwoju w niedoborze siły roboczej. Syntetycznym odzwierciedleniem niekorzystnych zmian na rynku pracy jest silny wzrost bezrobocia na początku br. Stopa bezrobocia wzrosła z 9,5% (grudzień 2008) do 10,9% (luty 2009), a liczba bezrobotnych wzrosła o 245 tys.

Przyczyną tej sytuacji jest oczywiście spowolnienie gospodarcze skutkujące spadkiem popytu na pracę (jako rezultatu ograniczenia popytu zewnętrznego). Bezpośrednio rzutuje to na spadek zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym, którego znaczna część produkcji jest kierowana na eksport. Ten segment najszybciej odczuł skutki światowego kryzysu finansowego – zatrudnienie zaczęło tam spadać już na początku II kwartału ub. roku. Należy dodać, że w 2008 roku w wyniku wzrostu liczby ludności i aktywności ekonomicznej ludności nastąpił wzrost podaży siły roboczej, ale nie jest to główna przyczyna problemów na rynku pracy.

Jakie są perspektywy rozwoju sytuacji na rynku pracy? O ile może spaść zatrudnienie (wzrosnąć bezrobocie) i w jakich sektorach gospodarki? Trudno precyzyjnie odpowiedzieć na te pytania. Zmiany w zatrudnieniu następują z pewnym opóźnieniem względem zmian w produkcji. Przedsiębiorstwa zazwyczaj zwlekają z podjęciem ważnych decyzji inwestycyjno-produkcyjnych do czasu, aż wyjaśni się sytuacja gospodarcza, co powodowane jest dużymi kosztami ponoszonymi przy zwalnianiu i zatrudnianiu pracowników. Badania koniunktury pokazują, że firmy przewidują redukcje zatrudnienia wynikające ze spadku produkcji.

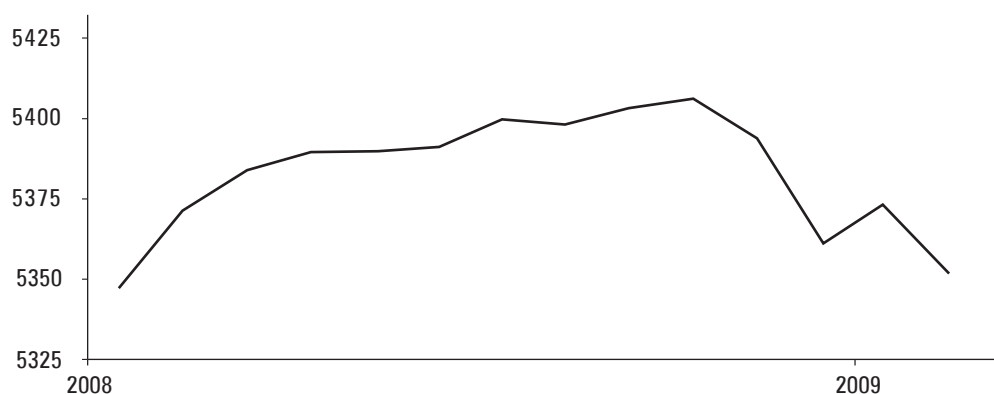
<sup>2</sup> Co prawda dane z początku roku wskazują na wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, ale jest to efekt czysto statystyczny. Wtedy bowiem GUS aktualizuje próbę firm wchodzących w skład tego sektora i jeśli ulega ona poszerzeniu rośnie również zatrudnienie.

Rysunek 4.5. Stopa bezrobocia rejestrowanego (w %)



Źródło: GUS

Rysunek 4.6. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys.)



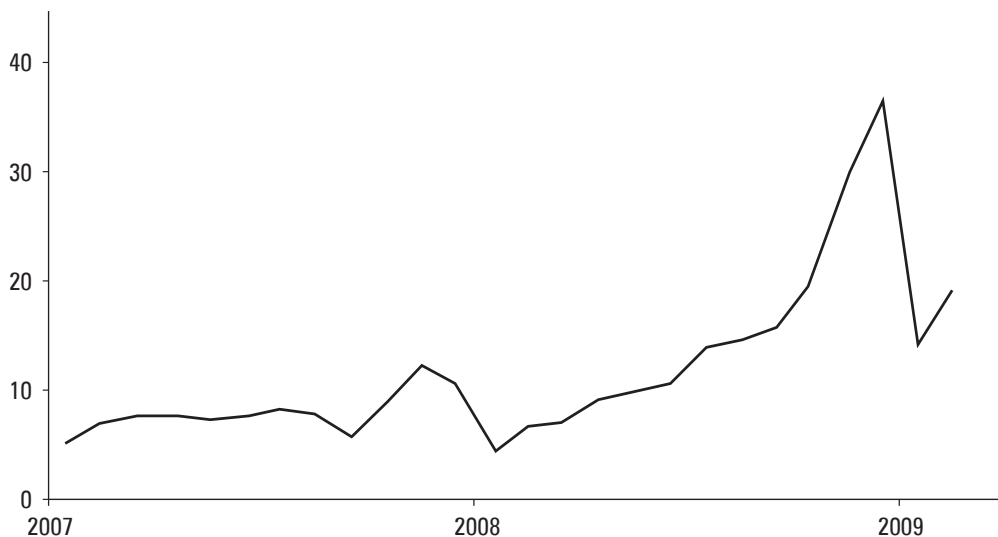
Źródło: GUS

Skala spadku zatrudnienia będzie zależała od stopnia spowolnienia gospodarczego. W ostatnich latach występowała dość silna zależność między dynamiką zatrudnienia i wzrostu gospodarczego. Okazało się również że zatrudnienie jest szczególnie wrażliwe na zmiany tempa wzrostu gospodarczego (jeśli jest ono wysokie). Np. w 2007 roku dynamika wzrostu gospodarczego zwiększyła się o 0,5 pkt.proc., zaś zatrudnienie wzrosło o ponad 600 tys. osób, a stopa bezrobocia zmniejszyła się o 3,6 pkt. proc. Przy spowolnieniu mechanizm ten zadziała w drugą stronę. Początek 2009 roku potwierdza ten wniosek. W ciągu br. można się zatem spodziewać spadku zatrudnienia i silnego wzrostu stopy bezrobocia o ok. 3–4 punkty procentowe.

Redukcji zatrudnienia należy się spodziewać głównie w sektorze eksportowym (meble, samochody, sprzęt RTV i AGD). Spadki zatrudnienia dotkną budownictwo i sektor finansowy. Kryzys w niektórych z tych branż przeniesie się na kolejne sektory, gdzie również nastąpią zwolnienia pracowników. W okresie transformacji polskiej gospodarki zdarzało się dwukrotnie, że załamanie się eksportu prowadziło do spadku zatrudnienia. Pierwszy taki przypadek miał miejsce na początku lat 90., gdy załamała się wymiana handlowa z byłymi krajami RWPG. Drugi nastąpił koniec lat 90.,

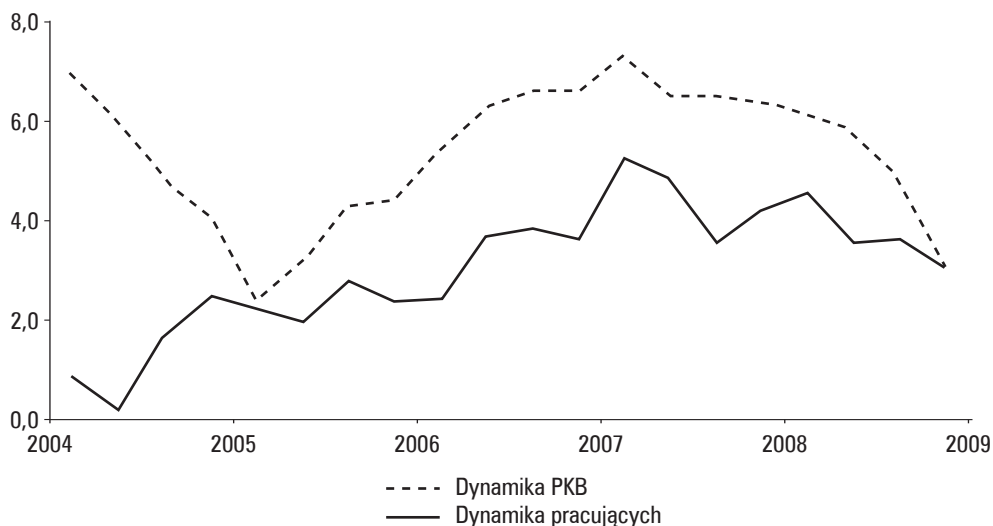
kiedy w wyniku kryzysu w Rosji, spadł wywóz towarów do tego kraju. Wygląda na to, że obecne ograniczenie eksportu – tym razem na rynki krajów zachodnich – również niekorzystnie wpłynie na zatrudnienie. Należy się spodziewać relatywnie dużego spadku zatrudnienia, ponieważ Polska specjalizuje się w produkcji wyrobów relatywnie pracochłonnych, o dużych nakładach pracy (meble, montaż sprzętu RTV).

Rysunek 4.7. Deklarowane zwolnienia (w tys.)



Źródło: GUS

Rysunek 4.8. Stopa wzrostu PKB i pracujących w gospodarce narodowej (w %)



Źródło: GUS

Wzrost bezrobocia będzie znaczny, ale mniejszy niż na przełomie wieków, gdy stopa bezrobocia przekraczała 20%. Obecnie zadziałają głównie czynniki o charakterze popytowym, wynikające ze spowolnienia gospodarczego. Mniejsze znaczenie będą miały zmiany w podaży pracy, główna przyczyna ówczesnych problemów na rynku pracy. W nadchodzącym roku podaż będą zwiększać powroty z emigracji zarobkowej, będące skutkiem recesji w krajach Unii Europejskiej. Trudno jest jednak oszacować skalę powrotów i ich wpływ na bezrobocie. Po stronie czynników wpływających korzystnie na zatrudnienie należy wymienić spadek tempa wzrostu wynagrodzeń.



Tabela 4.1. **Struktura polskiego bezrobocia (w %)**

Rok		2008			
Kwartał		I	II	III	IV
Ogółem (wg BAEL)		8,1	7,1	6,6	6,7
Stopa bezrobocia według:					
Wiek	15–24	18,9	17,0	16,1	17,1
	45 lat i więcej	6,8	5,4	4,7	5,2
Wykształcenia	Wyższe	4,1	3,6	4,0	3,6
	Podstawowe	13,6	12,5	10,2	11,4
Płci	Mężczyźni	7,6	6,5	5,7	6,0
	Kobiety	8,7	7,7	7,8	7,6
Wybranych województw	Dolnośląskie	10,4	8,3	8,8	9,0
	Mazowieckie	8,0	6,1	4,4	5,6
Miejsca zamieszkania	Miasto	8,2	7,0	6,7	6,9
	Wieś	7,9	7,2	6,5	6,4

Źródło: GUS

Struktura polskiego bezrobocia jest trwała, niezależnie czy ma miejsce poprawa czy pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Tradycyjnie najwięcej bezrobotnych jest wśród osób młodych, niewykształconych, zamieszkałych w regionach nieuprzemysłowionych i o dużym udziale byłego rolnictwa państwowego. Jednakże dane sugerują, że szybciej pogarsza się sytuacja pracowników młodych, niewykształconych oraz zamieszkałych na terenach uprzemysłowionych. Silniejszy jest wzrost bezrobocia wśród osób z wykształceniem podstawowym niż z wyższym, w wieku 15–24 lata, niż 45 i więcej lat; ponadto bezrobocie wzrosło w mieście, podczas gdy na wsi w dalszym ciągu spadało (IV kwartał 2008).



# 5. SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW

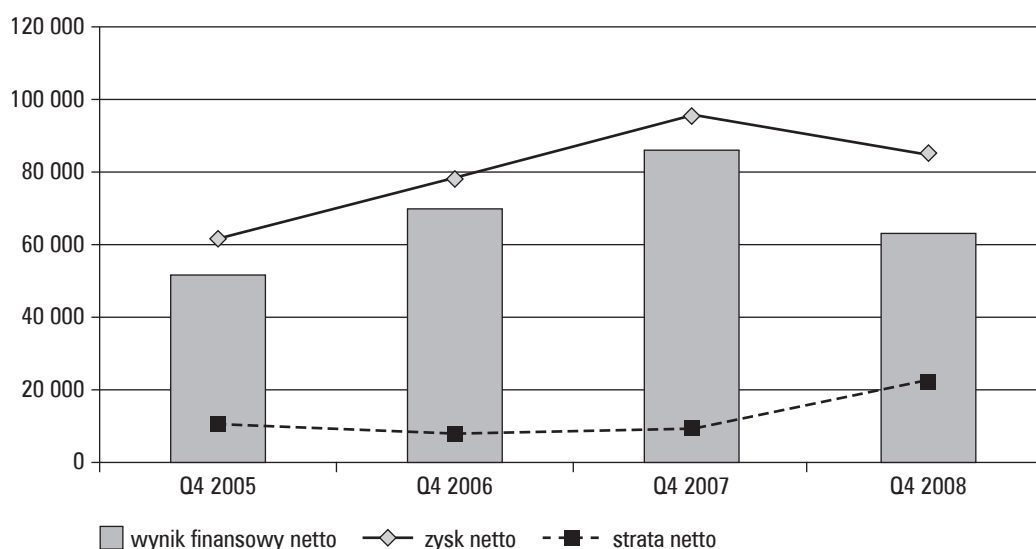
Magdalena Olender-Skorek

## 5.1. WYNIKI FINANSOWE I INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW

*W IV kwartale 2008 roku jeszcze bardziej – w porównaniu z wcześniejszymi kwartałami – pogorszyły się wskaźniki finansowe przedsiębiorstw, spadła zarówno rentowność ze sprzedaży, jak i rentowność ogółem, wzrósł zaś wskaźnik poziomu kosztów; odzwierciedleniem zmian jakie zachodzą w otoczeniu finansowym przedsiębiorstw jest ujemny wynik na działalności finansowej*

Rok 2008, a szczególnie jego II połowa, przyniósł pogorszenie wskaźników ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstw. Pomimo tego, że poziom przychodów stale się podnosił, w IV kwartale przedsiębiorstwa odnotowały spadek zysków. Przychody z całokształtu działalności wyniosły w ub.r. 1 905 751,8 mln zł, czyli więcej niż rok wcześniej. Jednocześnie wzrosły koszty uzyskania przychodów, w konsekwencji czego spadł wynik finansowy netto (z 86 248,7 mln zł do 62 996,4 mln zł). O pogarszającej się sytuacji sektora przedsiębiorstw świadczy fakt, że owe osłabienie wyniku finansowego netto spowodowane było nie tyle zmianami w zyskach netto (które zaczęły spadać dopiero w IV kwartale 2008 roku; spadek 10%), ile znaczącym zwiększeniem straty netto (o 141,6%).

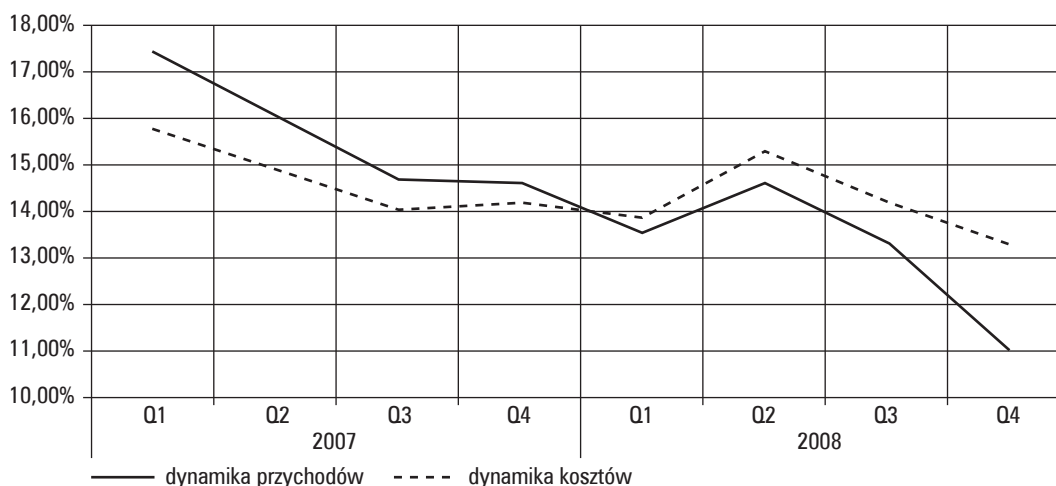
Rysunek 5.1. Wynik finansowy netto przedsiębiorstw (w mln zł)



Źródło: GUS

Decydującą rolę odgrywają jednak nie poziomy, a zmiany w dynamikach poszczególnych wielkości – w 2008 roku koszty nadal rosły szybciej (o 13,3%) niż przychody (11,0%), w efekcie czego poziom wskaźnika kosztów znów się podniósł, tym razem z 93,5% do 95,8%. Największy udział w tym wzroście kosztów miały koszty związane z wynagrodzeniami (o 0,7 pkt. proc.) i usługami obcymi (o 0,6 pkt. proc.). Światowy kryzys finansowy powinien tę tendencję odwrócić – obecnie przedsiębiorstwa uważniej przyglądają się kosztom i starają się je ograniczać. W pierwszej kolejności obcięte zostaną koszty osobowe, które są najbardziej elastyczne (koszty związane z wypłatą premii i nagród, koszty wyjazdów służbowych i rozliczania delegacji). W drugiej kolejności przedsiębiorcy zaoszczędzą na sile roboczej. Jak wskazują badania przeprowadzone przez NBP, w 2009 roku co czwarte przedsiębiorstwo planuje redukcję zatrudnienia, a jedynie co dwudzieste chce zatrudnić dodatkowych pracowników. Sytuacja taka, w połączeniu z powszechnym oczekiwaniem na powrót emigrantów zarobkowych, negatywnie wpłynie na stopę bezrobocia, co z kolei bardzo osłabi presję płacową. Na zahamowanie dalszego wzrostu kosztów wpływ będą miały również obniżające się ceny materiałów.

Rysunek 5.2. Dynamika przychodów z całokształtu działalności i dynamika kosztów w latach 2007–2008



Źródło: GUS

Znamienne jest uzyskanie przez polskie przedsiębiorstwa ujemnego wyniku na działalności finansowej. W III kwartale 2008 roku wyniósł on  $-0,8$  mld zł, a w IV kwartale już  $-17,2$  mld zł. Ujemny wynik na działalności finansowej to odzwierciedlenie zmian, jakie w ostatnim czasie zaszły w otoczeniu przedsiębiorstw: wzrósł koszt obsługi kredytów (podwyżki stóp procentowych w I połowie roku), notowania firm na giełdzie były rekordowo niskie, a kurs walutowy ulegał dużym wahaniom. Dodatkowo, wiele przedsiębiorstw zdecydowało się na zawarcie opcji walutowych, które przyniosły im duże straty finansowe (już w połowie grudnia 2008 Komisja Nadzoru Finansowego szacowała, że zobowiązania wynikające z opcji lub rezerwy na nie obciążą wyniki finansowe samych spółek giełdowych o 500 mln zł).

W II połowie 2008 roku – poza wskaźnikiem poziomu kosztów – pogorszyły się wskaźniki rentowności. Rentowność ze sprzedaży spadła o 0,6 pkt. proc. (do 5,0%). Jeszcze bardziej, bo o 1,7 pkt. proc. spadła rentowność obrotu netto (do 3,3%). Wobec słabnącego popytu, a także już dziś znacząco zmniejszonych zamówień produkcji i jednocześnie konieczności ograniczeń marż na sprzedawane produkty, oczekiwać należy utrzymania się tego spadkowego trendu rentowności.

Wypracowana przez ostatnie lata nadwyżka finansowa powoduje, że w polskich przedsiębiorstwach płynność finansowa utrzymuje się na wysokim poziomie. Średni okres płatności zobowiązań pozabankowych na koniec 2008 roku wyniósł 37 dni. Ściąganie należności wymagało z kolei 42 dni. Niepewność jutra sprawiła, że nieznacznie (do 39%) wzrósł odsetek firm deklarujących zapewnienie płynności przez utrzymanie wyższych środków finansowych. Pomimo wzrostu kosztów kredytów, nadal bardzo duża grupa przedsiębiorstw (92%) nie ma problemów ze spłatą zobowiązań kredytowych.

Tabela 5.1. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw – wybrane wyniki i wskaźniki ekonomiczne

Pozycja finansowa	2007		2008	
	II kw.	IV kw.	II kw.	IV kw.
	w mld zł			
Przychody z całokształtu działalności	802,9	1 716,6	920,0	1 905,8
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności	750,5	1 611,8	865,4	1 825,9
Wynik na działalności finansowej	1,9	3,9	1,5	-17,2
Wynik finansowy brutto	52,5	104,9	54,8	79,9
Wynik finansowy netto	42,8	86,2	44,3	63,0
Zysk netto	48,3	95,5	52,5	85,3
Strata netto	5,5	9,2	8,2	22,3
Nazwa wskaźnika	w %			
Wskaźnik poziomu kosztów	93,5	93,9	94,0	95,8
Wskaźnik rentowności ze sprzedaży	6,0	5,6	5,5	5,0
Wskaźnik rentowności obrotu netto	5,3	5,0	4,8	3,3
Wskaźnik rentowności obrotu brutto	6,5	6,1	6,0	4,2
Wskaźnik płynności I stopnia	32,9	33,8	31,9	33,3
Wskaźnik płynności II stopnia	99,8	99,0	98,9	94,8

Źródło: GUS

## PRZEMYSŁ

*W przemyśle najdotkliwiej pierwsze skutki spowolnienia gospodarczego odczuli eksporterzy, a także firmy zajmujące się przetwórstwem przemysłowym; bieżący portfel zamówień i bardzo niski popyt (głównie zagraniczny) pozwala przypuszczać, że zła sytuacja jeszcze się pogłębi*

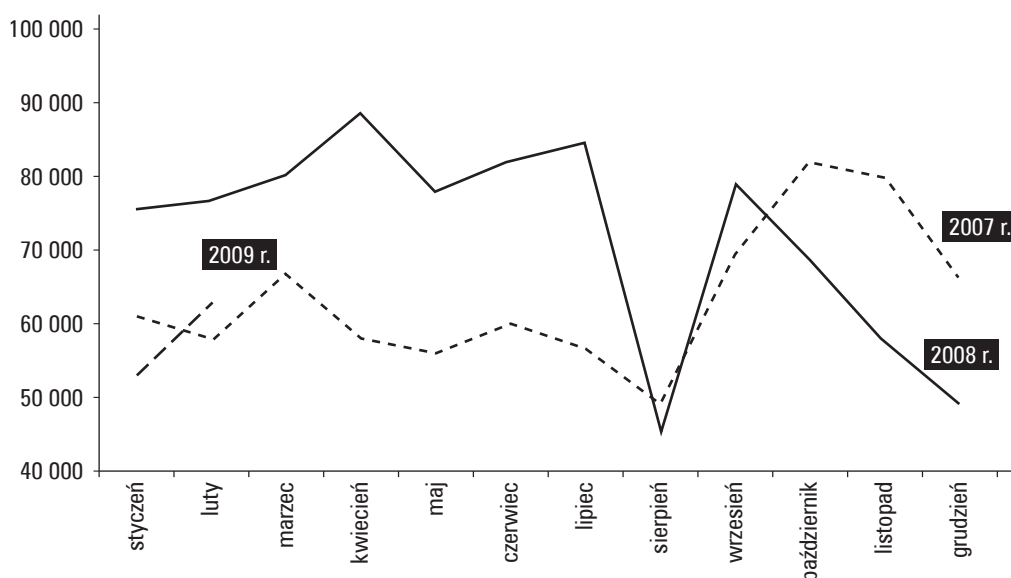
Przedsiębiorstwa zajmujące się przemysłem można podzielić na dwie grupy: przedsiębiorstwa produkujące na rynek krajowy i przedsiębiorstwa kierujące swoją produkcją na eksport. O ile pierwsza z nich nie zdołała jeszcze w 2008 roku odczuć pogarszającej się koniunktury i w grupie tej nastroje nadal były optymistyczne, o tyle eksporterzy zdecydowanie narzekali na skutki kryzysu. Pogorszenie sytuacji eksporterów nastąpiło już w I połowie roku na skutek aprecjacji złotego. Nie poprawiło jej osłabienie złotego w IV kwartale 2008 roku (pogłębiające się w pierwszych miesiącach 2009 roku), gdyż efekt tego osłabienia został skutecznie zduszony znacznym spadkiem popytu zagranicznego. Popyt, który do tej pory stanowił główne koło zamachowe rozwoju przedsiębiorstw, obecnie stał się największą barierą ich rozwoju. Wśród eksporterów co czwarte przedsiębiorstwo uznaje, że niewystarczający popyt może zagrozić funkcjonowaniu firmy. Tak złych ocen sytuacji nie odnotowano wśród eksporterów od 2000 roku.

Szybkie pogorszenie koniunktury odnotowano również w branży meblarskiej, której produkty są jednymi z najlepszych towarów eksportowych, a ich udział w ogólnym eksporcie Polski wynosi ok. 6% (co stanowi ok. 80% całej polskiej produkcji meblarskiej). Zaobserwowane po raz pierwszy od kilku lat pogorszenie sytuacji znalazło swoje odzwierciedlenie w zmniejszonej liczbie zamówień

i we wzroście zapasów. Według GUS już w I kwartale 2008 roku sprzedaż spadła o 12% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Jeszcze gorzej sytuacja wyglądała w przypadku firmy Swarzędz S.A., która zamiast spodziewanych zamówień wartości ok. 3,5–4 mln zł miesięcznie, w ostatnim kwartale 2008 roku zrealizowała zamówienia o wartości 1,5 mln zł. W marcu br. Nadzwyczajne Zgromadzenie Akcjonariuszy zdecydowało o likwidacji spółki oraz powiązanej z nią Fabryki Mebli Kościan.

Kolejną branżą przemysłową, która zaczyna odczuwać skutki światowego kryzysu jest silnie powiązany z firmami zagranicznymi przemysł motoryzacyjny. O ile ostatni kwartał 2007 roku i dwa pierwsze kwartały roku 2008 przyniosły rekordową produkcję samochodów osobowych, to już od III kwartału ub.r. produkcja ta zaczęła gwałtownie spadać (nawet o blisko 30% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego). Jeszcze gorzej wyglądała sytuacja w zakładach zagranicznych koncernów samochodowych – np. włoskie fabryki Fiata zamknięto na miesiąc do połowy stycznia 2009, wysyłając pracowników na przymusowe urlopy. W lutym br. na podobny krok zdecydowała się fabryka Volkswagena w Poznaniu, gdy na tydzień wstrzymano produkcję nowych aut. Coraz głośniej producenci – zmuszeni ogólną sytuacją branży – zapowiadają zwolnienia. Poprawę przynieść może utrzymująca się niska wartość złotego, która znacznie obniża koszty produkcji aut w naszym kraju. W poszukiwaniu oszczędności zagraniczni inwestorzy zaczynają przenosić produkcję do Polski.

Rysunek 5.3. Produkcja samochodów osobowych w latach 2007–2009



Źródło: Samar – Instytut Badań Rynku Motoryzacyjnego

Równie źle wygląda sytuacja pozostałych przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego. Zgłaszają one zmniejszenie portfela zamówień, mają problemy z płynnością i doświadczają spadków rentowności ze sprzedaży. Ich kondycję dodatkowo pogłębią zapewne cięcia wydatków, w tym przede wszystkim administracji państwowej, która do tej pory utrzymywała określony poziom zamówień.

## BUDOWNICTWO

*Największym problemem firm z branży budowlanej nie jest już brakująca siła robocza, a zmniejszony popyt wynikający przede wszystkim z restrykcyjnej polityki kredytowej banków; skutkiem pogarszającej się sytuacji w branży jest duży odsetek upadających firm*

Budownictwo to sekcja, która bardzo szybko odczuła światową recesję. Choć wyniki finansowe z pierwszych trzech kwartałów 2008 roku nie wskazywały jeszcze na kryzys (poprawa wyniku finansowego netto w budownictwie była najwyższa spośród całej grupy badanych przedsiębiorstw i wyniosła 57,6%), to pogorszenie w tej sekcji postępuje zdecydowanie najszybciej. W wyniku światowego kryzysu finansowego banki z końcem 2008 roku obostrzyły kryteria przyznawania kredytów hipotecznych, co bardzo silnie osłabiło popyt na usługi firm budowlanych. Zaczęły one odnotowywać przestoje w produkcji, wielu deweloperów nie może dokończyć rozpoczętych inwestycji, a kilkudziesięcioprocentowe marże, do jakich przez ostatnie dwa lata deweloperzy przyzwyczaili klientów, zaczęły topnieć w oczach. Bariera stanowiąca wcześniej podstawową bolączkę firm budowlanych – pozyskanie rąk do pracy – straciła teraz na znaczeniu. Deweloperzy coraz częściej uskarżają się również na problemy z uzyskaniem środków finansowych na kontynuację rozpoczętych prac; tu również banki obostrzyły warunki udzielania kredytów (np. wymagania dotyczące zabezpieczeń). Spadek popytu na nowe mieszkania bezpośrednio przekłada się na spadek popytu na materiały budowlane, które w efekcie tego tanieją. W lutym 2009 roku nastroje przedsiębiorców z branży były najgorsze od dziewięciu lat.

O złej sytuacji świadczyć może także najwyższy udział przedsiębiorstw budowlanych wśród bankructw ogółem. W 2008 roku ubyło z branży 411 firm, a szacuje się, że to nie koniec upadłości, bowiem postępowanie upadłościowe rozpoczęto w kolejnych 55 firmach związanych z budownictwem. Procesy upadłościowe w Polsce są procesami długotrwałymi, w związku z czym efekty słabnącej koniunktury zaczną ujawniać się w bieżącym roku.

## USŁUGI I HANDEL

*Wahania kursu walutowego i ogólnoświatowy kryzys wpływają na usługi i handel; największe pogorszenie odnotowuje branża turystyczna, która w ubiegłym roku miała rekordowo wysokie obroty*

Wśród usług na szczególną uwagę zasługuje turystyka, która boleśnie doświadcza skutków wahań kursów walutowych. Deprecjacja złotego podnosi koszty zagranicznych urlopów wypoczynkowych i wycieczek nawet o 30%. Komunikaty poszczególnych biur podróży coraz częściej informują, że ze względu na wahania kursów firmy turystyczne będą rezygnować z ofert *last minute*. Wśród dodatkowych ograniczeń popytu na usługi turystyczne wymienić należy: niepewność sytuacji, groźbę utraty pracy, rosnące koszty już zaciągniętych przez gospodarstwa domowe zobowiązań finansowych (wzrost rat zaciągniętych kredytów walutowych). Porównując obecny portfel zamówień z ubiegłorocznym, który okazał się rekordowo wysoki, wiele firm turystycznych zaczyna rozważać zwolnienia personelu.

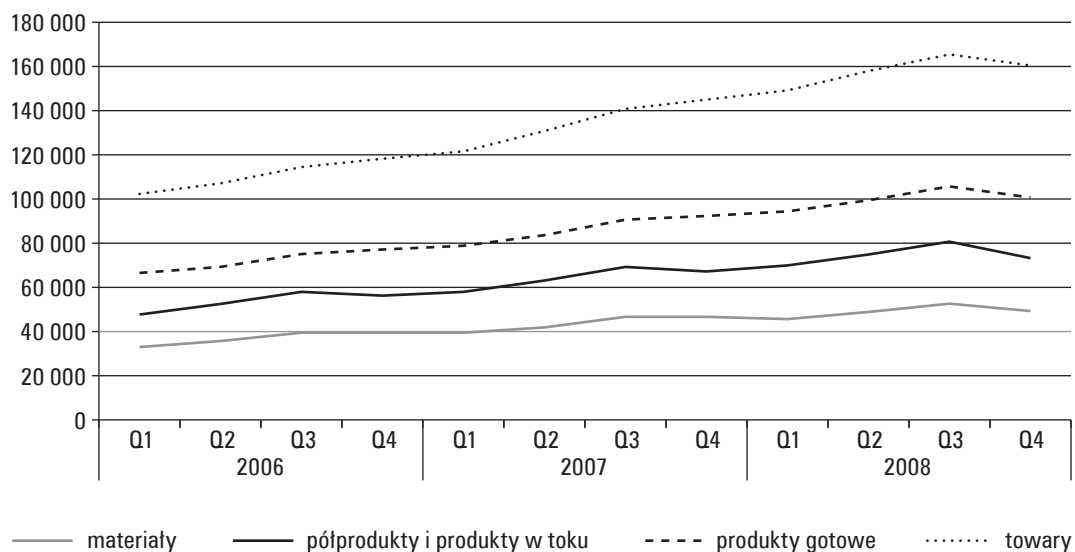
## INWESTYCJE

*Wobec słabnącego popytu na swoje wyroby przedsiębiorstwa rezygnują z podejmowania nowych inwestycji; by pokryć zapotrzebowanie rynkowe wystarczają istniejące moce przerobowe, a zgromadzone zapasy towarów gotowych pozwalają firmom nawet ograniczać produkcję*

Trudno jest oczekiwać by przedsiębiorstwa podejmowały nowe procesy inwestycyjne, jeśli doświadczają one tak dużych spadków popytu na swoje produkty i usługi. Według badań przeprowadzonych przez NBP w 2009 roku zamierza inwestować jedynie co trzecia firma, podczas gdy jeszcze rok temu odsetek ten wynosił 54% przedsiębiorstw. Z planów inwestycyjnych wycofują się przede wszystkich

firmy z sektorów najbardziej dotkniętych skutkami kryzysu, czyli eksporterzy (inwestycje deklaruje 21% firm) i przedstawiciele przetwórstwa przemysłowego (inwestycje deklaruje 13% firm). Warto jednocześnie zauważyć, że owe plany dotyczą w przeważającej części inwestycji niskonakładowych, które nie zwiększają potencjału produkcyjnego (przez ostatnie dwa lata takie inwestycje planowało ok. 42% badanych przedsiębiorstw), ale koncentrują się na innowacjach powodujących redukcję kosztów (są deklarowane najczęściej, bo przez co trzecią firmę). Nic dziwnego, że w takich okolicznościach firmy nie planują zwiększania mocy produkcyjnych, gdyż jak pokazują statystyki dotychczasowa produkcja zdecydowanie pokrywa zgłaszany popyt rynkowy, coraz częściej nawet go przewyższając, czego efektem jest utrzymujący się wysoki poziom zapasów (głównie towarów i produktów gotowych).

Rysunek 5.4. **Struktura zapasów w polskich przedsiębiorstwach w latach 2006–2008 (w tys. zł)**



Źródło: GUS

Badania przeprowadzone przez NBP na początku 2009 roku wskazują, że ponad 20% firm deklaruje zbyt wysoki poziom zapasów towarów gotowych. W grupie dużych firm eksportujących odsetek ten jest jeszcze wyższy i wynosi 30%. Zmniejsza się także bieżący portfel zamówień, co powoduje, że przedsiębiorstwa planują nie tylko powstrzymanie się od nowych inwestycji, lecz chcą nawet ograniczyć dotychczasowy poziom produkcji. Inną przyczyną niechęci do podejmowania inwestycji przez polskie przedsiębiorstwa są rosnące koszty kredytów (obniżkom stóp procentowych towarzyszą rosnące opłaty bankowe i wzrost kosztów zabezpieczenia kredytu). Zmniejsza się nie tylko odsetek firm deklarujących podjęcie nowych inwestycji, ale spada również udział firm pragnących kontynuować inwestycje już rozpoczęte (z blisko 100% do ok. 90% firm).

Podstawowym źródłem finansowania inwestycji w dalszym ciągu pozostają środki własne, a w drugiej kolejności kredyty bankowe. Struktura finansowania będzie się zmieniać, co potwierdzają już pierwsze badania NBP z 2009 roku. Z jednej strony zaczną kurczyć się środki zgromadzone przez przedsiębiorstwa przez okres dobrej koniunktury, z drugiej zaś coraz trudniej przedsiębiorstwom uzyskać kredyt. Nieco inaczej wygląda sytuacja przedsiębiorstw publicznych, które nie ograniczają inwestycji w tak dużym stopniu jak firmy prywatne. Nadzieję należy wiązać z inwestycjami samorządowymi, w dużym stopniu refinansowanymi ze środków UE. W sytuacji światowego kryzysu to one stanowią istotną część inwestycji w Polsce. Przykładem podjętej inicjatywy jest rozbudowa sieci szerokopasmowej, czy kolejne etapy remontów i budów dróg w Polsce.



## 5.2. INFRASTRUKTURA

### TELEKOMUNIKACJA

*Obecny kryzys jest najmniej odczuwalny w sektorze telekomunikacji; dzięki wspieraniu przez UE rozwojowi infrastruktury dostępowej na obszarach wiejskich można się nawet spodziewać poprawy kondycji tego sektora*

Efektywne wykorzystanie technologii informacyjno-komunikacyjnych powszechnie uznaje się za kluczowe dla zwiększenia produktywności i pobudzenia innowacji w Europie. Przepaść technologiczna dzieląca miasto i wieś rodzi potrzebę podjęcia zdecydowanych działań przez administrację, zarówno na szczeblu krajowym, jak i lokalnym. Już w sześciu województwach (małopolskie i 5 wschodnich) tworzona jest „Sieć Szerokopasmowa”, gwarantująca dostęp do usług szerokopasmowych na zagrożonych wykluczeniem cyfrowym obszarach wiejskich, które nie są opłacalne dla operatorów komercyjnych. Projekt obejmuje budowę infrastruktury teleinformatycznej uzupełniającej istniejące zasoby (należące do różnych operatorów). Tworzyłaby ona regionalne sieci szkieletowe, otwarte dla wszystkich zainteresowanych przedsiębiorstw telekomunikacyjnych, które dostarczają usługi szerokopasmowe bezpośrednio odbiorcom końcowym, tj. mieszkańcom, lokalnym firmom, instytucjom. Budowa nowej sieci telekomunikacyjnej jest prowadzona przez jednostki samorządu terytorialnego i w większości finansowana ze środków UE.

Urząd Komunikacji Elektronicznej ogłaszając przetarg na kolejną częstotliwość radiową 2600 MHz oczekuje, że 20% uzyskanych zasobów operatorzy przeznaczą na usługi darmowego bezprzewodowego dostępu do internetu o niskich parametrach. Podstawowym celem jest popularyzacja usług dostępu do internetu i zachęcenie Polaków wykupienia normalnych, komercyjnych usług. Niewielcy lokalni dostawcy dostrzegają korzyści z darmowego świadczenia takiej usługi ale Urząd zmierza w kierunku ogólnopolskiego przetargu, którego faworytem będą duzi operatorzy, którzy jednak nie są tym przetargiem zainteresowani. Idea bezpłatnego internetu dla mniej zamożnych jest co najmniej dyskusyjna – aby uzyskać do niego dostęp trzeba posiadać dość kosztowny modem, zazwyczaj dodawany za symboliczną złotówkę do płatnych pakietów.

W sektorze telekomunikacyjnym kryzys widoczny jest wśród tzw. wirtualnych dostawców usług telefonii komórkowej. Możliwe do osiągnięcia w nich przychody są zdeterminowane różnicą między stawkami detalicznymi a hurtowymi; obecny niewielki udział tych dostawców w rynku zazwyczaj nie pozwala na osiąganie zysków. Dlatego w obliczu kryzysu wielu właścicieli wycofuje się z dalszego finansowania rozwijających się dostawców wirtualnych. Inaczej natomiast jest w przypadku właścicieli, dla których własna wirtualna telefonia jest usługą powiązaną z inną podstawową działalnością – np. bankiem czy siecią handlową.

Od dwóch lat Netia realizuje agresywną strategię walki o rynek telefonii stacjonarnej skupiając się na przejmowaniu abonentów Telekomunikacji Polskiej. Jej efektem było przejęcie m.in. Tele2. Swe usługi Netia w znacznej mierze świadczy z wykorzystaniem sieci TP. Strategia Netii zakłada pozyskanie na tyle dużej liczby abonentów, że uzasadniony ekonomicznie stanie się rozwój własnej sieci szkieletowej między centralami sieci TP, co zwiększy osiągnięte wpływy, obecnie ograniczone wysokością stawek hurtowych TP.

Trwający światowy kryzys wpłynął na zmianę struktury właścicielskiej Netii. W marcu br. w związku z poważnymi kłopotami na rodzimym rynku islandzki fundusz inwestycyjny Novator sprzedał cały swój liczący 32% udział poprzez warszawską GPW. Nabyciem pakietu zainteresowany był inny telekom – spółka MNI, jednak ostatecznie akcje Netii kupiły polskie instytucje finansowe,

m.in.: PZU, Pioneer Pekao i OFE CU. Nabywcy nie działali w porozumieniu i w efekcie 66% akcji operatora rozproszonych jest teraz między drobnymi akcjonariuszami. Największym udziałowcem Netii jest amerykański fundusz Third Avenue Management, który posiada pakiet 24% akcji.

## TRANSPORT DROGOWY

*Planowane inwestycje infrastrukturalne, które mają ograniczyć negatywne skutki obecnego kryzysu, obejmują głównie inwestycje drogowe; w przypadku najbardziej pilnej budowy autostrad zmiana systemu budowy i finansowania z koncesyjnego na państwowy pociągnie za sobą znaczne opóźnienia*

Mimo kryzysu zarówno rząd, jak i samorzady terytorialne zakładają w bieżącym roku zwiększenie wydatków na inwestycje infrastrukturalne, będące zazwyczaj niezbędnym wkładem własnym do projektów współfinansowanych przez UE. Szacuje się, iż w 2009 roku inwestycje publiczne mogą wzrosnąć o 0,5% PKB; mają one widocznie wzrosnąć w drugiej połowie roku. W tym roku w ramach dużych krajowych inwestycji ma być oddane 91,6 km autostrad, 116 km dróg ekspresowych i 41,1 km sześciu obwodnic. Dla porównania: w ub.r. oddano tylko 67 km autostrad.

Obecny kryzys praktycznie uniemożliwił dalszą budowę autostrad w systemie koncesyjnym, gdyż prywatne konsorcja mają bardzo poważne problemy z uzyskaniem od banków kredytów na ich budowę. Dlatego teraz ich budowę przejmuje państwo. Zmiana systemu, w jakim mają powstawać autostrady, spowoduje dalsze opóźnienia rozpoczęcia tych inwestycji. Rozstrzygnięcia będą wymagać nowe przetargi na projekt i budowę. W przypadku fragmentu autostrady A2 Stryków–Warszawa podpisanie umowy z wykonawcą jest planowane dopiero na wrzesień br. Przejęcie budowy autostrad przez państwo rodzi również problem związany z finansowaniem – na te cele nie zaplanowano środków w budżecie, gdyż mieli je pozyskać koncesjonariusze.

## TRANSPORT KOLEJOWY

*Trudna sytuacja finansowa w Grupie PKP oraz przekazanej samorządom spółki PKP Przewozy Regionalne spowodowana jest głównie wieloletnim odraczaniem decyzji restrukturyzacyjnych oraz światowym kryzysem finansowym*

Przez cały 2008 rok toczyły się negocjacje pomiędzy samorządami a rządem, które dotyczyły usamodzielnienia spółki PKP Przewozy Regionalne. Samorzady, które zachowywały wobec propozycji przejścia tej deficytowej spółki daleko posuniętą ostrożność, ostatecznie zdecydowały się objąć jej udziały. Jednak po tym przejściu okazało się, że w dokumencie, który był podstawą negocjacji, przewidziane koszty spółki były zaniżone, a spodziewane zyski zawyżone. Ponadto w grudniu ub.r., przed przekazaniem samorządom, ze spółki PKP Przewozy Regionalne wyłączono obsługę wszystkich pociągów pospiesznych przynoszących spółce największe wpływy i wraz z taborem przekazano do spółki PKP Intercity. W efekcie przewozy regionalne będą wymagały w tym roku znacznie większego dofinansowania niż miałyby to miejsce bez przekształceń – już teraz spółka żąda od swych udziałowców, czyli samorządów, o wiele wyższych opłat za realizację przewozów niż w roku ubiegłym. Do połowy lutego br. zarządowi PKP Przewozy Regionalne udało się podpisać umowy tylko z pięcioma z 15 województw. Negocjacje w sprawie umów na realizację połączeń komplikują trudne rozmowy ze związkami zawodowymi, które żądają pakietu gwarancji dla kolejarzy i sprzeciwiają się ograniczeniom zatrudnienia.

Chociaż w porównaniu z innymi spółkami Grupy PKP kondycja PKP Intercity jest dobra, jej wynik finansowy za 2008 rok wykazał stratę. Jest to niekorzystne w perspektywie planowanego w br.

wprowadzenia spółki na giełdę, podobnie jak przeniesienie do spółki *PKP IC* przewozów międzywojewódzkich z *PKP Przewozy Regionalne*. Przewozy te są znacznie mniej rentowne w porównaniu z obsługiwanyymi przez *PKP Intercity* ekspresami, a modernizacji wymaga ok. 1900 przejętych wagonów (aż 700 nadaje się do natychmiastowej naprawy). Czynniki te znacznie obniżają wycenę wartości spółki przez potencjalnych inwestorów.

Z powodu spowolnienia gospodarczego praca przewozowa wykonana w 2008 roku przez *PKP Cargo* spadła o ponad 10% w porównaniu z 2007 rokiem. W styczniu br. spadek wyniósł aż 37% (w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.). Spółka planuje zwolnić w tym roku ok. 20% załogi, lecz ta redukcja oznacza kosztowne odprawy. Znaczny spadek przychodów i nieadekwatne do nich działania ograniczające koszty szybko pogarszają sytuację *PKP Cargo*. W połowie roku spółka może utracić płynność finansową, co sprawia, że planowana na 2010 rok prywatyzacja spółki poprzez giełdę stoi pod znakiem zapytania.

Wzrost zainteresowania polskim rynkiem kolejowym po jego pełnej liberalizacji (co miało miejsce dwa lata temu), był łatwy do przewidzenia. W styczniu br. niemiecki koncern logistyczny *DB Schenker* wykupił największego polskiego niezależnego przewoźnika towarowego – spółkę *PCC Rail*. Oczywistym celem jest rozszerzenie działania koncernu na obszar Polski i jednocześnie intensyfikacja przewozów tranzytowych na wschód, przede wszystkim we współpracy z kolejami rosyjskimi RZD. Dla polskiego biznesmena, dotychczasowego właściciela *PCC Rail*, był to ostatni dobry moment na taką transakcję, gdyż niebawem skutki kryzysu negatywnie wpłyną na wyniki finansowe wszystkich przedsiębiorstw kolejowych. Transakcja ta jest dużym wyzwaniem dla spółki *PKP Cargo*, której udział w polskim rynku kolejowych przewozów ładunków w ub.r. wyniósł ok. 77%. W odróżnieniu od pozostałych niezależnych przewoźników teraz jej konkurent będzie dysponował znacznymi środkami niezbędnymi na rozwój i modernizację parku taborowego.

Spółce PKP PLK zarządzającej polską siecią kolejową grozi zmniejszenie planowanych wpływów od przewoźników za jej udostępnianie oraz wydłużenie terminów płatności przez spółki *PKP Cargo* i *PKP Przewozy Regionalne*. W związku z tym mogą wystąpić problemy z zapewnieniem wkładu własnego do planowanych inwestycji współfinansowanych przez UE.

## TRANSPORT LOTNICZY

*W transporcie lotniczym kryzys negatywnie odbija się zarówno na kondycji przewoźników, jak i portów lotniczych; dzięki wsparciu środków UE porty lotnicze będą jednak mogły rozpocząć realizację planowanych inwestycji*

Obecną dekonjunkturę odczuwają zwłaszcza średnie i małe linie z udziałem państwa. Znaczne straty LOT-u za ubiegły rok wynikają zarówno z działalności operacyjnej (czyli przewozów lotniczych), jak i nietrafionych transakcji zabezpieczających na zakupy paliwa. Już w II połowie 2008 roku brytyjska firma konsultingowa wymieniała naszego narodowego przewoźnika w gronie 50 firm zagrożonych upadłością. LOT mogłaby uratować prywatyzacja, jednak kryzys znacznie ograniczył zainteresowanie *Lufthansy* zakupem udziałów. LOT wprowadził drastyczny program oszczędnościowy, a jednym z jego elementów są zwolnienia grupowe, które obejmą 250 pracowników (spośród zatrudnionych 3703 osób). Ponadto LOT zlikwidował powołaną 4 lata temu spółkę zależną *Centralwings*. Obciążała ona budżet LOT-u, gdyż rokrocznie emitowała obligacje, które LOT wykupywał pokrywając coraz większe jej straty. Kryzys przyspieszył decyzję o likwidacji, jednak upadek *Centralwings* wynikał przede wszystkim z niewielkiej wielkości i z błędnej strategii działania spółki. Miała ona łączyć dwa odmienne organizacyjnie przedsięwzięcia: loty niskokosztowe i loty czarterowe. Ponadto loty rejsowe *Centralwings* często wykonywał na tych samych co LOT trasach, tym samym pograżając finansowo swego właściciela.

Na skutek światowego kryzysu większość przewoźników rezygnuje z najmniej obciążonych lotów i ogranicza częstotliwość na pozostałych. Dla największych polskich portów lotniczych oznacza to

koniec dynamicznego rozwoju. Największy spadek podróźnych widoczny jest na warszawskim Okęciu; w styczniu 2009 roku port odprawił o 18% mniej podróźnych niż w tym samym miesiącu 2008 roku. W tym samym okresie w Krakowie ruch zmalał o 17%, a w Katowicach o 10%. Ruch wciąż różnie jedynie na najmniejszych polskich regionalnych lotniskach.

Komisja Europejska zatwierdziła pomoc publiczną dla ośmiu lotnisk korzystających ze środków UE w ramach rządowego programu „Infrastruktura i środowisko”. Regionalne porty mogą się ubiegać o pomoc finansową do 75% kosztów inwestycji. By otrzymać dotacje inwestycje muszą być zakończone do czerwca 2015 roku.

## SEKTOR ENERGETYCZNY

*Dostawcy energii elektrycznej – zintegrowani pionowo z elektrowniami – tworzą lokalne monopole, co sprawia, że nie funkcjonuje tu konkurencja rynkowa; odbiorców energii przed działaniem tych monopoli ustrzec może tylko postawa regulatora*

Już od ponad roku jedynie ceny energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych wymagają zatwierdzenia przez Urząd Regulacji Energetyki. Opłaty za energię dla odbiorców przemysłowych tylko w tym roku wzrosły od 25% do 40%. Jej dostawcy argumentują to wzrostem cen węgla o 40–50% oraz niezbędnymi inwestycjami elektrowni i sieci przesyłowych. Spółki węglowe nie są skłonne do renegotjacji umów o dostawy paliwa, zwłaszcza w obliczu ostatnich żądań płacowych i gróźb strajku górników. Obecny kryzys przyczynia się do spadku zużycia energii elektrycznej, w efekcie czego elektrownie ograniczają zakupy węgla od kompanii węglowych i coraz częściej wybierają tańszy węgiel z importu.

Firmy energetyczne działając pod rosnącą presją odbiorców przemysłowych, którzy w związku z kryzysem domagają się niższych cen za energię, proponują wprowadzenie cen rynkowych dla części odbiorców indywidualnych zużywających energię powyżej ustalonego limitu „socjalnego”. Tej propozycji przychylny jest rząd, natomiast zdecydowanie jest jej przeciwny regulator rynku. Rozwiązanie takie zakłada, że ubożsi odbiorcy zużywają mniej energii. Tymczasem w rzeczywistości wcale nie gwarantuje to wsparcia tych, którym jest to szczególnie potrzebne, gdyż mniej majątnych odbiorców indywidualnych zazwyczaj nie stać na zakup znacznie droższych żarówek czy urządzeń energooszczędnych. Natomiast często są oni posiadaczami energochłonnych elektrycznych term, pieców, czy innych urządzeń.

W dłuższej perspektywie wymogi ekologiczne wymuszą dalsze podwyżki cen energii, jednocześnie większy będzie udział energii pochodzącej ze źródeł odnawialnych i elektrowni jądrowych. Koszty wytwarzania energii elektrycznej znacznie wzrosną ok. 2013 roku, gdy wejdzie w życie obowiązek częściowego zakupu uprawnień do emisji gazów cieplarnianych, oraz w 2020 roku, gdy wszystkie uprawnienia będą sprzedawane na aukcjach. Pomimo wprowadzenia energetyki jądrowej i rozwoju odnawialnych źródeł energii głównym paliwem pozostanie w Polsce węgiel. Jednak jego wykorzystanie musi być bardziej przyjazne dla środowiska. Mając to na uwadze prowadzone są obecne intensywne badania nowych, czystych technologii węglowych (wychwytywanie i podziemne magazynowanie CO<sub>2</sub> [CCS], zgazowanie węgla). UE zamierza dofinansować 12 instalacji demonstracyjnych w Europie; Polska zgłosiła dwa: Zakłady Azotowe Kędzierzyn (zgazowanie węgla i CCS) oraz elektrownię Bełchatów (CCS).

Na skutek styczniowego konfliktu gazowego między Rosją a Ukrainą Unia Europejska przyspieszyła prace nad projektem budowy gazociągu „Nabucco”, który połączy kraje wydobywające gaz w rejonie Morza Kaspijskiego z Europą z pominięciem Rosji. Niemcy są jednak przeciwni finansowemu wsparciu tej inwestycji przez UE, zabiegają natomiast o dofinansowanie z budżetu UE gazociągu północnego „Nord Stream”, łączącego Niemcy z Rosją po dnie Morza Bałtyckiego.

# 6. SEKTOR FINANSOWY

Stanisław Kubiela

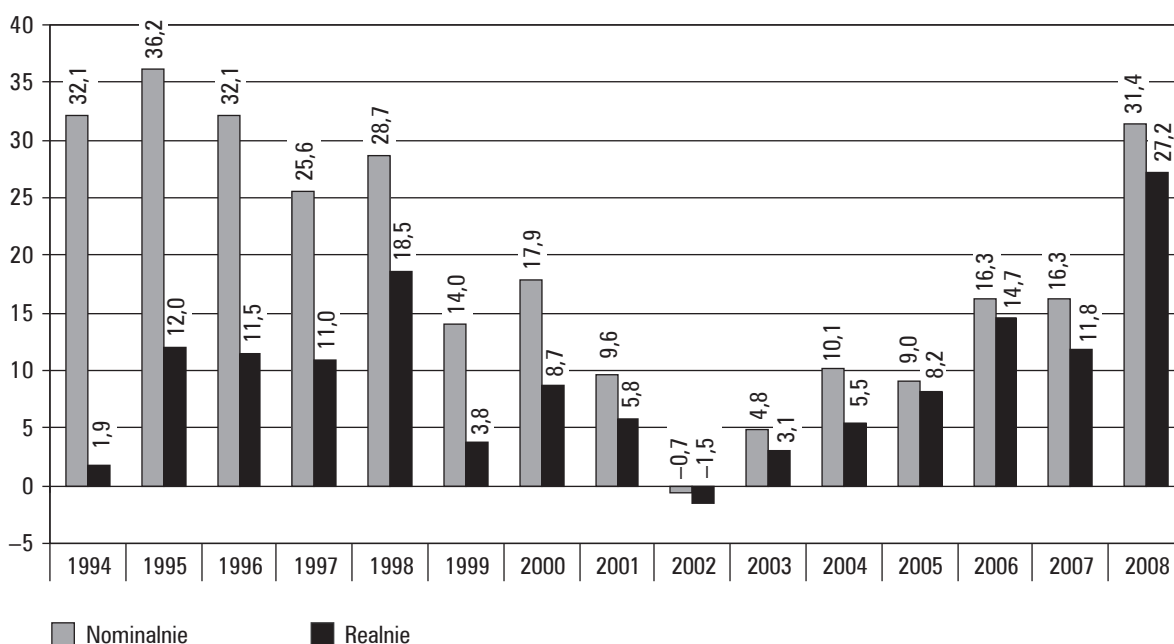
## 6.1. SEKTOR BANKOWY

### WZROST AKTYWÓW SEKTORA BANKOWEGO I MONETYZACJA GOSPODARKI

*Gwałtowny wzrost aktywów sektora bankowego przyspieszył monetyzację gospodarki i jej podatność na zawrota na rynkach finansowych; w 2008 roku kryzys nie dotknął jednak polskiego sektora bankowego, chociaż był to z pewnością ostatni rok prosperity przed nadchodzącym spowolnieniem*

Wprawdzie już od trzech lat sektor bankowy w Polsce przeżywa prosperity, ale takiego wzrostu aktywów jak w 2008 roku dawno nie było. Nominalnie tempo wzrostu aktywów sektora przekroczyło 30%; było dwukrotnie wyższe od odnotowanego w roku 2007 i niewiele niższe niż wynik osiągnięty w 1995 roku, gdy zaobserwowano największy jak dotychczas boom (36,2%). Biorąc jednak pod uwagę różnice inflacji realna dynamika aktywów sektora wyniosła w ub. roku ponad 27% i była kilkakrotnie wyższa niż w którymkolwiek z najlepszych lat transformacji. W efekcie udział aktywów sektora bankowego w PKB (tzw. wskaźnik monetyzacji gospodarki) osiągnął najwyższy do tej pory poziom

Rysunek 6.1. Dynamika aktywów sektora bankowego w latach 1994–2008



Źródło: GINB i KNF

82%. Aktywa bankowe rosły w sumie ponad pięć razy szybciej niż PKB, podczas gdy dwukrotne wyprzedzenie uznaje się za wystarczające tempo dla tzw. gospodarek wschodzących, co obserwowano w ostatnich kilku latach. Gwałtowny wzrost aktywów sektora bankowego przyspieszył monetyzację gospodarki i jej podatność na zawirowania na rynkach finansowych. Nie można jednak powiedzieć, by w ubiegłym roku jakikolwiek kryzys dotknął polski sektor bankowy. Wydaje się jednak, że był to ostatni rok takiego eldorado przed poważnym spowolnieniem, jakie czeka ten sektor.

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego w trzech pierwszych kwartałach 2008 roku oraz szybki wzrost dochodów ludności i rentowności przedsiębiorstw przy dużej dynamice popytu sprzyjały akcji kredytowej. Trzy lata utrzymywała się wysoka i z roku na rok rosnąca dynamika kredytu bankowego; w latach 2006–2008 było to kolejno 27, 34 i 39%. W ub. roku lekkie przyhamowanie tej rosnącej dynamiki nastąpiło w II i III kwartale, ale koniec roku znowu okazał się rekordowy, mimo, że właśnie wtedy nastąpiło największe spowolnienie tempa wzrostu PKB. Dochody ludności rosły szybko przez cały rok, konsumpcja nie malała, spowolnieniu uległy najbardziej, już od połowy roku, inwestycje.

O dynamice kredytu zadecydowały przede wszystkim kredyty udzielone gospodarstwom domowym, które wzrosły w 2008 roku o 45%, w porównaniu ze wzrostem o 38% w roku poprzednim. Wprawdzie tempo przyrostu kredytu dla ludności lekko spowolniło w II i III kwartale, ale w IV znowu uległo przyspieszeniu, mimo trwającej już paniki na rynkach finansowych spowodowanej upadkiem Lehman Bros. W październiku i grudniu ub.r. odnotowano rekordowe miesięczne przyrosty kredytu dla ludności, nawet po uwzględnieniu deprecjacji złotego, co powoduje sztuczną inflację kredytów dewizowych. Spadkową tendencję można dopiero zauważyć w pierwszych miesiącach bieżącego roku, chociaż nie jest to jeszcze dynamika ujemna. Głównym czynnikiem tego wzrostu były kredyty mieszkaniowe, których dynamika w ub. roku przyspieszyła z ok. 50% w latach poprzednich do 65%. W pewnej mierze stało się to z powodu kredytów udzielanych w walutach obcych, których udział w kredytach mieszkaniowych wzrósł z 55 do prawie 70%, a tempo ich wzrostu w wyrażeniu złotówkowym w ub. roku wyniosło 107%<sup>1</sup>. Z pewnością z uwagi na zaostrzenie kryteriów finansowania i spadek popytu na nowobudowane mieszkania nie da się utrzymać dotychczasowej dynamiki sprzedaży kredytu hipotecznego<sup>2</sup>. O ile przyrost roczny kredytów mieszkaniowych w 2007 roku wyniósł 40 mld zł, a w zeszłym roku zwiększył się aż do 76 mld zł, to w bieżącym roku satysfakcjonujące będzie osiągnięcie jednej czwartej wyniku z 2008 roku. W najbliższych dwóch latach wartość portfela kredytów hipotecznych utrzyma się prawdopodobnie w granicach 20% PKB. Pociągnie to za sobą ograniczenie akcji kredytowej i zahamowanie kilkuletniej ekspansji sektora bankowego. W optymistycznych prognozach przewiduje się, że dynamika aktywów osiągnie w tym roku ok. 10%.

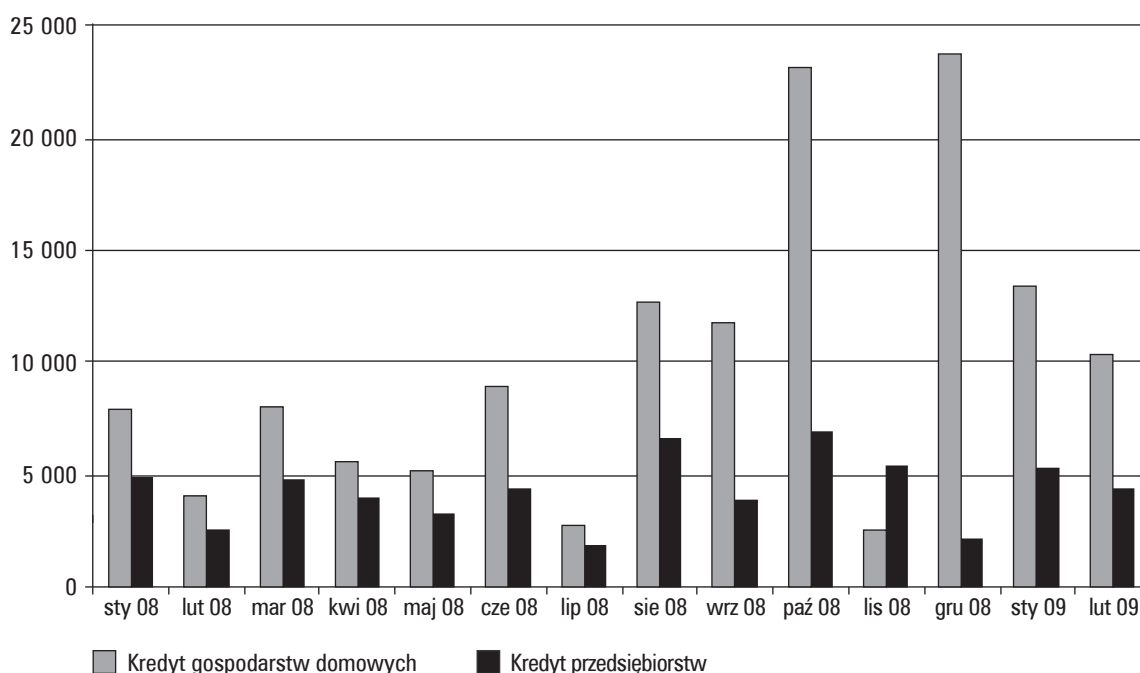
Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się do września 2008 roku na w miarę stabilnym poziomie ok. 25% miesięcznie, w ostatnim kwartale przyspieszyła do 29,7%. O ile w I połowie roku wzrost popytu na kredyt ze strony firm można tłumaczyć przyspieszeniem inwestycji, to niewątpliwie zaskakuje przyspieszenie dynamiki tych kredytów w II połowie roku, gdy inwestycje osłabły, a po upadku Lehman Bros. na rynkach finansowych wzrosła niepewność. Należy przypuszczać, że nawet pomimo malejących wydatków na inwestycje firmy nadal starały się uzyskać kredyt, by zachować własne środki finansowe dla utrzymania płynności w jeszcze gorszych czasach, których się spodziewają. Wyraźną stagnację kredytu dla firm widać dopiero w grudniu, a po uwzględnieniu korekty na deprecjację złotego także w pierwszych miesiącach 2009 roku. Ta tendencja zapewne utrzyma się w całym bieżącym roku, a jej powodem będzie z jednej strony załamanie popytu i inwestycji, zaś z drugiej zaostrzenie przez banki rygorów kredytowych (skutek wzrostu ryzyka i problemów z finansowaniem pasywów). W związku z kryzysem przedsiębiorstwa poważnie ograniczą wydatki inwestycyjne, a banki jak się okazuje preferują lokaty w pewne obligacje skarbowe lub bony pieniężne NBP<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Jeżeli nawet wziąć pod uwagę deprecjację złotego względem euro i franka szwajcarskiego w skali ub. roku w granicach ok. 16–20%, to i tak dynamika walutowych kredytów mieszkaniowych przewyższyła wszystkie inne rodzaje kredytu.

<sup>2</sup> Ponadto przewidywany spadek cen nieruchomości w tym roku o ok. 20% może mieć dwa niekorzystne skutki dla rynku: odroczenie popytu na mieszkania oraz pogorszenie portfela dotąd udzielonych kredytów hipotecznych przez spadek wartości zabezpieczeń.

<sup>3</sup> 8,2 mld zł z przedterminowego wykupu obligacji przez NBP wróciły do banku centralnego w postaci zakupu bonów pieniężnych emitowanych przez NBP. Wykup obligacji miał poprawić płynność banków komercyjnych celem rozszerzenia akcji kredytowej dla firm.

Rysunek 6.2. Miesięczny przyrost kredytu (w mln zł)



Źródło: NBP

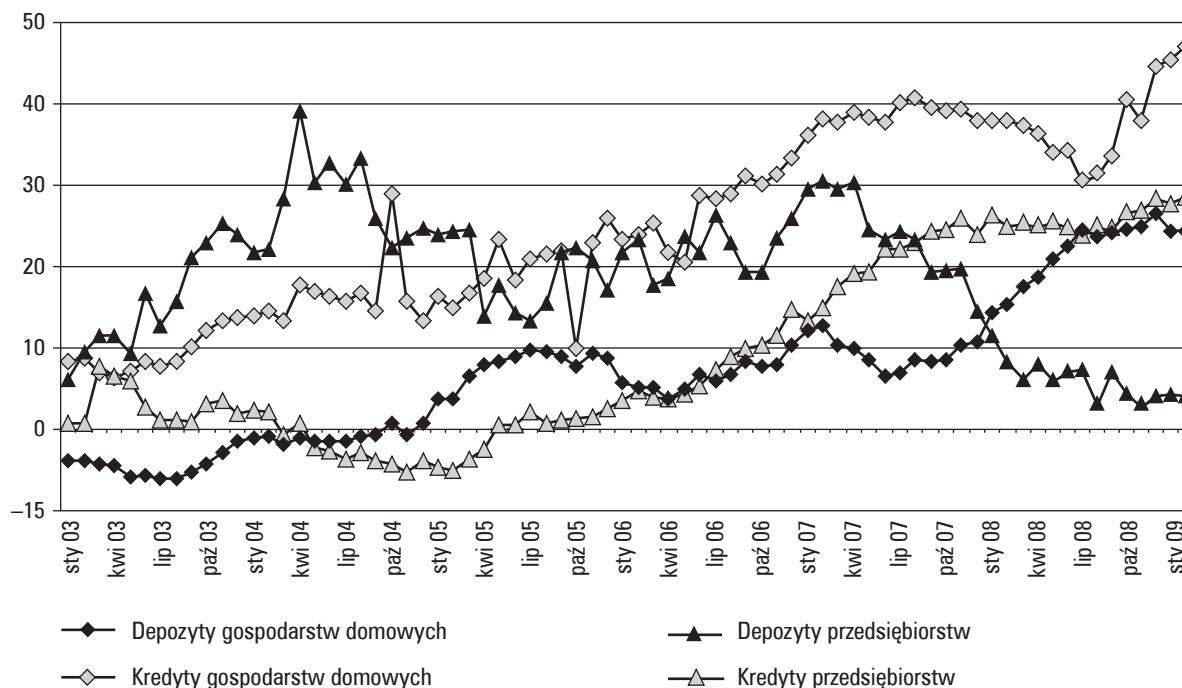
Depozyty złożone w bankach w 2008 roku zwiększyły się o 75 mld zł, podczas gdy kredytu udzielono dodatkowo na 166 mld zł. Dynamika kredytów ponad dwukrotnie przekraczała dynamikę depozytów (39 do 18%), niemniej tempo przyrostu depozytów w ciągu roku istotnie wzrosło, z 12% na początku do prawie 18% na koniec roku. Stało się to głównie za sprawą oszczędności gospodarstw domowych, których depozyty przyspieszyły z ok. 11 do 26,5% w grudniu ub. roku (w porównaniu z rokiem poprzednim). Rekordowy, jednorazowy przyrost odnotowano właśnie w grudniu (o ponad 17 mld zł). W ciągu roku gospodarstwa domowe szybko wycofywały oszczędności z funduszy inwestycyjnych i z giełdy, a konkurencja banków o depozyty, wyrażająca się atrakcyjnym oprocentowaniem lokat, skłaniała do deponowania pieniędzy w bankach<sup>4</sup>. Pod koniec roku trafiły tam również unijne dopłaty dla rolników. Z kwoty 75 mld zł dodatkowych depozytów 70 mld zł pochodziło właśnie od klientów indywidualnych, a tylko 5 mld od firm. Przedsiębiorstwa właściwie przestały kumulować płynne środki na lokatach bankowych, a od grudnia ub. roku nastąpił bezwzględny spadek depozytów bankowych firm o 7 mld zł. Wydaje się też, że transfer oszczędności z funduszy inwestycyjnych na rachunki bankowe już się zakończył, a spowolnienie gospodarki i związany z tym wzrost bezrobocia oraz zahamowanie dynamiki dochodów ludności doprowadzi w roku 2009 do obniżenia napływu depozytów.

Wysoka dynamika aktywów sektora bankowego – uzyskana dzięki silnej ekspansji działalności kredytowej przy znacznie wolniejszym i spowalniającym przyroście depozytów i kapitałów – stwarza dla banków dwa istotne ograniczenia rozwoju w najbliższej przyszłości: problem niedostatecznych środków na finansowanie pasywów i utrzymania odpowiedniej adekwatności kapitałowej. Wobec pogarszającej się koniunktury i przy malejących dochodach ludności nie można liczyć na podobny jak w ub. roku napływ depozytów. Nie będzie też nowego jednorazowego transferu oszczędności z TFI i giełdy. Trudniejsze, o ile w ogóle możliwe, będzie pozyskanie środków od doświadczających trudności spółek macierzystych właścicieli banków krajowych, czy z rynku międzybankowego, który jest sparaliżowany brakiem zaufania i dramatycznym wzrostem awersji do ryzyka.

Wzrost akcji kredytowej spowodował obniżenie współczynnika wypłacalności i niektóre banki są na granicy kapitałów regulacyjnych umożliwiających bezpieczne kontynuowanie akcji kredytowej w przyszłości. Sytuację może dodatkowo skomplikować spodziewane pogorszenie jakości portfela

<sup>4</sup> W ciągu roku wycofano ok. 30 mld zł z TFI; środki te w większości trafiły na lokaty bankowe.

Rysunek 6.3. Miesięczna dynamika kredytów i depozytów (w %)



Źródło: NBP

kredytowego. Pozyskanie kapitału od spółek macierzystych będzie mało prawdopodobne, jedynym wyjściem jest wykorzystanie wypracowanych w ub. roku zysków. Są one wprowadzane najwyższe od początku transformacji, ale pokusę ich wykorzystania dla swoich celów mają też właściciele zagraniczni spółek macierzystych, nierzadko znajdujący się na skutek kryzysu finansowego w poważnych tarapatach.

## WYNIKI FINANSOWE I STABILNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO

*Sektor bankowy wykazał w 2008 roku rekordowy zysk oraz bardzo dobre wskaźniki efektywności, które jednak stopniowo zaczynają się pogarszać; wysokie odpisy na rezerwy zwiastują spadek jakości portfela kredytowego, co jest konsekwencją pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstw*

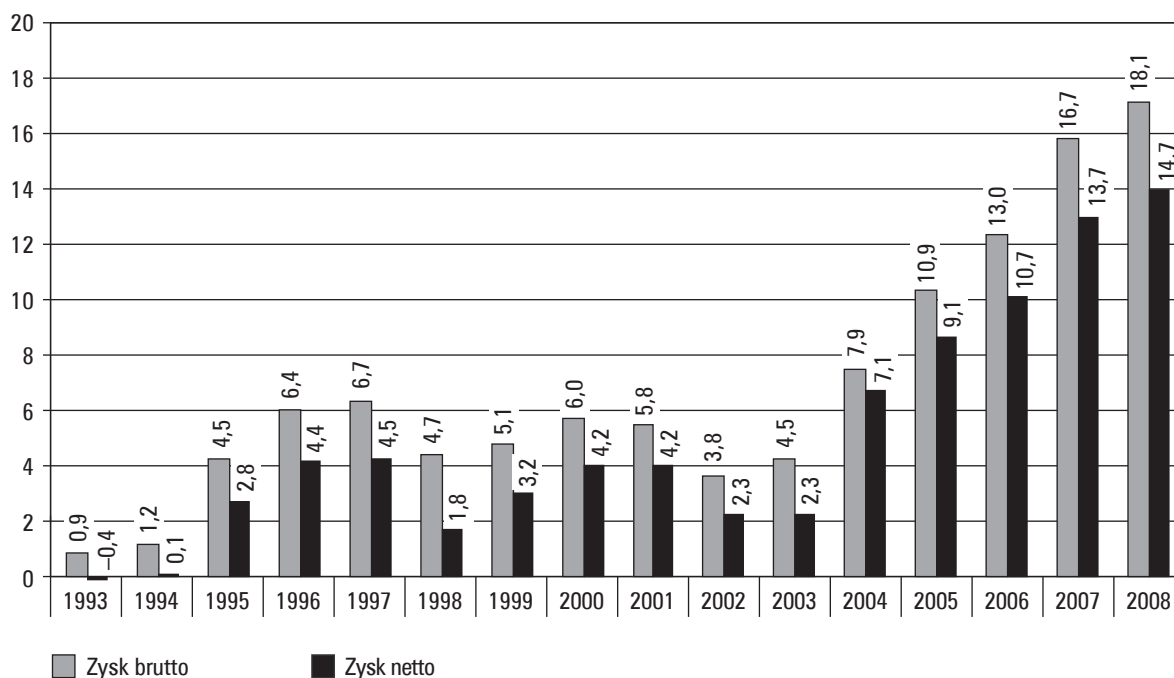
W 2008 roku wyniki finansowe sektora bankowego osiągnęły rekordowe poziomy. Zysk netto wyniósł 14,7 mld zł, a zysk brutto 18,1 mld zł. Niestety, obie wielkości wykazały niższą dynamikę niż rok wcześniej; tempo wzrostu zysku netto i brutto spadło porównywalnie z 28% do 8%. Najgorszy okazał się IV kwartał, gdy banki musiały zawiązać znaczne rezerwy; wzrosły one prawie trzykrotnie, z 1,7 mld zł na koniec 2007 roku do 4,7 mld zł na koniec 2008 roku.

Wysoką dynamikę zysków banki uzyskały dzięki szybko rosnącemu wynikowi z działalności bankowej (18,4%). Wyniósł on 49 mld zł, z czego 30 mld przypada na dochody z odsetek, 11,3 mld zł na prowizje, a 6,7 mld zł na saldo dochodów z wymiany walut. Prawie w całości przyrost wyniku został wygenerowany przez marżę kredytową i dochody z wymiany walut; dochody z prowizji nie uległy zmianie w stosunku do poprzedniego roku, a wyniki z operacji finansowych były ujemne. Największym obciążeniem wyniku finansowego okazał się przyrost salda rezerw celowych i odpisów z tytułu utraty wartości. Ponieważ koszty działalności bankowej rosły wolniej od wyniku (14,3%), wskaźnik kosztów operacyjnych do dochodu C/I uległ dalszemu zmniejszeniu z 56% na koniec



2007 roku do 53% na koniec ub. roku. Mimo zwiększenia ilości placówek (o 9%) i związanych z tym inwestycji oraz wzrostu zatrudnienia (o 8,5%) i kosztów pracy, banki utrzymały dynamikę kosztów poniżej dynamiki wyniku na działalności bankowej. W rezultacie banki utrzymały wysokie wskaźniki efektywności, aczkolwiek okazały się one nieco gorsze niż rok wcześniej i malejące z kwartału na kwartał. W całym sektorze bankowym wskaźnik zwrotu na kapitale (ROE) na koniec 2008 roku wyniósł 22,4%, wobec powyżej 26% przez trzy pierwsze kwartały. Wskaźnik zwrotu z aktywów (ROA) również lekko spadł z ponad 2% do 1,7%.

Rysunek 6.4. Wyniki finansowe sektora bankowego (w mld zł)



Źródło: GINB i KNF

Wyraźnemu obniżeniu, z 12 do 10,7%, uległ wskaźnik wypłacalności, tzw. adekwatności kapitałowej, co jeszcze jest powyżej generalnego wymogu ostrożnościowego (8%), ale w przypadku niektórych banków wskaźnik ten już znajduje się na granicy, uniemożliwiając dalszą ekspansję kredytową. Banki będą musiały zwiększyć kapitały, stąd zalecenia KNF, aby przeznaczyły większość ubiegłorocznych zysków na ten cel<sup>5</sup>.

Nie budzi niepokoju aktualny udział należności zagrożonych (4,5%), najniższy z dotychczas notowanych. W dużym stopniu jest to jednak wynik wysokiego przyrostu kredytów, czyli bazy odniesienia (przyrosty kredytów zagrożonych odnoszone są do coraz większej bazy kredytów udzielonych). Gdy przyrost kredytów zagrożonych będzie rósł w takim samym tempie jak dotąd, a dynamika nowo udzielanych kredytów spadnie, to wskaźnik należności zagrożonych natychmiast wzrośnie i tego właśnie z dużym prawdopodobieństwem należy w 2009 roku oczekiwać. Pierwszym tego sygnałem są rosnące w IV kwartale ub. roku rezerwy na ten cel, bowiem banki spodziewają się, że przy spadku koniunktury coraz więcej kredytów przestaje być obsługiwanych. W ostatnim kwartale ub. roku przedsiębiorstwa wygospodarowały zerowy wynik finansowy netto, co z pewnością nie pozostanie bez wpływu na ich zdolność do obsługi zadłużenia.

W 2008 roku banki dopracowały się krajowych toksycznych aktywów i mogą teraz ponieść nie małe straty w wyniku nieostrożnie zawartych kontraktów zakupu opcji *call* (kupna) na euro, wystawianych przez podmioty sektora niefinansowego w ramach tzw. ustrukturyzowanych instrumentów,

<sup>5</sup> KNF wymusiła na bankach przeznaczenie ok. 11 mld z 15 mld zł ubiegłorocznej dywidendy na zwiększenie kapitałów.

które miały zabezpieczać przedsiębiorstwa przed deprecjacją waluty<sup>6</sup>. Transakcje były zawierane na tzw. rynku OTC (bez automatycznego systemu rozliczeń i gwarancji depozytowych), bez sprawdzenia wiarygodności kredytowej kontrahenta przez bank, który miał w zasadzie do czynienia z instytucją niefinansową niezdolną do wiarygodnej emisji opcji walutowych na rynku OTC<sup>7</sup>. Pod presją popytu ze strony swoich zachodnich kontrahentów na instrumenty zabezpieczające przed wzrostem euro, gdy waluta spadała, banki faktycznie wykreowały w Polsce rynek *subprime* na derywatach, a kosztem ofiarnym stały się przedsiębiorstwa niefinansowe, które by zrekompensować wysokie koszty premii za nabycie opcji *put*, chroniącej przed spadkiem kursu euro, zostały wciągnięte w spekulację, biorąc na siebie właściwie ewentualne ryzyko wzrostu tego kursu i sprzedając opcje *call*. Dopóki kurs euro szedł w dół nie było problemu i wiele firm na tym zarobiło. Gdy trend się odwrócił pojawiły się straty, przed którymi firmy jako instytucje niefinansowe nie miały już żadnych zabezpieczeń.

W roku bieżącym banki nie zarobią prawdopodobnie ani na kredytach hipotecznych ani korporacyjnych, największa szansa na zysk będzie w segmencie kredytów indywidualnych, zwłaszcza gotówkowych oraz przy obsłudze funduszy unijnych (o ile ich absorpcja przyspieszy). W okresie znacznego spowolnienia wzrostu dochodów ludności to kredyt bankowy może wygładzić spadek konsumpcji. Na znaczący przyrwy depozytów banki raczej nie powinny liczyć, chyba że będą one pochodzić od rolników – beneficjentów dotacji unijnych.

Tabela 6.1. Wskaźniki efektywności sektora banków komercyjnych

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Marża odsetkowa	4,03	3,49	3,27	3,05	3,14	3,18	3,24	3,27	3,40
ROE	14,5	12,0	5,3	5,4	17,6	20,9	23,1	22,9	22,7
ROA	1,0	0,9	0,4	0,5	1,4	1,6	1,75	2,1	1,7
Wsp. wypłacalności	12,9	15,1	13,8	13,7	15,5	14,5	13,2	12,0	10,7
Należności zagrożone	15,5	18,6	22,0	22,2	15,6	11,5	7,6	5,4	4,5

Źródło: GINB i KNF

Rok 2009 z pewnością przyniesie pogorszenie obrotów i wyników finansowych sektora bankowego. W następstwie kryzysu na światowych rynkach finansowych doszło do załamania zaufania również na polskim rynku międzybankowym, zaś szybko pogarszająca się koniunktura zwiększa ryzyko rynkowe a z nim ryzyko prowadzenia działalności kredytowej. Banki domagają się pomocy od rządu w celu obniżenia ryzyka i poprawy płynności sektora, twierdząc, że bez niej może dojść do krachu na rynku kredytowym. Postuluje się rozszerzenie gwarancji kredytowych, w tym dla kredytów udzielanych wzajemnie przez banki na rynku międzybankowym. Dla poprawy płynności żąda się wcześniejszego wykupu obligacji przez NBP, obniżenia rezerwy obowiązkowej (z 3,5 do 2%), rozszerzenia listy zabezpieczeń operacji repo prowadzonych przez NBP. Rząd przygotował pakiet działań wspierających banki, m.in. rozszerzenie gwarancji dla kredytów udzielanych przedsiębiorstwom, a NBP dokonał wcześniejszego wykupu obligacji na kwotę 8 mld zł. Banki, zamiast prze-

<sup>6</sup> Szacuje się wielkość strat z tytułu zawartych transakcji opcyjnych na 9–15 mld zł. Któraś strona kontraktu – albo firmy albo banki – muszą ją ponieść. Prawdopodobnie w trakcie negocjacji ugody straty zostaną rozłożone na obie strony. Niektóre banki już utworzyły na nie rezerwy celowe.

<sup>7</sup> Istnieje zasadnicza, często przemilczana w obecnej dyskusji o problemie opcji, różnica między kupnem opcji, co zabezpiecza przed zmianą kursu, a sprzedażą czy wystawieniem opcji, gdy wystawca bierze na siebie ryzyko nawet nieograniczonej zmiany kursu. Ta druga czynność nie ma nic wspólnego z hedgingiem (zabezpieczeniem) walutowym, a jest zaliczana do handlu ryzykiem walutowym. Profesjonalnie mogą ją wykonywać jedynie instytucje finansowe, które posiadają odpowiednie przygotowanie profesjonalne, jak i zasoby (nieograniczony dostęp instrumentów do rynku walutowego), w celu konstrukcji portfela w pełni neutralnego poprzez zawieranie odpowiednich transakcji odwrotnych na rynku opcji i instrumentu bazowego. Jedynym zabezpieczeniem instytucji niefinansowej jest w takim przypadku własny przychód dewizowy. Sprzedawane przedsiębiorstwom struktury zwierały obok zabezpieczenia w postaci oferowanej opcji *put* także ten drugi element – wystawiania w zamian przez przedsiębiorstwo opcji *call*.

znaczyć dodatkowe środki na zwiększenie akcji kredytowej, ulokowały je jednak natychmiast w bonach pieniężnych NBP.

Wydaje się, że głównym problemem polskiego systemu bankowego nie jest brak płynności, a brak zaufania i awersja do ryzyka. Według danych, po trzech kwartałach 2008 roku udział płynnych aktywów w bilansach banków wynosił 26% i wszystkie banki spełniały normy płynnościowe. Od tego czasu aktywa wzrosły, a akcja kredytowa spowolniła, poziom płynności musiał się więc zwiększyć. Zaufania nie przywróci, a awersji do ryzyka nie zniweluje żadna ustawa gwarantująca transakcje bankowe; może ona jedynie zwiększyć skłonność banków – pozbawionych odpowiedzialności – do podejmowania ryzykownych decyzji. Inną kwestią są nadzwyczajne restrykcje dla aktywności kredytowej narzucane bankom krajowym przez zagranicznych właścicieli, co nie ma nic wspólnego z ich aktualnym poziomem płynności i wymaga ingerencji nadzoru finansowego.

Nie wydaje się również, aby przy wygosodarowanych w 2008 roku zyskach banki miały problem z ograniczeniem działalności kredytowej z tytułu niskiego współczynnika adekwatności kapitałowej. Przeznaczenie tego zysku na powiększenie kapitałów regulacyjnych umożliwi obecnie ekspansję kredytową porównywalną z wynikiem z ubiegłego roku. Problem sprowadza się do decyzji o podziale zysku i skłonności spółek macierzystych do pozostawienia ich w Polsce.

Polskie banki są w dobrej kondycji i nie grozi im załamanie finansowe, nawet w warunkach kryzysu na rynkach światowych. Dzięki dosyć konserwatywnej regulacji polski system bankowy jest wystarczająco przygotowany do wytrzymania obecnych zawirowań finansowych. Problem stanowić mogą zarządzanie i strategiczne decyzje właścicieli. Postępująca nacjonalizacja zagranicznych banków, którzy są właścicielami krajowych banków, może doprowadzić do sytuacji, gdy banki sprywatyzowane w latach 90. staną się z powrotem państwowe z tą różnicą, że ich właścicielem nie będzie państwo polskie. Prawdziwe ryzyko polskiego sektora bankowego tkwi teraz w groźbie nacjonalizacji zysków i internacjonalizacji strat z punktu widzenia interesów faktycznych właścicieli banków. Jednocześnie słabnący standing finansowy zagranicznych inwestorów w bankach krajowych może sprzyjać zmianom właścicielskim, zwłaszcza gdyby dotychczasowi inwestorzy nie byli w stanie dłużej zapewnić wymaganej stabilności funkcjonowania spółek córek. W takim przypadku nadzór finansowy mógłby uchylić prawo wykonywania głosu z posiadanego przez takiego inwestora nawet większościowego pakietu akcji. Nie można też wykluczyć, że gdy spółce macierzystej grozić będzie utrata płynności, inwestor zagraniczny bankowej spółki córki w Polsce dokona jej sprzedaży.

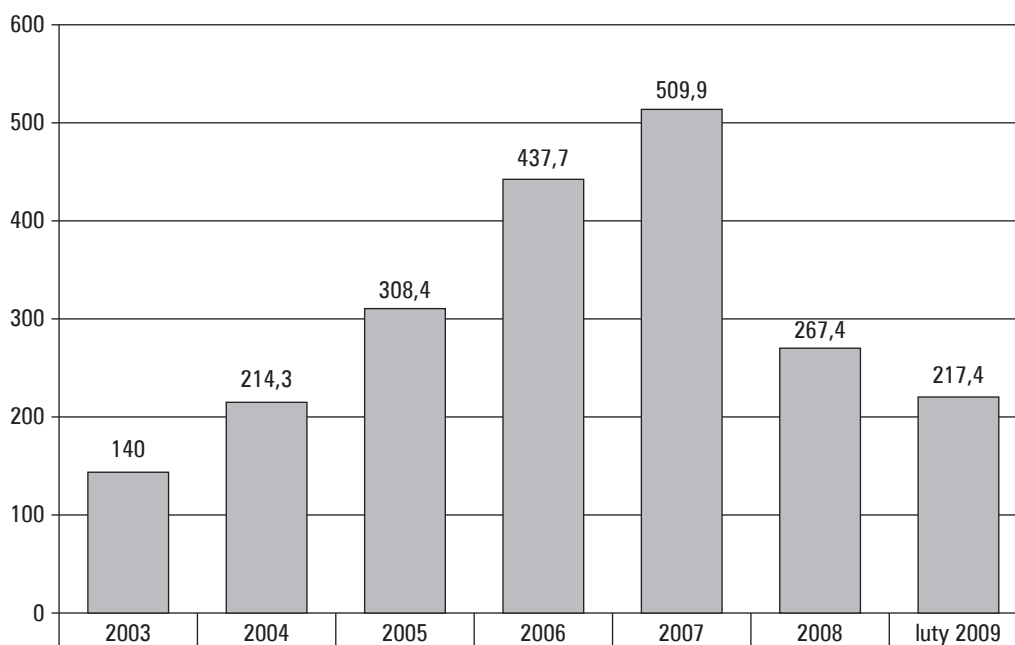
## 6.2. GIEŁDA

*W 2008 roku warszawska giełda bardzo boleśnie odczuła światowy kryzys finansowy*

Za początek globalnego kryzysu finansowego powszechnie przyjmuje się upadek 15 września ub.r. banku Lehman Brothers, jednego z największych, najstarszych i najbardziej prestiżowych banków inwestycyjnych na świecie. Po tym spektakularnym bankructwie, trwające od jesieni 2007 roku spadki na giełdach świata, w tym na GPW, zdecydowanie przybrały na sile, sprowadzając indeksy głównych rynków świata do poziomów nie notowanych od czasu bessy po pęknięciu bańki internetowej, a na początku marca br. – do poziomów najniższych od około 12 lat. W drugiej połowie marca obserwujemy odbicie, które może przerodzić się w średnioterminową korektę wzrostową.

Spadki notowań spowodował ceny spółek notowanych na GPW do bardzo atrakcyjnego – na tle danych historycznych – poziomu. Wskaźnik cena/zysk jeszcze na koniec 2007 roku wynosił 17,7, na koniec 2008 roku ukształtował się na poziomie 11, zaś na koniec lutego 2009 roku już tylko 7 (dane GPW). Wskaźnik ten ostatni raz był tak nisko w 1995 roku (7,8), a niżej jedynie na samym początku działalności GPW, w latach 1991–92. Podobnie kształtuje się sytuacja drugiego podstawowego miernika określającego atrakcyjność wycen rynkowych – wskaźnika cena/wartość księgową. Na koniec 2007 roku kształtował się on na poziomie 2,82, rok później wynosił 1,57, na koniec lutego br. jedynie 0,89, najniżej od 1992 roku (0,6). Stopa dywidendy wyniosła aż 3,1%, co jest wartością najwyższą od 1992 roku (jednak wówczas na GPW notowanych było jedynie 16 spółek). Rok wcześniej, w 2007, było to 2%, co i tak nie było złym rezultatem. Wszystkie te dane łącznie świadczą o tym, że obecnie mamy do czynienia z historycznie bardzo atrakcyjnymi wycenami spółek.

Rysunek 6.5. **Kapitalizacja krajowych spółek giełdowych na koniec okresu (w mld zł)**



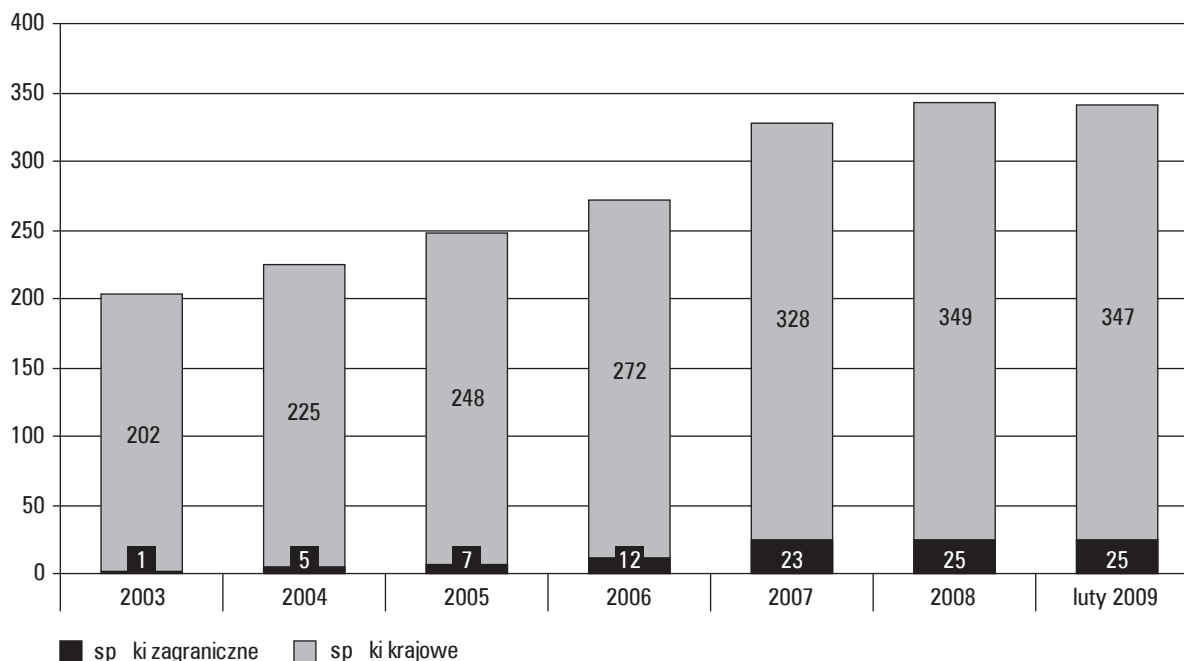
Źródło: GPW

Kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych (spółek krajowych) na koniec września 2008 roku wyniosła 267,4 mld zł i była o 47,6% niższa niż na koniec 2007 roku (509,9 mld zł). Jedynie w ciągu ostatniego kwartału spadła ona o 23,8% i to pomimo jednego znaczącego debiutu (spółka ENEA). Kapitalizacja silnie spadła pomimo wzrostu liczby spółek (z 328 do 349). Przez cały 2008 rok indeks szerokiego rynku WIG-PL spadł o 50,6%, po wzroście o 9,2% rok wcześniej. Jeszcze szybciej taniały małe (o 57%) i średnie (o 62,5%) spółki, które najwięcej zyskały w czasie ostatniej hossy. Po względem koniunktury ubiegły rok był najgorszy w historii GPW. Wcześniej, w najgorszym do tej pory 1994 roku indeks WIG stracił „jedynie” 39,9%. Skala spadku indeksów na GPW jest większa niż w Europie Zachodniej (niemiecki DAX i brytyjski FTSE100 straciły po około 40%, francuski CAC40 – około 42%), ale zbliżona do skali spadków innych giełd w naszym regionie Europy (węgierski BUX i czeski PX50 straciły w ubiegłym roku po około 52%).

Silne spadki trwały przez pierwsze dwa miesiące 2009 roku, sprowadzając indeks WIG-PL o kolejne 20,8% w dół, do poziomu najniższego od 2004 roku. Obecnej bessie towarzyszy znaczący wzrost wskaźnika obrotu. Jeszcze po 9 miesiącach ub. roku wynosił on 20,6%, utrzymując się na podobnym poziomie od 2002 roku (wcześniej był wyraźnie wyższy). Dzięki wyraźnemu zwiększeniu obrotów w stosunku do (spadającej) kapitalizacji, po IV kwartale wskaźnik ten wynosił 44,2% (licząc za cały rok), zaś po pierwszych dwóch miesiącach br. już 56,9%, czyli najwięcej od 1998 roku. Tak wyraźny skok owego wskaźnika wynika ze zdecydowanie szybciej spadającej kapitalizacji giełdy od obrotów uzyskiwanych na akcjach.

*Pomimo światowego kryzysu finansowego warszawska giełda nadal należy do europejskich liderów pod względem debiutów*

Rysunek 6.6. Liczba spółek notowanych na GPW na koniec okresu



Źródło: GPW

Uzyskana w 2008 roku liczba debiutów na rynku regulowanym (33) jest najniższa od 2003 roku. Biorąc pod uwagę stan rynków finansowych w Polsce i na świecie, liczbę tę (26 do końca września i 7 w wyjątkowo niekorzystnych warunkach rynkowych IV kwartału) i tak należy uznać za wysoką. Wyniki te zapewniły GPW drugie miejsce w Europie pod względem liczby debiutów

za cały 2008 rok (po giełdzie londyńskiej – 38 debiutów) i pierwsze miejsce w ostatnim kwartale roku. Po względem wartości debiutów GPW zajęła drugie miejsce w Europie. Tak wysoka skłonność właścicieli spółek do pozyskiwania kapitału przez giełdę świadczy o napiętych bilansach debiutujących podmiotów, które albo nie są w stanie finansować rozwoju z nowych kredytów (ze względu na już wysokie zadłużenie), albo znajdują się pod presją zmiany struktury kapitałowej (co z kolei może wskazywać na spodziewane problemy z obsługą istniejącego zadłużenia). Osobny przypadek stanowi debiut spółki ENEA, za którym stała determinacja Skarbu Państwa, dążącego do częściowej prywatyzacji, pomimo możliwości sfinansowania planowanych przez tę spółkę nakładów inwestycyjnych kredytem.

Ze względu na przedłużającą się bessę i negatywne oceny perspektyw koniunktury światowej, obecne półrocze i najprawdopodobniej cały 2009 rok nie będą sprzyjały debiutom. W ciągu dwóch pierwszych miesięcy br., po raz pierwszy od 2003 roku, liczba wycofań z obrotu (4) przekroczyła liczbę debiutów (2). Firma doradcza Deloitte podała w raporcie, że od IV kwartału 2007 do końca 2008 roku z debiutu na GPW zrezygnowało co najmniej 60 spółek. Rezygnacje te związane są z powiększaniem się „luki cenowej”, czyli różnicy między oczekiwaną przez właścicieli ceną sprzedaży akcji spółek, a cenami oferowanymi przez inwestorów giełdowych, zwłaszcza instytucjonalnych. Z otoczenia giełdowego docierają sygnały, że rynek pierwotny jest obecnie całkowicie zamrożony, gdyż inwestorzy instytucjonalni w trosce o zachowanie płynności nie są zainteresowani wchodzeniem na ten rynek, tym bardziej, że wyceny wielu spółek notowanych na rynku wtórnym osiągnęły już bardzo atrakcyjne poziomy.

### *Rynek NewConnect boryka się z problemami niskiej płynności i jakości notowanych spółek*

W 2008 roku na rynku NewConnect zadebiutowało 61 spółek, w tym pierwsza zagraniczna – Photon Energy z Czech. Pod względem ilości debiutów sytuacja wygląda bardzo dobrze, gdyż uzyskany rezultat stawia NewConnect na pierwszym miejscu w Europie *ex aequo* z rynkami alternatywnymi Londynu (AIM i PSM), a przed rynkami należącymi do Euronext (49 debiutów). Na koniec roku na rynku NewConnect notowane były już 84 podmioty.

Niestety, rynek ten boryka się z problemami niskiej płynności i jakości notowanych spółek. W 2008 roku przeciętne dzienne obroty na rynku wyniosły niecałe 1,7 mln zł, czyli nieco ponad 20 tys. zł na spółkę. Najnowsze dane (z lutego br.) wskazują, że przeciętne dzienne obroty na rynku nadal spadają (do 1,1 mln zł, czyli niewiele ponad 13 tys. na spółkę). Brak zainteresowania inwestorów notowanymi na tym rynku spółkami przekłada się na dramatyczny spadek notowań. Indeks NCIndex, grupujący spółki notowane na tym rynku, spadł w ciągu 2008 roku o 73,5%. W ciągu dwóch miesięcy br. wartość indeksu NCIndex spadła o kolejne 9,3%.

Jedną z głównych przyczyn tak niekorzystnej sytuacji jest, opisywana w poprzednich edycjach Raportu, niska jakość wprowadzanych spółek. Całkowicie niezrozumiałe jest umożliwienie emitentom wprowadzania spółek na NewConnect bez konieczności jednoczesnego przeprowadzania emisji akcji. Minimalny *free float* na takich spółkach stanowi z jednej strony zachętę do spekulacji, z drugiej, w połączeniu z ogromną asymetrią informacyjną między insiderami a rynkiem, uniemożliwia racjonalną wycenę papierów. Typową sytuacją jest silne przebicie w stosunku do ceny odniesienia na debiucie i długotrwały trend spadkowy w dalszej historii notowań. Przyjęte rozwiązania są niekorzystne dla rynku, gdyż umożliwiają początkowym właścicielom częściowe wychodzenie z inwestycji kosztem nieświadomych ryzyka inwestorów indywidualnych. Także niekorzystny jest brak wymogu wykazania się przez potencjalnych debiutantów mierzalną innowacyjnością, co powoduje, że rynek ten z innowacyjnością ma faktycznie niewiele wspólnego.

*W ostatnich miesiącach można zauważyć pewne pozytywne zmiany w podejściu organizatora i nadzorca rynku do wybranych problemów warszawskiej giełdy*

Do rangi poważnego problemu urosła w ostatnim czasie kwestia „fixingów cudów”, czyli manipulacji kursami największych i najbardziej „ciążących” w indeksie WIG20 spółek. Skrajna sytuacja miała miejsce 12 listopada ub.r., gdy na *fixingu* indeks WIG20 urósł nagle o 5%, za co – jak ujawniła KNF – odpowiedzialny był bank JP Morgan. Sprawę bada obecnie prokuratura, z drugiej strony zarząd giełdy całkowicie neguje jakąkolwiek manipulację. Jakkolwiek na skutek tego typu odchyłeń tracą bezpośrednio jedynie gracze o najkrótszym horyzoncie inwestycyjnym (głównie tzw. *day-traderzy*), podejście zarządu wydaje się co najmniej niefortunne, gdyż tego typu zdarzenia bardzo niekorzystnie wpływają na postrzegane ryzyko i na prestiż giełdy, co negatywnie odczuwają wszyscy uczestnicy obrotu.

Zarząd giełdy, pomimo uspakajającego tonu, wydaje się jednak dostrzegać problem. Jednym z rozpatrywanych rozwiązań jest rozszerzenie indeksu WIG20 na WIG30. Takie rozszerzenie indeksu nie jest w stanie niestety zapobiec podobnym problemom w przyszłości, gdyż uczyni podobne manipulacje jedynie nieco bardziej kosztownymi, co dla największych graczy (jak JP Morgan) nie ma praktycznie żadnego znaczenia, a wiązać się będzie z utratą prestiżu indeksu (powraca pytanie czemu ma służyć taki indeks). Tym niemniej jednak do pozytywów zaliczyć trzeba samo dostrzeżenie problemu.

Z tego powodu dobrze należy ocenić inicjatywę publikowania przez GPW informacji dotyczących koncentracji otwartych pozycji (LOP) na kontraktach terminowych indeksowych i akcyjnych, co służyć ma poprawie przejrzystości tego rynku, a tym samym ochronie inwestorów przed nadmiernym, nieuświadomianym ryzykiem i wzrostowi zaufania do rynku, a także pośrednio przyczynić się może do zmniejszenia opłacalności kolejnych „fixingów cudów”. Zgodnie z komunikatem GPW: „prezentowane dane dotyczyć będą liczby rachunków papierów wartościowych (.), na których liczba otwartych pozycji w danej serii kontraktów terminowych zawiera się w jednym z siedmiu przedziałów koncentracji otwartych pozycji – zaczynając od poziomu 20% ogólnej liczby LOP na danej serii, w kolejnych 5 proc. progach (25%, 30% itd.)”. Publikacja tych informacji rozpoczęła się 15 marca br.

Z kolei niedawne decyzje Komisji Nadzoru Finansowego dają nadzieję na pewną poprawę standardów w obszarze stanowiącym dotąd poważną słabość GPW, a mianowicie niesłowności prezesów spółek i ich widocznego poczucia bezkarności. Pod koniec marca br. KNF ukarała grzywną 100 tys. zł byłego prezesa spółki Bioton, Adama Wilczęgę. Chodziło o „manipulację informacją” polegającą na rozpowszechnianiu nierzetelnych, wprowadzających w błąd inwestorów, informacji na temat rozwoju spółki, oczekiwanych wyników finansowych i planów ekspansji zagranicznej, które nie znajdowały odzwierciedlenia w następujących po nich wydarzeniach i rzeczywiście osiągniętych przez spółkę wynikach finansowych. Jakkolwiek sama grzywna jest śmiesznie niska w stosunku do zarobków byłego prezesa i ogromu poczynionych rynkowi szkód, stanowi wyraźny sygnał od nadzorca rynku i może zmniejszać skłonność innych prezesów do manipulowania inwestorami. Problem jest bardzo poważny, czego najnowszym przykładem jest kolejne postępowanie wszczęte przez KNF, a dotyczące bardzo nagłośnionego przez media wprowadzania inwestorów w błąd przez prezesa PKM Duda, Macieja Dudę, który publicznie mówił, że spółka nie ma opcji walutowych, co okazało się nieprawdą. Na opcjach spółka poniosła wielomilionowe straty, a po ujawnieniu tej informacji kurs akcji spółki spadł w ciągu kilku dni o ponad 50%.

### *Obecne dyskusje nad nowelizacją ustawy o OFE nie dotykają sedna problemu*

W planowanej nowelizacji ustawy o Otwartych Funduszach Emerytalnych (OFE) Ministerstwo Pracy zaproponowało jednorazowe obniżenie opłaty do 3,5% już od 2010 roku, zaś na początku marca br. rząd ten projekt przyjął. Celem nowelizacji ma być zwiększenie wartości przyszłych emerytur. Otwarte Fundusze Emerytalne mogą obecnie pobierać od każdej przekazywanej do OFE składki opłatę w wysokości 7%. Nie jest ona uzależniona od zysków lub strat na koncie ubezpieczonego. Zgodnie z obecnie obowiązującą ustawą o OFE, opłaty mają stopniowo maleć, by w 2014 roku osiągnąć poziom 3,5%.

Przeciw jednorazowemu obniżeniu składki występują towarzystwa emerytalne, organizacje pracodawców, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych. Podkreślają, że dla OFE jest to zmiana niespodziewana, która nie pozwala im planować działalności gospodarczej. Przewidują nawet, że jeśli opłaty zostaną szybko obniżone, to nie można wykluczyć złożenia przeciwko Polsce skargi do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości.

Z drugiej strony występuje OPZZ, który postuluje przeprowadzenie głębszej obniżki opłat pobieranych przez OFE. Jego przedstawiciele twierdzą, że opłaty OFE są zbyt wysokie jak na ilość zadań, które fundusze wykonują. Dla porównania: ZUS ma znacznie więcej zadań niż OFE, a opłaty, jakie pobiera za ich wykonanie, nie przekraczały w ostatnich latach 3%. OPZZ wskazuje też, że inne instytucje ubezpieczeniowe, np. prowadzące pracownicze programy emerytalne w III filarze, pobierają opłaty nawet na poziomie 1% i zarabiają na tym.

Problem z emeryturami tkwi jednak nie tyle w wysokości opłat, co w wartości uzyskiwanej w długim okresie stopy zwrotu, która ze względu na panującą bessę, jest skandalicznie niska. Nie sprawdziły się nadzieje, że OFE stanowiąc będą bardzo istotną siłą rynkową działającą antycyklicznie, czyli sprzedającą akcje w okresie przewartościowania i kupującą w czasie silnego niedowartościowania. Ostatnie miesiące dobitnie pokazały, że inwestorzy ci nie byli skłonni do nabywania tanich (biorąc pod uwagę historyczne wskaźniki) akcji. Zachowania OFE zbyt przypominały działania funduszy inwestycyjnych, mimo że nie podlegają ryzyku panicznego wycofywania środków przez klientów. Celem reformy powinno być znalezienie mechanizmu, który skierowałby uwagę zarządzających OFE na uzyskiwanie jak najwyższej bezwzględnej stopy zwrotu w długim terminie, tym samym możliwie eliminując działania związane z orientacją na benchmark.

### *Pomimo dekonunktury trwają przygotowania do prywatyzacji warszawskiej giełdy*

Resort Skarbu chce, aby sprzedaż akcji warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych nastąpiła jeszcze w tym roku. Udziałem w prywatyzacji zainteresowane są cztery wiodące giełdy europejskie i amerykańskie: London Stock Exchange, Deutsche Boerse, Nasdaq OMX i NYSE Euronext.

Proces prywatyzacji GPW jest uzależniony od daty wejścia w życie nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Pod koniec września ub.r. prezydent RP Lech Kaczyński skierował do Trybunału Konstytucyjnego wniosek o zbadanie zgodności z Konstytucją RP ustawy z dnia 4 września 2008 roku o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.

W chwili obecnej w Ministerstwie Skarbu, na GPW i w instytucjach otoczenia rynkowego trwają dyskusje i ustalenia dotyczące listy wymogów i zobowiązań, jakie potencjalny nabywca większościowego pakietu akcji giełdy musiałby spełnić.



## 7. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE

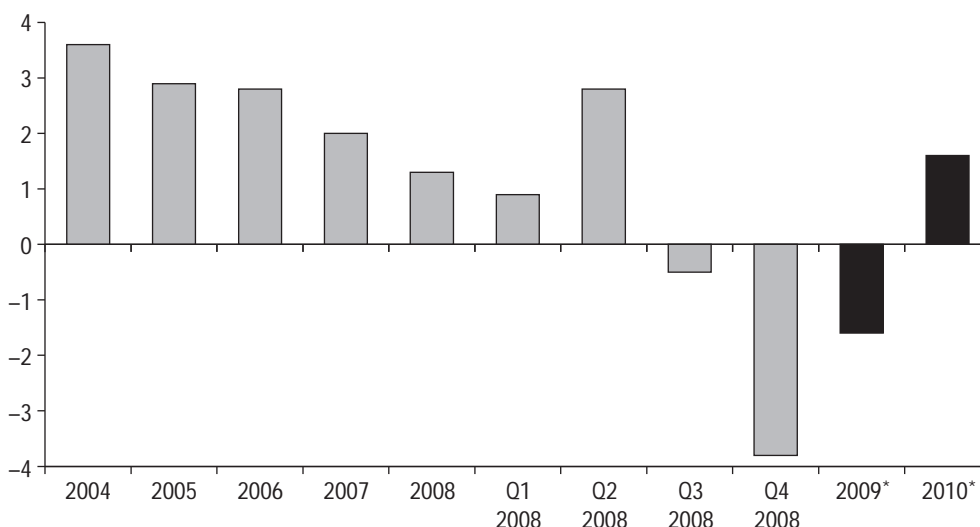
### 7.1. TENDENCJE W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

*Podjęwane w wielu krajach działania wspierające mogą doprowadzić pod koniec 2009 roku do pewnej stabilizacji sytuacji; powszechnie oczekuje się, że w 2010 roku rozpocznie się powolny proces ożywienia gospodarki światowej*

Recesja w gospodarce światowej pogłębia się. Dane makroekonomiczne publikowane w kolejnych kwartałach ubiegłego roku i prognozy na bieżący rok są coraz bardziej pesymistyczne. Rynki finansowe wciąż nie funkcjonują właściwie, a poziom zaufania u konsumentów i przedsiębiorców nieustannie spada, co przekłada się na spadek popytu na dobra konsumpcyjne i inwestycyjne. Według prognoz, kolejny raz weryfikowanych przez MFW, dynamika wzrostu gospodarki światowej w 2009 roku będzie ujemna i wyniesie od 0,5% do 1%, podczas gdy Bank Światowy przewiduje obniżkę nawet o 2%. W 2009 roku wzrost gospodarczy na poziomie około 3% nastąpi jedynie w krajach wschodzących, które jednak nie będą w stanie wystarczająco mocno pobudzić rozwoju gospodarki światowej.

Prognozy MFW wskazują na spadek PKB również w USA (o 1,6%). W gospodarce USA zanotowano już w dwóch ostatnich kwartałach 2008 roku ujemną dynamikę PKB. Było to spowodowane m.in. spadającą konsumpcją (o 3,5% w IV kwartale 2008 roku). Kryzys na rynkach finansowych, który ogranicza dostęp do kredytów oraz rosnące bezrobocie (osiągnęło ono w styczniu 2009 roku

Rysunek 7.1. Dynamika PKB w USA w latach 2004–2010 (w ujęciu rok do roku)



\* prognozy ze stycznia 2009 roku.

Źródło: MFW

ok. 8%), spowodowały, że sprzedaż detaliczna – nieprzerwanie od sześciu miesięcy – spada. W grudniu 2008 roku osiągnęła ona poziom niższy o blisko 10% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Wyniki sprzedaży w znacznym stopniu kształtuje trudna sytuacja w sektorze motoryzacyjnym, wrażliwym na zawirowania na rynku kredytowym. Indeksy badające nastroje i zaufanie konsumentów spadają.

Przedłużająca się destabilizacja sektora finansowego umacnia destabilizację i zapaść na rynku nieruchomości. W grudniu 2008 roku sprzedaż nowych domów spadła o 45% (w porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku). W związku z tym, iż recesja ma zasięg światowy nie należy spodziewać się, że do ożywienia gospodarki USA przyczyni się popyt zewnętrzny. W 2008 roku w USA zanotowano spadek eksportu o blisko 20%.

Pod koniec 2008 roku również kraje UE znalazły się w recesji. Od III kwartału ub.r. dynamika ich PKB jest ujemna. Jednocześnie zanotowano spadek dynamiki eksportu (w grudniu 2008 roku o 20%, w porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku) oraz produkcji przemysłowej (o 12% w badanym okresie). Rosnące bezrobocie (według Komisji Europejskiej w 2009 roku w strefie euro przekroczy ono 9%) wpływa na spadek konsumpcji. Malejący popyt i trudności w dostępie do finansowania prowadzą do spadku nakładów inwestycyjnych. EBC przewiduje, że w strefie euro PKB skurczy się od 2,2% do 3,2%. Prognozy MFW wskazują na spadek PKB Wielkiej Brytanii o 5%, Włoch o 4%, Francji o 2%. Ze względu na powiązania gospodarcze Polski szczególnie niekorzystna sytuacja jest w Niemczech, gdzie według prognoz różnych instytucji międzynarodowych należy oczekiwać w 2009 roku spadku PKB między 5% a 7%<sup>1</sup>. Podstawą tych pesymistycznych prognoz są nieustannie pogarszające się dane makroekonomiczne. W styczniu 2009 roku produkcja przemysłowa spadła w stosunku do grudnia o 7,5% (w ujęciu rocznym spadek wyniósł 19,3%). Rozwój gospodarki jest uzależniony od eksportu, który w styczniu br. obniżył się o 20% (w porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku). Należy oczekiwać, że negatywne tendencje w gospodarkach krajów UE, w tym w szczególności Niemiec, wpłyną na obniżenie dynamiki wzrostu polskiej gospodarki.

Tabela 7.1. Zmiana PKB w IV kwartale 2008 roku (w porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku) i prognoza na 2009 rok (w %)

Wyszczególnienie	Portugalia	Hiszpania	Francja	Wielka Brytania	Belgia	Holandia	Niemcy	Włochy	Austria	Grecja	Irlandia
IV kw. 2008/IV kw. 2007	-2,1	-0,7	-1	-1,8	-0,5	-0,6	-1,6	-2,6	0,5	2,6	-1,9
2009	-1,6	-2	-1,8	-1,4	-1,9	-2	-2,3	-2	-1,2	0,2	-5

Źródło: EUROSTAT, prognozy z lutego 2009 roku

## 7.2. DZIAŁANIA ANTYKRYZYSOWE

W obliczu rozmiarów recesji wybrane kraje rozpoczęły wdrażanie wielomiliardowych pakietów, które mają na celu ustabilizowanie sytuacji na rynkach finansowych i pobudzenie konsumpcji i inwestycji<sup>2</sup>. Poszczególne kraje stosują różnorodne instrumenty polityki gospodarczej. W USA w celu odbudowania zaufania do instytucji i pobudzenia akcji kredytowej powołano w ramach

<sup>1</sup> Według prognoz z marca 2009 roku.

<sup>2</sup> Ich wartość w USA wraz z realizowanym już planem Paulsona wynosi 1,5 bln USD, w Wielkiej Brytanii 50 mld funtów, w Niemczech 80 mld euro, w Hiszpanii 70 mld euro. Dodatkowo Komisja Europejska zadeklarowała 200 mld euro na pomoc dla gospodarek krajów UE. Pakiet chiński jest wart 585 mld USD, japoński 54 mld USD. Pakiety fiskalne sięgają w Niemczech 1,5% PKB, we Francji 1,9% PKB, w Hiszpanii 3% PKB, w Singapurze, Tajwanie, Korei Południowej 3% ich PKB.

tzw. pakietu Obamy publiczno-prywatny fundusz inwestycyjny (dysponujący docelowo nawet 1 bln USD), który skupuje toksyczne aktywa banków i funduszy. Ponadto w celu ratowania banków rządu USA oraz Irlandii, Islandii i Austrii zakładają dokapitalizowanie banków po przeprowadzeniu kontroli w tych instytucjach. W Niemczech, Hiszpanii, Wielkiej Brytanii oraz w Chinach i Japonii wprowadzono gwarancje dla zaciągniętych przez firmy kredytów w celu podniesienia płynności rynku kredytowego oraz przygotowano pożyczki dla przedsiębiorstw mających problemy z uzyskaniem kredytu. W Wielkiej Brytanii i Niemczech by polepszyć dostęp przedsiębiorstw do kredytów wprowadzono program kupowania obligacji rządowych i papierów wartościowych firm na rynku wtórnym. Jednocześnie zapowiedziano wielomiliardowe wsparcie dla sektora motoryzacyjnego we Francji, Niemczech, Hiszpanii, Włoszech i Wielkiej Brytanii.

W ramach działań zmierzających do pobudzenia inwestycji i konsumpcji rządy wykorzystują narzędzia polityki fiskalnej oraz inwestycje infrastrukturalne. Obniżenie podatków zawierają pakiety Chin, Japonii i azjatyckich tygrysów. Ponadto w celu stymulacji inwestycji i konsumpcji powyższe kraje oraz USA zamierzają rozpocząć wielkie projekty infrastrukturalne, reformę edukacji, ochrony zdrowia.

Zaletą pakietów jest fakt, iż zostały one zaplanowane na kilka lat i nie są skoncentrowane na pobudzenie jednego sektora gospodarki. W efekcie mogą nadać kierunek rozwoju całemu gospodarstwu. Jeśli chociaż w części największy pakiet amerykański odniesie sukces, to można spodziewać się przeniesienia jego pozytywnych skutków na inne gospodarki.

Próby tworzenia nowego ładu gospodarczego na szczeblu międzynarodowym w niewielkim stopniu wpłynęły na uspokojenie rynków finansowych, a ich ostateczny kształt i w dalszej kolejności oddziaływanie na gospodarkę światową może pojawić się dopiero w długim okresie. Na razie nie widać pozytywnych sygnałów płynących z gospodarek krajów wysoko rozwiniętych. Nie powiodły się próby ożywienia poprzez obniżanie stóp procentowych. W wielu krajach ich poziom oscyluje wokół zera, co nie przekłada się na pobudzanie konsumpcji i produkcji. Jednak obniżka stóp prawie do zera poważnie ogranicza pole manewru dla polityki pieniężnej w przyszłości. Fed i EBC mogą zastosować inne instrumenty, co jednak jest związane z dodrukowaniem pieniądza i groźbą wzrostu inflacji w przyszłości. Krytycy pakietów podkreślają, że oszacowanie toksycznych aktywów będzie trudne, a banki, które utrzymują je w bilansach, wycenią je ponad faktyczną wartość, co oznacza wykup tych papierów po zawyżonych cenach. W efekcie tego dofinansowane zostaną źle zarządzane instytucje, a prawdziwa restrukturyzacja sektora finansowego nie dokona się. Krytycy pakietów podkreślają również nieskuteczność wprowadzania ulg podatkowych, wskazując na realizację planu Paulsona, który zdołał pobudzić PKB USA jedynie w krótkim okresie, gdy zostały obniżone podatki. Efekty tej operacji są widoczne w dynamice PKB za II kwartał 2008 roku. Może się jednak okazać, że pakiety są niewystarczające do zniwelowania spadków wydatków firm i gospodarstw domowych.

Ekspansywna polityka monetarna i fiskalna prowadzi do powiększania deficytu budżetowego i długu publicznego. Prognozuje się, że 10 spośród 16 krajów strefy euro w 2009 roku będzie miało deficyt budżetowy przekraczający 3% PKB, co oznacza naruszenie kryteriów konwergencji. Projekt budżetu USA zakłada deficyt budżetowy na poziomie 1,7 bln USD, co stanowi 12% PKB, a dług publiczny na poziomie około 50% PKB. Tak wysoki poziom zadłużenia oznacza w przyszłości podniesienie podatków i niesie ryzyko niewypłacalności.

Wzrost wydatków publicznych prowadzi do wzrostu zapotrzebowania na środki pozwalające sfinansować zadłużenie, co przy takiej ilości krajów i wielkości ich potrzeb rodzi nie tylko problem z pozyskaniem nabywców, ale również oznacza wzrost kosztów takiej pożyczki na rynku papierów dłużnych oraz groźbę powtórnej destabilizacji globalnych rynków finansowych w wyniku niewypłacalności dużej grupy krajów. Ocenia się, że w 2009 roku podaż papierów rządowych będzie trzykrotnie większa niż w 2008 roku. Już obecnie problemy z pozyskaniem środków finansowych na wsparcie gospodarek mają: Islandia, Irlandia, Portugalia, Hiszpania i Grecja oraz kraje bałtyckie, których wiarygodność została obniżona przez agencje ratingowe.

Ogromne potrzeby innych krajów, które będą finansowane emisją papierów wartościowych, mogą mieć negatywne konsekwencje dla polskiej gospodarki. Przyciągnięcie przez Polskę w takiej sytuacji inwestorów będzie wymagało podniesienia kosztów pozyskania funduszy.

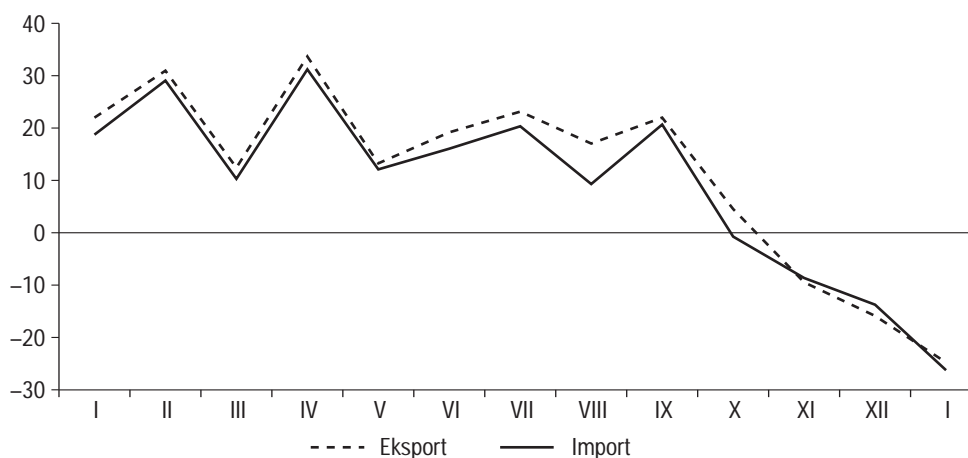
## 7.3. ŚWIATOWY KRYZYS A ROZMIARY I DYNAMIKA OBROTÓW HANDLOWYCH POLSKI

*Rozmiary kryzysu u partnerów handlowych wykluczają zatrzymanie w 2009 roku negatywnych tendencji w handlu zagranicznym Polski*

Kryzys gospodarki światowej spowodował załamanie handlu międzynarodowego. W I połowie 2008 roku tempo jego rozwoju wynosiło około 20% (w USD), podczas gdy w II połowie zanotowano spadek. W ujęciu kwartalnym, w IV kwartale 2008 roku spadek handlu wyniósł 6%. Załamanie handlu najsilniej dotknęło gospodarki, których rozwój w znacznej mierze opierał się na eksporcie. Do tej grupy należą nie tylko kraje wysoko rozwinięte, specjalizujące się w eksporcie dóbr kapitałowych (tj. Niemcy, Japonia), ale również gospodarki azjatyckie. W IV kwartale 2008 roku w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku w Singapurze eksport skurczył się o 30%, w Tajwanie o 42%, a w Korei Południowej o 17% (przy udziale eksportu w PKB tych krajów odpowiednio na poziomie: 86%, 60%, 40%). W tym samym okresie eksport Chin spadł o 26%.

Globalne załamanie wymiany handlowej nie ominęło Polski. Według GUS, w 2008 roku eksport w cenach bieżących wyniósł 399 mld zł, a import 485 mld złotych. W porównaniu z 2007 rokiem eksport zwiększył się o 3,3% (o 22,2% w USD i o 12,5% w euro), a import o 6,3% (o 25,5% w USD i o 15,7% w euro).

Rysunek 7.2. Dynamika eksportu i importu w okresie I 2008–I 2009 (w ujęciu rocznym, w euro)



Źródło: Bilans płatniczy NBP

Dynamika eksportu w III kwartale 2008 roku wynosiła 7,1%, podczas gdy w IV kwartale eksport spadł o 2,6%. Tak szybka i gwałtowna reakcja na kryzys w globalnej gospodarce spowodowana jest po części faktem, iż w ostatnich latach zmieniała się struktura eksportu w kierunku produkcji bardziej zaawansowanej. Jednocześnie zwiększył się handel wewnątrz korporacyjny, co dodatkowo zwiększa podatność eksportu na zmiany światowej koniunktury. Ponadto spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które dotychczas w znaczącej części generowały wywóz eksportowy, przekłada się na ograniczenie liczby potencjalnych nowych eksporterów.

Słaby kurs złotego mógłby pomóc polskim eksporterom złagodzić recesję u partnerów handlowych gdyby nie fakt, że eksport jest wysoce importochłonny, co podnosi koszty sprowadzanych komponentów. Poza tym aby zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym eksporterzy kupowali opcje walutowe i obecnie ich zadłużenie z tego tytułu wobec banków może wynieść kilkadziesiąt miliardów złotych.

Spadek dynamiki eksportu jest związany z recesją u głównych partnerów handlowych Polski. Import spada, gdyż dużą jego część stanowią materiały do produkcji na rynek krajowy, gdzie również obserwuje się spadek popytu. Ponadto jak wspomniano powyżej polski eksport jest wysoce importochłonny, co oznacza, że wraz ze spadkiem popytu zagranicznego spada zapotrzebowanie na import materiałów do produkcji wyrobów eksportowych.

Udział 10 głównych partnerów w handlu Polski w 2008 roku spadł zarówno w eksporcie, jak i w imporcie. Wyjątkiem jest rosnący o blisko 1 pkt. procentowy udział Rosji w wymianie zagranicznej Polski. Udział Niemiec – głównego partnera handlowego Polski – od 2004 roku nieprzerwanie spada i w 2008 roku w eksporcie osiągnął poziom 25% (spadek o 0,9 pkt. proc.), a w imporcie stanowił 22,8% (spadek o 1,3 pkt. proc.). Wśród głównych partnerów handlowych Polski najwyższą dynamikę zanotowano w eksporcie do: Rosji (wzrost o 38,9%), Holandii (wzrost o 27,3%), Czech (wzrost o 24%), a w imporcie z: Rosji (wzrost o 43,1%), Korei Południowej (wzrost o 40%) i Czech (wzrost o 29,8%) [wszystkie zmiany mierzone w USD]. Dynamiczny wzrost pozycji Rosji oraz krajów Europy Środkowo-Wschodniej w eksporcie, który jest efektem rosnącego udziału maszyn, urządzeń AGD, branży farmaceutycznej oraz spożywczej może jednak zostać szybko zahamowany ze względu na poważne problemy gospodarek tych krajów.

Udział eksportu w PKB Polski wynosi 40%. Oznacza to, że problemy z popytem zagranicznym będą miały swoje konsekwencje w poziomie inwestycji i zatrudnienia w firmach produkujących na eksport. W grudniu 2008 roku produkcja przemysłowa była niższa w 20 (na 29) branżach (w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego). Największe spadki zanotowano w gałęziach o dużym udziale eksportu: produkcji metali (-33,7%), motoryzacyjnej (-21,1%) i chemicznej (-12,7%). Należy jednak zauważyć, że wśród 9 branż, w których produkcja rosła, również znajdują się gałęzie nastawione na eksport. Są to producenci sprzętu AGD (wzrost o 12,2%), instrumentów medycznych (o 10,8%), sprzętu transportowego (o 7,8%) oraz maszyn i urządzeń (o 1,2%). W związku z pogłębianiem się światowej recesji także w tych gałęziach nieuniknione są spadki. W styczniu 2009 roku zanotowano spadek produkcji przemysłowej ogółem o 14,9%.

Trudna sytuacja eksporterów jest związana z ograniczaniem przez konsumentów zakupu dóbr, które nie zaspokajają podstawowych potrzeb (tj. samochody, sprzęt AGD, meble). Zapaść na światowych rynkach motoryzacji i branży IT szczególnie silnie dotyka polskie firmy produkujące podzespoły na eksport. W takiej sytuacji grozi im efekt domina, oznaczający likwidację poddostawców upadających firm za granicą. Dodatkowo branży meblarskiej, gdzie Polska jest czołowym eksporterem, nie sprzyja związane z zapaścią budownictwa ograniczanie popytu na rynku krajowym.

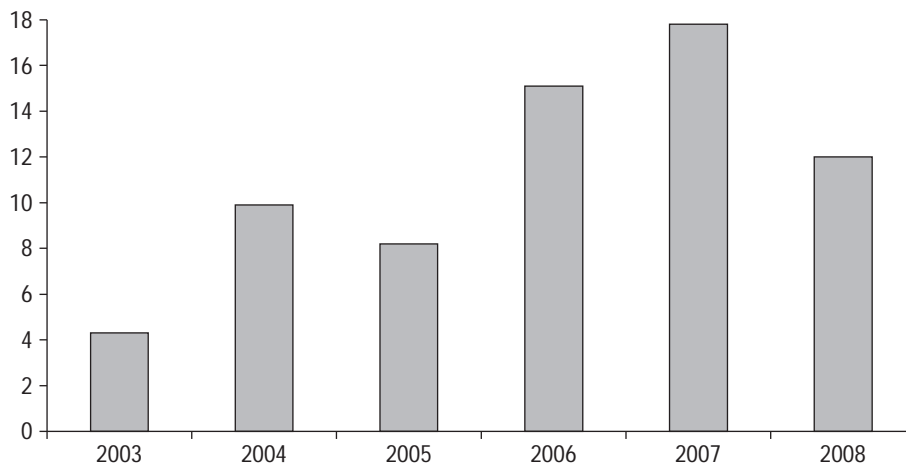
Polska gospodarka relatywnie nie odczuje jednak tak silnego oddziaływania spadku eksportu na PKB, jak jej wschodni sąsiedzi. W tych krajach udział eksportu w PKB przekracza 50%. Problemy z popytem zagranicznym spowodowały, że w styczniu 2009 roku na Węgrzech i Słowacji eksport spadł o 30%, w Czechach o 26%. Z tego powodu należy spodziewać się w tych krajach w 2009 roku recesji, podczas gdy w Polsce jedynie spowolnienia gospodarczego. Silne spadki handlu zagranicznego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, przy innych nierozwiązanych problemach gospodarczych krajów w tego regionu, są zagrożeniem dla stabilizacji i oczekiwanego ożywienia polskiej gospodarki na początku 2010 roku. Sytuacja makroekonomiczna w regionie może przedłużyć i pogłębić recesję w tej części Europy.

### *Ograniczenie i zmiana kierunku globalnych przepływów kapitału, które nastąpiły w wyniku recesji gospodarki światowej, negatywnie oddziałują na napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (ZIB) do Polski*

Kryzys na rynkach finansowych i związane z nim ograniczenie dostępu do kredytów, niższe zyski i niepewność odnośnie popytu spowodowały ograniczenie globalnych przepływów kapitału i zmiany ich kierunku. Według UNCTAD napływ ZIB do krajów wysoko rozwiniętych spadł w 2008 roku średnio o 30%, (wobec wzrostu w 2007 roku o 21%), a w niektórych państwach zanotowano odpływ netto środków (np. Irlandia, Finlandia). Według MFW do rynków wschodzących napłynęło o 1 bln

USD mniej niż rok wcześniej, co oznacza spadek udziału kapitału zagranicznego w PKB tych krajów z 7,7% w 2007 roku do 3% w 2008 roku.

Rysunek 7.3. Napływ ZIB do Polski w latach 2003–2008 (w mld euro)



Źródło: NBP

Pomimo, że dynamika napływu ZIB do Polski spada wolniej niż w krajach wysoko rozwiniętych, to jednak spadek ten stanowi pewne zagrożenie, którego przyczyną jest większe uzależnienie polskiej gospodarki od kapitału zagranicznego. Przewiduje się, że w 2009 roku zagraniczni przedsiębiorcy zainwestują w Polsce ok. 7–10 mld USD. W warunkach kryzysu na rynkach finansowych rośnie deficyt na rachunku obrotów bieżących, przy jednoczesnym spadku udziału ZIB w finansowaniu tego deficytu. W grudniu 2008 roku deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 5,4% PKB; na początku ub.r. deficyt był w 85% pokrywany kapitałem ZIB, podczas gdy pod koniec roku zaledwie w 55%. Rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących i spadek współczynnika pokrycia go przez kapitał ZIB, w obliczu pogarszających się wskaźników makroekonomicznych i wysokiego zapotrzebowania innych krajów na zagraniczne finansowanie wdrażanych pakietów stabilizacyjnych, negatywnie wpływa na dalsze zainteresowanie inwestorów Polską. Kurczą się możliwości pozyskiwania zagranicznych środków finansowych na potrzeby polskiego sektora publicznego i prywatnego. Spłata zaciągniętych długów i finansowanie bieżących wydatków, szacowane na poziomie około 114 mld USD (wobec 70 mld USD w 2007 roku), przy silnej międzynarodowej rywalizacji o kapitał mogą okazać się trudne i będą wymagały modyfikacji planów wydatków w budżecie państwa.

Pomimo, że stan polskiej gospodarki na tle regionu EŚiW jest dobry, napływowi ZIB do Polski nie sprzyja sytuacja w niektórych krajach naszego regionu. Polska jest przez inwestorów zaliczana do rynków wschodzących, nie należy do strefy euro, a region EŚiW postrzegany jest jako niestabilny. Tymczasem Polska na tle innych krajów regionu wyróżnia się bardziej zrównoważonym rozwojem gospodarczym (w relatywnie mniejszym stopniu PKB jest uzależniony od eksportu, a w większym od popytu wewnętrznego) i prognozą utrzymania dodatniego wzrostu w bieżącym roku. Ponadto Polska charakteryzuje się na tle państw regionu dobrą kondycją finansową, relatywnie niskim deficytem budżetowym i na rachunku obrotów bieżących (Rumunia i Bułgaria blisko 20% PKB). Ponadto polska gospodarka nie jest uzależniona – tak jak państwa bałtyckie – od finansowania zagranicznego i nie boryka się z kryzysem sektora bankowego; nie ma też problemów z dostępem do kredytów i płynnością na rynkach finansowych (tak jak mają je Węgry, Ukraina, Białoruś, Rumunia, Rosja i państwa bałtyckie). Nie korzysta również z pomocy MFW tak jak czynią to Łotwa, Ukraina, Węgry.

Globalny kryzys spowodował również zmianę struktury ZIB. Obserwuje się ograniczanie ZIB w wiodących w Polsce branżach: AGD i elektronicznej. Ze względu na poszukiwanie globalnych oszczędności w obliczu recesji prognozuje się przesunięcie zainteresowania lokalizacji w kierunku nowoczesnych usług. Z tego powodu zmiany struktury ZIB mogą być szansą dla polskiej gospodarki.

## **8. POLSKA W UNII EUROPEJSKIEJ**

### **CZY FUNDUSZE EUROPEJSKIE MOGĄ STAĆ SIĘ CZYNNIKIEM PRZECIWDZIAŁAJĄCYM SPOWOLNIENIU GOSPODARCZEMU?**

*Programy finansowane ze środków UE mogłyby przeciwdziałać spowolnieniu gospodarczemu w Polsce, gdyby istotnie przyspieszył proces ich wdrażania; w ostatnich miesiącach nic takiego nie nastąpiło i również w II i III kwartale 2009 roku nie należy się spodziewać znaczącego postępu w ich implementacji*

W ramach debaty publicznej dotyczącej sposobów przeciwdziałania spowolnieniu gospodarczemu często pada stwierdzenie, iż głównym mechanizmem pobudzania koniunktury gospodarczej w czasach kryzysu powinny stać się programy operacyjne finansowane ze środków UE. Tezę tę wysunął również rząd. W rządowym „Planie stabilności i rozwoju” zapisano: „W wyniku intensywnych konsultacji z resortami [...] stworzono możliwość wzrostu wydatkowania środków z poziomu poniżej 10 mld zł do poziomu 16,8 mld zł wydatków kwalifikowanych – certyfikowanych przez KE do końca 2009 roku. Jednocześnie podjęte zostaną kroki w celu zwiększenia ich faktycznej realizacji do nawet 21,4 mld zł” (strona 11). Podobnie w planie działań antykryzysowych Ministerstwa Gospodarki zapisano, iż „większa absorpcja środków z funduszy europejskich powinna przyczynić się do wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce” (strona 5). Rząd zakłada więc, że do końca 2009 roku zostanie wydanych ok. 17 mld zł ze środków dostępnych w perspektywie finansowej 2007–2013. We wspomnianym dokumencie nie precyzuje się jednak, czy chodzi tu o środki faktycznie wydane, czy też może o wartość umów podpisanych z beneficjentami. Założyć należy jednak, że powinno chodzić o rzeczywiste wydatkowanie funduszy. W takim przypadku realność tego postulatu powinna stać się przedmiotem rzetelnej oceny.

Przed podaniem jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o możliwość realizacji zamierzeń rządu w obszarze wydatkowania funduszy UE warto przeanalizować dotychczasowe postępy we wdrażaniu programów operacyjnych. Wg informacji Ministerstwa Rozwoju Regionalnego do końca 2008 roku złożono ponad 39,3 tys. wniosków o dofinansowanie na całkowitą kwotę ponad 70,3 mld zł, podpisano zaś 6 588 umów na łączną kwotę ok. 8,8 mld zł. Do końca 2008 roku wartość wydatków wykazanych przez beneficjentów we wnioskach o płatność i uznanych za kwalifikowalne wyniosła ponad 1,1 mld zł (szczegółowe dane prezentuje tabela 8.1). Dane dostępne w chwili zamykania Raportu wskazują, iż wartość wydatków uznanych za kwalifikowalne w części współfinansowanej przez UE rośnie i osiągnęła ok. 1,5 mld zł (stan na 15 marca br.), co nie zmienia faktu niskiego wydatkowania funduszy europejskich.

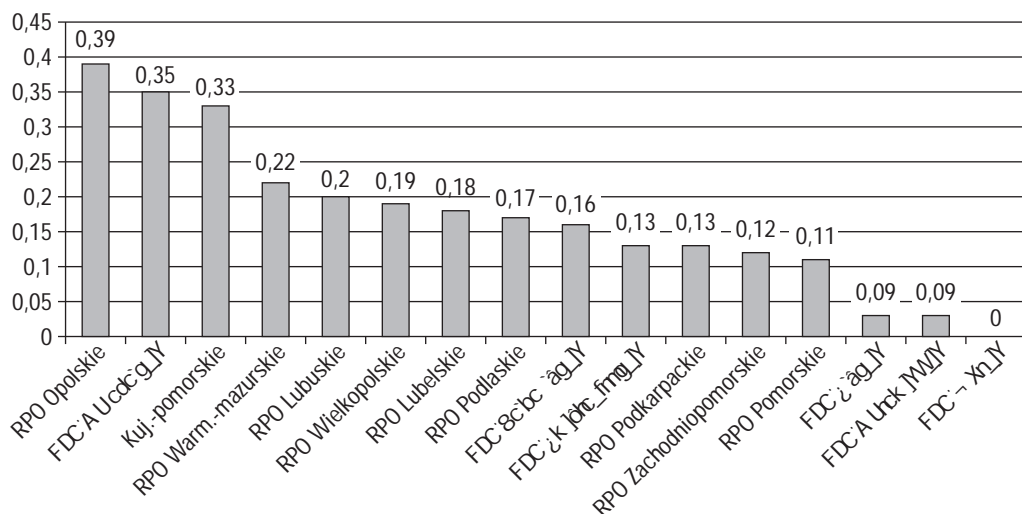
W tym samym okresie w ramach regionalnych programów operacyjnych przekazano beneficjentom 105 mln zł, a więc 0,15% dostępnej alokacji na lata 2007–2013. Oznacza to, że również w ramach RPO – podobnie jak w przypadku programów krajowych – wykorzystanie funduszy jest niskie. W przypadku RPO można zaobserwować jednak stosunkowo duże zróżnicowanie regionalne w poziomach absorpcji – są regiony, gdzie wykorzystanie środków UE zdecydowanie przewyższa średnią krajową, ale są również i takie, gdzie do końca 2008 roku nie przekazano beneficjentom ani jednej złotówki dotacji.

Tabela 8.1. Wydatkowanie środków z krajowych programów operacyjnych w ramach perspektywy 2007–2013

Programy Operacyjne	Wnioski o dofinansowanie po ocenie formalnej	Umowy o dofinansowanie		Wnioski o płatność	
	Wartość (dofinansowanie unijne i krajowe) mln PLN	Dofinansowanie UE (mln PLN)	Poziom wykorzystania alokacji na lata 2007–2013 (w %)	Wartość wydatków uznanych za kwalifikowalne (mln PLN)	Poziom wykorzystania alokacji na lata 2007–2013 (w %)
PO IG	17 915	1 496	4,37	0,1	0,0004
PO IiŚ	9 450	44	0,04	0	0
PO KL	26 854	4 823	11,98	906	1,78
PO PT	393	366	17,09	72	2,89
PO RPW	424	329	3,5	6	0,06
Razem krajowe	55 037	7 059	3,5	986	0,41

Źródło: MRR (informacja za XII.08)

Rysunek 8.1. Wartość środków uznanych do refundacji (w części UE) jako procent wykorzystania alokacji w poszczególnych RPO



Źródło: MRR (informacja za XII.08)

Ostatnie dane cząstkowe opublikowane przez MRR wskazują na rosnący poziom wykorzystania funduszy, ale stopa wzrostu w poszczególnych tygodniach jest właściwie taka sama, a więc nie można odnotować na razie przyspieszenia w wydatkowaniu środków. Zakładając, iż przeciętnie w ciągu miesiąca do beneficjentów będzie trafiało 349 mln zł (tyle otrzymali w lutym br.), to na koniec bieżącego roku beneficjenci otrzymają jedynie ok. 5 mld zł w ramach programów operacyjnych. To niewiele, gdy porówna się ten poziom transferów ze środkami dostępnymi Polsce na lata 2007–2008 w ramach krajowych programów operacyjnych (11,6 mld euro). Wyliczona powyżej szacunkowa kwota jest również niewielka w porównaniu z założeniami „Planu stabilności i rozwoju”. Jeśli do końca 2009 roku miałyby zrealizować cel Planu (wypłata środków w kwocie ok. 17 mld zł), to w najbliższych miesiącach miesięczne transfery dla beneficjentów powinny wzrosnąć do ponad 1 mld zł, a więc trzykrotnie więcej niż wartość transferów z lutego br. Tak istotne przyspieszenie wydatkowania środków UE jest obecnie mało prawdopodobne.



*Światowy kryzys i związana z nim niepewność stanowi nową barierę w absorpcji środków UE, bowiem przedsiębiorcy wstrzymują się ze składaniem wniosków; nie powinno to jednak znacząco utrudniać wdrażania programów UE, ale w sytuacji dalszego pogorszenia koniunktury może cały proces absorpcji opóźnić tak, że potrzebne będą działania zaradcze państwa (m.in. poręczenia, pożyczki, itp.)*

W ostatnich tygodniach rząd podjął szereg działań mających przyspieszyć wdrażanie programów UE. W pakiecie zmian zaproponowanych przez MRR znalazły się m.in. ułatwienia w pozyskiwaniu zaliczek przez przedsiębiorstwa na projekty finansowane ze środków UE. Skrócono ponadto procedury oceny wpływu projektów na środowisko oraz uproszczono szereg przepisów szczegółowych. Niestety, w wielu obszarach nie podjęto odpowiednich działań, m.in. nie wprowadzono dalszych uproszczeń w ustawie „Prawo zamówień publicznych”, jak również nie wykonano przeglądu całości Kodeksu Postępowania Administracyjnego pod względem oddziaływania poszczególnych przepisów na proces wdrażania programów. Wydaje się również, że zabrakło działań tworzących pozytywną strukturę bodźców dla administrujących procesem absorpcji funduszy UE (m.in. silnego uzależnienia poziomu wynagrodzeń od efektów, wprowadzenia zarządzania poprzez cele, a także realizacji wielu działań na zasadach PPP). Tylko działania kompleksowe zmierzające do usprawnienia całości systemu zarządzania środkami UE będą mogły wydatnie przyspieszyć wdrażanie programów UE. Działania te są niezbędne również dlatego, że proces wydatkowania funduszy jest obecnie wolniejszy niż w poprzedniej perspektywie.

Lista barier we wdrażaniu programów UE, o których pisano kilkakrotnie w poprzednich edycjach Raportu, rozszerzyła się o nowe, co dodatkowo może obniżyć poziom absorpcji. W sytuacji kryzysu przedsiębiorcy coraz częściej wstrzymują się z decyzjami inwestycyjnymi, o czym świadczy m.in. spadający poziom inwestycji. Odkładanie tych decyzji może również oznaczać wstrzymanie się z aplikowaniem o środki z programów UE. Empirycznym potwierdzeniem tej tezy byłby spadek liczby wniosków aplikacyjnych. Pierwsze zwiastuny tego zjawiska można już obserwować – w styczniu złożono 3734 wniosków o dofinansowanie, natomiast w lutym już tylko 2874 (z kolei w pierwszej połowie marca złożono ich 2420, a więc można zakładać, że w marcu osiągnięty zostanie poziom ze stycznia). W chwili zamykania Raportu brak było dostępnych danych wskazujących na działania, w ramach których wniosków było najwięcej; jednak wcześniejsze obserwacje, jak też analiza aktualnie prowadzonych naborów, każą przypuszczać, że w dużej części są to wnioski w ramach PO KL, a nie projekty *stricte* inwestycyjne. Jeśli obserwowany w lutym spadek liczby składanych wniosków aplikacyjnych miałyby się powtórzyć w kolejnych miesiącach, to będzie to znaczyło, że w wyniku gorszej koniunktury firmy wstrzymują się z decyzjami aplikacyjnymi. Jest to prawdopodobne w świetle doświadczeń poprzedniej perspektywy finansowej, gdy napływ wniosków o dofinansowanie z funduszy UE został poprzedzony istotną poprawą koniunktury. Obecnie możemy się spodziewać, że istotny wzrost liczby wniosków nastąpi dopiero wówczas, gdy pojawią się jednoznaczne sygnały zwiastujące poprawę sytuacji gospodarczej.

*Przy gorszej koniunkturze szczególnego znaczenia nabierają duże projekty infrastrukturalne, stąd konieczne jest podjęcie szeregu inicjatyw na rzecz ich redukcji lub całkowitej eliminacji; gorsza koniunktura sprawi, że części z tych projektów będzie musiała być realizowana bezpośrednio przez państwo, a nie przez podmioty prywatne*

Powyżej rozpatrywano spadek skłonności przedsiębiorstw do aplikowania o środki UE, co wiązało się z pogorszeniem koniunktury. W takim przypadku, aby podtrzymać proces wykorzystania funduszy oraz by chociaż w minimalnym stopniu oddziaływać poprzez fundusze na poziom inwestycji w całej gospodarce należałoby znacząco podnieść stopień wykorzystania środków w ramach dużych projektów infrastrukturalnych. Takie też są zamierzenia MRR, które wysoki poziom absorpcji chce właśnie osiągnąć poprzez realizację dużych, kluczowych projektów. W sytuacji gorszej koniunktury jest to dobra strategia, gdyż:

- można ją uznać za popytowy mechanizm stymulowania wzrostu, który jest w zdecydowanej części finansowany spoza budżetu państwa (przez fundusze UE);

- ❑ duże projekty będą pozytywnie oddziaływały na podwykonawców; dzięki nowym zamówieniom ich sytuacja może ulec poprawie, a w rezultacie będą oni skłonni bardziej sięgać po fundusze UE skierowane bezpośrednio do MSP;
- ❑ zrealizowane duże projekty infrastrukturalne, poprzez np. obniżenie kosztów handlu, będą tworzyły podstawy szybszego wzrostu gospodarczego.

Warunkiem koniecznym wystąpienia tych korzystnych zjawisk jest taka zmiana systemu realizacji projektów UE, aby jej czas uległ istotnemu skróceniu. Ważne jest również to, aby projektując mechanizm realizacji danego projektu kierować się tym, co w danym momencie dzieje się na rynku. W sytuacji kryzysu, gdy banki niechętnie udzielają kredytów, trudno liczyć, aby mechanizm, w którym to państwo finansuje, a podmioty prywatne odpowiadają za realizację, mógł być skuteczny. Dobrym przykładem jest tutaj budowa odcinka autostrady A2 Stryków–Konotopa, gdzie najpierw rozpisano postępowanie przetargowe, podjęto negocjacje z dwoma oferentami, a następnie podmioty te wycofały się z procedury, gdyż nie uzyskały odpowiednich gwarancji od instytucji finansowych na kredytowanie inwestycji. W rezultacie rozpoczęcie budowy tego kluczowego odcinka autostrady może opóźnić się o rok. Wobec zaistniałej sytuacji większe bezpośrednie zaangażowanie państwa w projekty infrastrukturalne należy uznać za zasadne.

Kończąc analizę wykorzystania funduszy UE warto zauważyć, że nawet ich pełne wykorzystanie najprawdopodobniej nie będzie wystarczające, aby w sposób trwały wpłynąć na stan koniunktury. Dobrym przykładem są tu inwestycje, których roczna wartość w polskiej gospodarce oscyluje wokół ok. 250 mld zł (w 2008 roku stopa inwestycji wyniosła 22%). W porównaniu z tą kwotą roczne alokacje funduszy UE są niewielkie. Zakładając nawet, że w 2009 roku do beneficjentów trafi 15 mld środków UE, będzie to stanowiło jedynie ok. 7% całkowitej wartości inwestycji w gospodarce. Oczywiście często inwestycje finansowane ze środków UE są katalizatorem większych projektów inwestycyjnych, ale przy gorszej koniunkturze należy się spodziewać, że efekt ten będzie słabszy niż w fazie wzrostu. W sytuacji dobrej koniunktury firmy często budowały wokół projektu finansowanego z funduszy UE większe strategie inwestycyjne, natomiast obecnie należy się spodziewać, że mogą wyłącznie pozostać przy działaniach bezpośrednio finansowanych z UE.

*W europejskiej debacie nad sposobami wyjścia z kryzysu Polska powinna przede wszystkim opowiadać się przeciw protekcjonizmowi i bronić wspólnego rynku*

Główną korzyścią dla Polski z członkostwa w Unii Europejskiej jest udział we wspólnym rynku, co z jednej strony umożliwi dostęp naszych firm do dużego obszaru zbytu, a z drugiej umożliwi lokowanie w Polsce działalności produkcyjnej przez firmy zagraniczne. Efekt pro wzrostowy udziału we wspólnym rynku jest większy niż efekt napływu funduszy UE, chociaż ten pierwszy jest trudniejszy do ilościowej estymacji. W interesie Polski jest zachowanie fundamentalnej dla UE zasady swobodnego przepływu kapitału. Nie można zgodzić się na takie mechanizmy przeciwdziałania kryzysowi, gdzie stosowane byłoby kryterium narodowe. Ich dobrym przykładem była np. propozycja N. Sarkozy'ego, aby wspierać jedynie te koncerny samochodowe, które posiadają fabryki we Francji. W tym kontekście strategia europejska Polski na najbliższe miesiące powinna koncentrować się na obronie wspólnego rynku, czego wyrazem powinno być wsparcie udzielane instytucjom wspólnotowym (m.in. Komisji Europejskiej) w ich zabiegach o przestrzeganie prawa europejskiego. Takie stanowisko powinno być też prezentowane w debacie budżetowej, a także na innych forach UE. Niektóre państwa (m.in. Francja) podejmą najprawdopodobniej próby wywarcia nacisków na strony debaty budżetowej, aby te formułując propozycje reform wyraziły akceptację na płacenie większymi transferami za zgodę poszczególnych krajów (optujących za większym protekcjonizmem) dla utrzymania wspólnego rynku w obecnym kształcie. Takiej propozycji Polska powinna zdecydowanie się sprzeciwić. Dotychczasowe doświadczenia wskazują wręcz, iż w interesie Polski leżałoby nawet niewielkie zmniejszenie transferów w zamian za dalsze pogłębianie wspólnego rynku i znoszenie protekcjonizmu. Warto, aby ten wątek został w krajowej debacie publicznej podniesiony.

# 9. ANEKS

## 9.1. 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 dodatkowo ewentualne interakcje między zmiennymi, zachowanie modelowanego zbioru zmiennych uzależnia się od zachowania w przeszłości wszystkich modelowanych zmiennych.

Modelowanie zjawisk ekonomicznych za pomocą modeli VAR określa się niekiedy jako modelowanie ateoretyczne, ponieważ teorię ekonomii używa się jedynie na poziomie doboru zmiennych do modelu. Równania używane w procesie estymacji są równaniami formy zredukowanej i nie mają interpretacji ekonomicznej. Możliwe jest jednak badanie własności dynamicznych modelu VAR i testowanie zgodność tych własności z ogólnie przyjętymi teoriami ekonomicznymi. Większość źródeł opisujących zastosowanie VAR-ów w modelach makroekonomicznych podkreśla, że prognozy uzyskane z ich pomocą mają krótkookresowy charakter. Wynika to z faktu, iż estymacja modeli o ograniczonej długości szeregów czasowych napotyka na trudności, które można rozwiązać jedynie redukując liczbę zmiennych. Ponadto w modelach VAR-owskich używa się zwykle niewielu opóźnień, co również wynika z zazwyczaj krótkich szeregów czasowych, jakimi się dysponuje. Nie zmienia to jednak faktu, że pomimo tych właściwości modele VAR są stosowane powszechnie, zarówno do tworzenia prognoz, jak i do weryfikacji skutków polityki gospodarczej.

Współczesna teoria modelowania szeregów czasowych umożliwia wprowadzenie do modelu VAR zidentyfikowanych, długookresowych i strukturalnych zależności między zmiennymi. Można tego dokonać w ramach tzw. modelu korekty błędem VECM, który umożliwia modelowanie części zaobserwowanej dynamiki jako dynamiki dostosowań do długookresowego stanu równowagi. W modelu INE PAN podejście to zostało zastosowane w odniesieniu do części zmiennych realnych.

W praktyce niemożliwe jest łączne modelowanie wszystkich zmiennych ekonomicznych w ramach jednego modelu VAR, ponieważ oznaczałoby to konieczność szacowania zbyt wielu parametrów w stosunku do ograniczonej liczby obserwacji. Z tego powodu szacuje się mniejsze modele, które prognozują zachowanie grup silnie powiązanych zmiennych. Prognozy INE PAN opierają się na kilku modelach cząstkowych, z których każdy uwzględnia trzy lub cztery zmienne. W niniejszym Raporcie wprowadzono do modelu korektę w postaci dokładnego bilansowania kategorii dochodu narodowego.

Modele stosowane do generowania prognoz ulegają ciągłemu doskonaleniu. W porównaniu z poprzednimi edycjami starano się w większym stopniu wykorzystać teorię ekonomii na etapie doboru zmiennych i ich podziału między modele cząstkowe. Wprowadzono także założenie związane z egzogenicznością zmiennych, co umożliwiło wykorzystanie parametrów wygenerowanych w jednym modelu do tworzenia prognoz z użyciem innego modelu cząstkowego.

Modele, na podstawie których oparte są prognozy INE PAN, zbudowane są na danych kwartalnych (od I kwartału 1994 do IV kwartału 2008 roku). W przypadku niektórych zmiennych do tworzenia prognoz korzystano również z danych miesięcznych. Zmiany w doborze prognozowanych zmiennych, jakie zaszły w stosunku do wcześniejszych edycji Raportu, spowodowane były chęcią doboru takiego zbioru parametrów, które pozwalają na łatwą interpretację ekonomiczną i dobrze obrazują sytuację gospodarczą Polski.

Prognoza stopy procentowej została stworzona na podstawie opinii eksperckich. Z doświadczeń poprzednich edycji Raportu wynikało, że ten sposób generowania prognoz jest najlepszy, co związane jest z częściowo politycznym mechanizmem podejmowania decyzji przez Radę Polityki Pieniężnej.



## 9.2. TABELA STATYSTYCZNA

Lata	Kwar- taly	Produkt narodowy brutto				Wzrost realny (analogiczny okres roku poprzedniego = 100%)	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
2002	I	187 640,4	1 633,1	453,6	100,6	21,6	25,8	41,1	20,3	45,5	
	II	198 114,3	1 724,2	430,0	100,9	44,8	48,6	62,5	19,9	43,5	
	III	200 319,3	1 743,4	427,3	101,9	71,5	72,1	74,4	19,8	43,2	
	IV	222 504,4	1 936,5	484,1	102,2	98,9	98,8	98,5	19,7	43,6	
2003	I	193 842,5	1 687,1	403,6	102,4	21,4	25,1	40,0	20,6	46,5	
	II	207 307,1	1 804,2	414,8	104,0	46,2	49,2	61,5	19,4	43,2	
	III	208 268,4	1 812,6	409,2	104,2	70,2	73,2	85,4	19,4	41,9	
	IV	233 738,2	2 034,3	440,3	104,7	97,7	97,3	95,5	19,3	41,1	
2004	I	213 035,6	1 854,1	387,9	106,9	23,3	23,9	26,1	20,7	45,9	
	II	224 806,1	1 956,5	417,2	106,0	48,2	47,2	43,9	19,1	42,2	
	III	228 044,8	1 984,7	448,0	104,8	73,1	71,0	63,9	18,2	38,9	
	IV	258 651,1	2 251,1	530,5	104,0	101,1	99,6	91,6	18,0	37,3	
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	269 686,0	2 347,1	603,9	107,4	24,3	23,4	16,1	11,3	25,6	
	II	282 591,4	2 459,5	646,7	106,5	50,4	45,9	12,3	9,6	21,6	
	III	290 657,7	2 529,7	667,6	106,5	76,4	67,5	b.d.	9,0	20,7	
	IV	332 331,2	2 892,4	791,3	106,5	103,1	97,7	56,4	8,5	18,7	
2008	I	295 334,5	2 570,4	718,8	106,0	23,4	20,3	b.d.	8,1	18,9	
	II	309 900,2	2 697,1	791,2	105,8	45,3	42,4	12,8	7,1	17,0	
	III	312 103,7	2 716,3	821,5	104,8	68,3	63,6	15,5	6,6	16,1	
	IV	349 262,0	3 039,7	805,3	102,9	90,1	90,2	90,8	6,7	17,1	

**TABELA STATYSTYCZNA CD.**

Lata	Kwar- taly	Stosunki z zagranicą					Wynagrodzenia			Ceny		Pieniądz	
		Kurs z/euro	Kurs zł/USD	Saldo wymiany handlowej z zagranicą* (w % PKB)	Rachunek bieżą- cy bilansu płatni- czego (w % PKB)	Terms of Trade	Średnia płaca nominalna brutto	Średnia płaca brutto w prze- liczeniu na euro	Zmiana indek- su cen kon- sumpcyjnych CPI	Zmiana indeksu cen produkcji sprzedanej prze- mysłu PPI	Stopa refe- rencyjna**	Wzrost (w %) podaż pienią- dza (M3)	
2002	I	3,60	4,13	-4,2	-3,7	106,1	2 155,5	598,8	103,4	100,2	10,00	3,8	
	II	4,01	4,04	-3,8	-3,6	105,3	2 062,0	514,2	102,1	100,7	8,50	3,2	
	III	4,08	4,15	-2,7	-1,6	99,0	2 095,8	513,7	101,3	101,4	7,50	-0,9	
	IV	4,00	4,00	-3,1	-2,3	101,1	2 225,4	556,4	100,9	101,9	6,75	-1,1	
2003	I	4,18	3,90	-4,1	-3,9	96,2	2 228,7	533,2	100,5	103,0	6,00	1,4	
	II	4,35	3,84	-2,0	-2,7	96,6	2 141,0	492,2	100,5	102,2	5,25	2,0	
	III	4,43	3,94	-2,2	-1,7	96,6	2 160,0	487,6	100,8	101,9	5,25	3,6	
	IV	4,62	3,89	-2,1	-2,0	96,7	2 276,8	492,8	101,5	103,4	5,25	5,8	
2004	I	4,78	3,82	-2,2	-4,9	99,5	2 332,2	487,9	101,6	104,4	5,25	6,2	
	II	4,69	3,89	-3,3	-5,8	106,8	2 230,5	475,6	103,3	108,8	5,25	7,6	
	III	4,43	3,62	-2,3	-3,9	107,3	2 269,9	512,4	104,5	108,3	6,50	7,3	
	IV	4,24	3,28	-0,4	-2,0	107,4	2 405,5	566,9	104,4	106,5	6,50	9,4	
2005	I	4,03	3,07	0,0	-1,1	103,5	2 415,5	599,3	103,6	103,3	6,00	13,1	
	II	4,13	3,28	-0,3	-0,5	100,6	2 318,5	561,2	102,3	100,1	5,00	13,5	
	III	4,02	3,29	-0,7	-1,5	99,2	2 347,2	583,6	101,6	99,8	4,75	14,9	
	IV	3,92	3,29	-0,4	-1,7	97,1	2 528,6	645,4	101,1	99,6	4,50	13,1	
2006	I	3,83	3,19	-1,2	-2,6	98,8	2 530,2	660,2	100,6	100,6	4,00	10,9	
	II	3,94	3,14	-1,8	-2,3	96,5	2 427,3	615,6	100,8	102,3	4,00	12,2	
	III	3,96	3,10	-2,3	-2,0	100,4	2 464,7	623,0	101,4	103,5	4,00	13,4	
	IV	3,85	2,98	-1,9	-3,8	103,3	2 662,5	691,8	101,3	102,8	4,00	16,0	
2007	I	3,89	2,97	-2,3	-4,2	101,7	2 709,1	697,0	102,0	103,3	4,00	18,0	
	II	3,80	2,82	-3,3	-5,4	103,0	2 644,3	695,3	102,4	102,0	4,50	14,7	
	III	3,79	2,76	-2,9	-4,0	104,5	2 703,4	713,5	102,0	101,2	4,75	14,4	
	IV	3,66	2,52	-2,8	-5,0	99,1	2 899,8	793,4	103,5	101,9	5,00	13,4	
2008	I	3,58	2,39	-2,9	-5,7	100,4	2 984,0	834,5	104,1	102,6	5,75	13,6	
	II	3,41	2,18	-3,3	-6,1	99,4	2 951,4	865,7	104,3	102,1	6,00	16,3	
	III	3,31	2,20	-3,6	-4,6	98,5	2 968,6	897,8	104,7	101,7	6,00	17,3	
	IV	3,77	2,86	-3,7	-5,5	97,5	3 096,6	820,4	103,8	102,4	5,00	18,6	

\* Według GUS (PKB – Popyt Krajowy)/PKB; \*\* według NBP, koniec kwartalu