Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 21

LISTOPAD 2012

ISSN 1644-5430

Warszawa

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 21 LISTOPAD 2012

Warszawa

Raport „Gospodarka Polski – Prognozy i Opinie" listopad 2012

(Numer został zamknięty 27 września 2012 r.)

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

REDAKCJA:
Władysława Czech-Matuszewska

Raport drukowany jest wersją pierwotną czasopisma

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

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

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

Polska gospodarka spowalnia. Gwałtownie skurczył się popyt krajowy, zmniejszyły się zapasy, obniżyło się tempo wzrostu inwestycji i konsumpcji. Wzrost gospodarczy podtrzymuje eksport netto dzięki malejącemu importowi i rosnącemu eksportowi. Co będzie dalej? Czy polskiej gospodarce grozi recesja? Czy nadchodzący rok będzie gorszy niż rok 2009, kiedy tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się do 1,6%? Wiele na to wskazuje, że tak. Trzy lata temu nastąpiło relatywnie silne załamanie w gospodarce światowej, ale polska gospodarka wyszła z kryzysu obronną ręką. Stało się tak dzięki działaniu swego rodzaju amortyzatorów – wcześniejszemu obniżeniu składki rentowej, co wzmocniło konsumpcję, inwestycjom publicznym finansowanym ze środków unijnych i silnemu osłabieniu złotego. Teraz sytuacja wygląda inaczej. Spowolnienie w gospodarce światowej jest – jak do tej pory – mniejsze niż podczas poprzedniej fali kryzysu, ale tym razem polska gospodarka nie jest już tak odporna na kryzys. Postępuje konsolidacja finansów publicznych, podniesiono składki rentowe i podatek VAT, zmniejszyły się inwestycje publiczne finansowane ze środków unijnych, złoty jest silniejszy, co działa na niekorzyść eksporterów. Nie można liczyć na konsumpcję prywatną ze względu na trudną sytuację na rynku pracy, stagnację siły nabywczej wynagrodzeń oraz minorowe nastroje konsumentów. Wiele będzie zależało od tego, co się wydarzy w strefie euro, z którą Polska jest silnie powiązana. Jeśli recesja w Europie Zachodniej będzie miała charakter przejściowy, wówczas Polska szybko powróci na ścieżkę wzrostu. Jeśli wystąpi czarny scenariusz i któryś z krajów członkowskich zbankrutuje, wówczas negatywne tendencje ulegną wzmocnieniu. To wszystko powoduje, iż rokowania na nadchodzące kwartały są mało optymistyczne. Co zatem należy zrobić, żeby uniknąć recesji? Możliwości oddziaływania na gospodarkę są ograniczone. Ekspansja fiskalna w poprzednich latach doprowadziła do wzrostu deficytu sektora finansów publicznych i teraz minister finansów stoi przed koniecznością jego obniżenia. Ewentualne zahamowanie procesu konsolidacji grozi utratą wiarygodności i wzrostem kosztów obsługi długu publicznego. W przypadku polityki monetarnej barierą jest utrzymywanie się relatywnie wysokiej inflacji oraz możliwość gwałtownego osłabienia złotego. Pozostają działania o charakterze strukturalnym i znoszenie barier administracyjnych krępujących przedsiębiorczość.

Krzysztof Bartosik

SPIS TREŚCI

1. Prognozy INE PAN – *Katarzyna Lada, Jerzy Mycielski* 6
   1.1. Produkt krajowy brutto 6
   1.2. Rynek pracy 9
   1.3. Stopa procentowa i inflacja 10

2. Sytuacja makroekonomiczna – *Cezary Wójcik* 12

3. Sektor gospodarstw domowych – *Krzysztof Bartosik* 17
   3.1. Konsumpcja 17
   3.2. Wynagrodzenia 19
   3.3. Rynek pracy 21

4. Sektor przedsiębiorstw 25
   4.1. Wyniki finansowe i inwestycje przedsiębiorstw – *Magdalena Olender-Skorek* 25
   4.2. Infrastruktura – *Michał Zajfert* 29

5. Sektor finansów publicznych – *Ignacy Morawski* 33

6. Sektor finansowy 38
   6.1. Sektor bankowy – *Stanisław Kubielas* 38
   6.2. Giełda – *Lesław Pietrewicz* 44

7. Uwarunkowania międzynarodowe – *Sylwia Zajączkowska-Jakimiak* 50

8. Polska w Unii Europejskiej. Nierozwiązanego kryzysu ciąg dalszy – *Łukasz Hardt* 57

9. Aneks 62
   9.1. Metodologia generowania prognoz 62
   9.2. Tabela statystyczna 63

Katarzyna Lada[*]
Jerzy Mycielski[**]

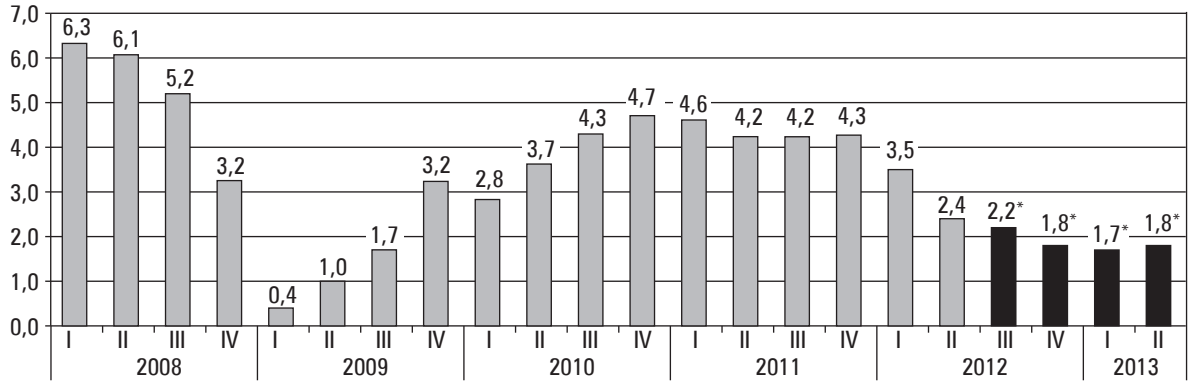
1. PROGNOZY INE PAN[1]

1.1. PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

W najbliższych czterech kwartałach oczekujemy dalszego spadku tempa wzrostu PKB do poziomu 1,8% na koniec 2013 roku. Spadek związany jest z przewidywaniami dotyczącymi drugiej fali kryzysu w Polsce, która zgodnie z oczekiwaniami INE PAN będzie znacznie bardziej odczuwalna niż pierwsza.

W nadchodzących kwartałach spodziewamy się znacznych turbulencji w polskiej gospodarce związanych z drugą falą kryzysu. W skali globalnej w ostatnim okresie miały (i nadal mają) miejsce istotne zaburzenia gospodarcze. Spowalnia wzrost gospodarczy w Chinach i na innych kluczowych rynkach wschodzących, niestabilna jest dynamika gospodarcza w USA oraz w strefie euro. Zdaniem INE PAN, istnieje duże prawdopodobieństwo, że zły stan gospodarki światowej nie pozostanie bez wpływu na Polskę. Ponadto zakładamy, że wpływ ten będzie silniejszy niż to było w latach 2007–2010 m. in. ze względu na trudną sytuację wewnętrzną. Budżet państwa wymaga konsolidacji (choć w obliczu nasilającego się spowolnienia tempo konsolidacji może być nieco wolniejsze niż zakładano pierwotnie), deficyt finansów publicznych oscyluje powyżej granicy 3% PKB, a inwestycje publiczne związane z funduszami unijnymi powoli wygasają. W konsekwencji szacujemy, że w III kwartale 2012 r. nastąpił spadek tempa wzrostu PKB do poziomu 2,2%, a w IV kwartale tempo to wyniesie zaledwie 1,8%. Pierwsza połowa 2013 r. przyniesie wzrost PKB na poziomie ok. 1,8% (rys. 1.1).

Rysunek 1.1. **Tempo wzrostu PKB[a] w latach 2008–2013**



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

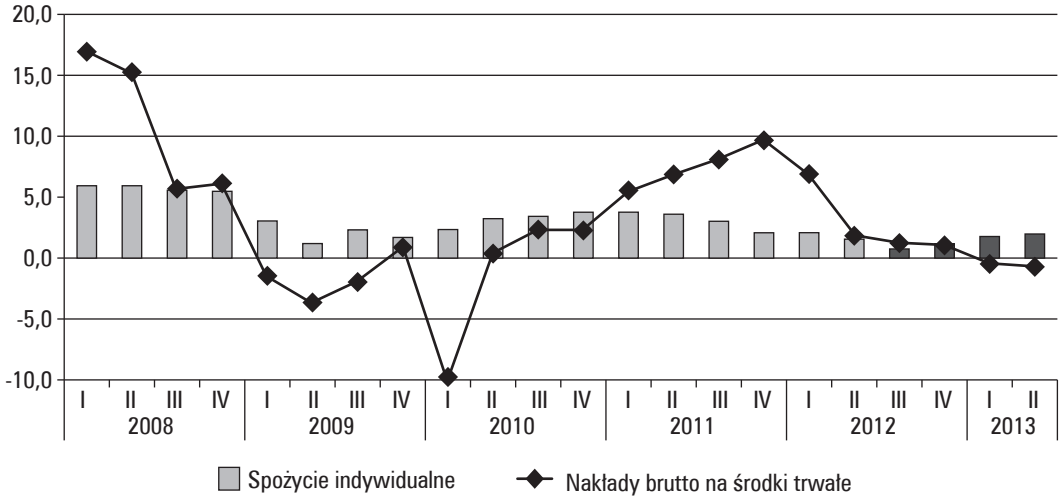
Źródło: GUS, INE PAN.

[*] Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych.
[**] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.
[1] Autorzy dziękują za pomoc Krzysztofowi Bartosikowi, Cezarowi Wójcikowi oraz Sylwii Zajączkowskiej.

Analiza poszczególnych komponentów PKB od strony popytowej wskazuje na znaczne osłabienie wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Według szacunków INE PAN w III kwartale br. nastąpił realny spadek popytu krajowego o 0,2%. W kolejnych trzech kwartałach sytuacja będzie podobna – popyt krajowy będzie spadać realnie w każdym kwartale o ok. 0,3%. Znacznie spadnie tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Te negatywne tendencje pogłębiać będzie prognozowany spadek dynamiki produkcji przemysłowej oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy, w znacznej mierze spowodowane ubywaniem sezonowych miejsc pracy. Ponadto wskaźniki koniunktury konsumenckiej są na niskim poziomie, co świadczy o utrzymywaniu się niepewności gospodarstw domowych. Zgodnie z szacunkami INE PAN, w III kwartale br. spożycie indywidualne wzrosło realnie zaledwie o 0,7%, natomiast w IV kwartale nastąpi realny wzrost o 1,2%. W dłuższej perspektywie na konsumpcję będzie wpływać niekorzystnie podwyżka podatków wynikająca z zamrożenia progów podatkowych i planowanej przez rząd likwidacji ulg w podatku dochodowym dla ludności (m.in. ulga internetowa) oraz – jak przewiduje projekt budżetu na przyszły rok – zamrożenie płac w sferze budżetowej. W pierwszej połowie 2013 r. należy się spodziewać realnego wzrostu spożycia indywidualnego na poziomie 1,8–1,9%.

Szczególnie negatywnym czynnikiem z punktu widzenia perspektyw długookresowego rozwoju gospodarki polskiej jest przewidywany znaczny spadek tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Niemniej jednak należy podkreślić, że na przyszłe wyniki koniunktury gospodarczej także będzie miało istotny wpływ dalsze kształtowanie się zapasów – zmiennej, której prognozy obarczone są największą niepewnością. Szacunkowa ocena wielkości nakładów brutto na środki trwałe w III kwartale br. wskazuje na ich realny wzrost o ok. 1,3%. W ostatnim kwartale roku wzrost ten wyniesie 1,1%, natomiast rok 2013 przyniesie realne spadki tej kategorii popytu krajowego. Prognozujemy, że w I kwartale 2013 r. nastąpi realny spadek nakładów o 0,4%, a w II kwartale realna wartość nakładów spadnie o 0,7%.

Rysunek 1.2. **Tempo wzrostu spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe w latach 2008–2013**



Uwaga: III i IV kw. 2012 i I i II kw. 2013 – Prognoza INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

W związku ze spadkiem popytu krajowego prognozujemy poprawę bilansu handlowego, związanego ze słabą dynamiką importu. Z drugiej strony widzimy także zagrożenia po stronie eksportu. Zasadniczym zagrożeniem jest pogarszająca się koniunktura głównych partnerów handlowych (w szczególności Niemiec) i przesłanki na temat kontynuacji negatywnych trendów. Dodatkowo znaczenie dla perspektyw handlu zagranicznego ma niewątpliwie wysokie bezrobocie, zadłużenie gospodarstw domowych, a także zaostrzenie kryzysu w Grecji, Hiszpanii i na Cyprze. Niemniej jednak, należy podkreślić, że wpływ na bilans handlowy będzie mieć także obarczona ogromną niepewnością reakcja kursu złotego na zmiany koniunktury gospodarczej w kraju i za granicą.

Zdając sobie sprawę z wymienionych powyżej zagrożeń realizacji prognozy, przewidujemy stabilny wzrost eksportu na poziomie ok. 6% oraz tempo wzrostu importu nie przekraczające 2%.

Zgodnie z szacunkami INE PAN, w III kwartale br. nastąpił wzrost eksportu o 5,3%, natomiast import wzrósł o 0,3%. W IV kwartale należy spodziewać się szybszego wzrostu eksportu na poziomie 6,1% oraz wzrostu importu na poziomie zaledwie 1,3%. W pierwszej połowie 2013 r. bilans handlowy pozostanie dodatni. Prognozujemy realny wzrost eksportu na poziomie ok. 6%, natomiast import powinien rosnąć w tempie 1,6% oraz 2%, odpowiednio w I i II kw. 2013 roku.

Tabela 1.1. **Tempo wzrostu produktu krajowego brutto i jego determinanty w latach 2010–2013**

Rok/Kwartał		Spożycie indywidualne[a]	Nakłady brutto na środki trwałe[a]	Popyt krajowy[a]	PKB[a]	Export[b]	Import[b]
2010	I	2,3	–10,2	2,2	2,8	11,3	9,7
	II	3,2	0,5	4,6	3,7	17,0	19,8
	III	3,4	2,3	5,0	4,3	10,7	12,3
	IV	3,7	2,2	6,3	4,7	9,6	13,8
2011	I	3,7	5,4	4,3	4,6	9,2	8,6
	II	3,6	6,8	4,2	4,2	4,4	4,4
	III	3,0	8,1	2,9	4,2	8,6	5,4
	IV	2,1	9,7	3,2	4,3	7,9	5,0
2012	I	2,1	6,7	2,7	3,5	4,8	3,2
	II	1,5	1,9	–0,2	2,4	3,6	–2,0
	III*	**0,7**	**1,3**	**–0,2**	**2,2**	**5,3**	**0,3**
	IV*	**1,2**	**1,1**	**–0,3**	**1,8**	**6,1**	**1,3**
2013	**I***	**1,8**	**–0,4**	**–0,4**	**1,7**	**6,0**	**1,6**
	II*	**1,9**	**–0,7**	**–0,3**	**1,8**	**6,3**	**2,0**

[a] W wyrażeniu realnym, kwartał do analogicznego kwartału; [b] wolumen; * prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

W nadchodzących czterech kwartałach przewidujemy znaczną stabilizację tempa wzrostu produkcji przemysłowej na poziomie ok. 2,7%.

Tabela 1.2. **Tempo wzrostu produkcji przemysłowej w latach 2010–2013**

Rok/Kwartał		Produkcja sprzedana przemysłu
2010	I	9,5
	II	11,6
	III	10,8
	IV	7,5
2011	I	9,1
	II	5,8
	III	6,1
	IV	9,7
2012	I	4,9
	II	2,8
	III*	**2,8**
	IV*	**2,7**
2013	**I***	**2,6**
	II*	**2,7**

* Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

1.2. RYNEK PRACY

Perspektywy dla rynku pracy są raczej pesymistyczne. Należy spodziewać się stopniowego wzrostu bezrobocia, przy nieznacznym (nie przekraczającym 2%) wzroście wynagrodzeń.

Zgodnie z analizą INE PAN, w najbliższych kwartałach na rynku pracy w Polsce będą dominować pesymistyczne tendencje. W okresie letnim, czyli okresie, w którym zazwyczaj sytuacja na rynku pracy jest najlepsza, nastąpił wzrost bezrobocia i spadł popyt na pracę. W najbliższych czterech kwartałach należy się spodziewać kontynuacji tego niekorzystnego trendu. Przyczyni się do tego spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego, załamanie produkcji budowlano-montażowej, a także występujące na przełomie roku czynniki o charakterze sezonowym.

Nie należy jednak zapominać o czynnikach mogących w niedalekiej perspektywie także podtrzymywać popyt na pracę. Można tu wymienić prognozowaną niską dynamikę płac, a także aktywną politykę rynku pracy, która ma wspierać staże zawodowe, prace interwencyjne, roboty publiczne.

Uwzględniając powyższe założenia, przewidujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2012 r. wyniesie 13,3% (0,8 pkt. proc. więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego), natomiast wg BAEL – 10,3% (0,6 pkt. proc. więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego). W I kwartale 2013 r. nastąpi sezonowy wzrost bezrobocia, do poziomu 14,2% w przypadku stopy bezrobocia rejestrowanego oraz 11,2% przypadku stopy bezrobocia wg BAEL. W II kwartale 2013 r. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie ok.13,6%, czyli będzie wyższa niż na koniec II kwartału br. o 1,2 pkt. proc. Stopa bezrobocia wg BAEL także pozostanie wyższa niż przed rokiem (o 0,9 pkt. proc.) i wyniesie 10,8%.

Tabela 1.3. **Stopa bezrobocia i realne tempo wynagrodzeń w latach 2010–2013**

Rok	Kwartał	Stopa bezrobocia wg BAEL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	Wynagrodzenia realne[1]
2010	I	10,6	13,0	1,1
	II	9,5	11,7	1,5
	III	9,1	11,5	0,8
	IV	9,3	12,4	3,2
2011	I	10,0	13,3	0,8
	II	9,5	11,9	0,9
	III	9,3	11,8	2,5
	IV	9,7	12,5	–0,1
2012	I	10,5	13,3	1,2
	II	9,9	12,4	0,0
	III*	**9,9**	**12,4**	**–1,0**
	IV*	**10,3**	**13,3**	**0,2**
2013	**I***	**11,2**	**14,2**	**0,8**
	II*	**10,8**	**13,6**	**1,0**

* Prognoza INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

1.3. STOPA PROCENTOWA I INFLACJA

W nadchodzących kwartałach przewidujemy umiarkowany spadek inflacji do poziomu ok. 3,2% na koniec pierwszego półrocza 2013 roku. W związku ze spadkiem inflacji, a także pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego, eksperci INE PAN przewidują poluzowanie polityki monetarnej i obniżkę stóp procentowych o 0,25 pkt. proc. w I kwartale 2013 roku.

Prognozy INE PAN przewidują stopniowy spadek inflacji w najbliższych czterech kwartałach. W głównej mierze będzie on związany z prognozowanym spowolnieniem gospodarczym i wyraźnym spadkiem popytu krajowego. Zgodnie z szacunkami, inflacja w III kwartale br. wyniosła 3,9%. W IV kwartale nastąpi spadek inflacji do poziomu 3,6%. W dwóch pierwszych kwartałach 2013 r. powinniśmy obserwować dalsze wyhamowywanie wzrostu cen. Inflacja w pierwszym półroczu 2013 r. wyniesie 3,1–3,2%.

Poważnym ryzykiem realizacji powyższej prognozy inflacji może być sytuacja międzynarodowa. Wysoka niepewność w strefie euro i możliwość nasilenia się kryzysu mogą spowodować nagły odpływ kapitału z Europy, w tym z Polski. Wyprzedaż polskich obligacji może spowodować wzrost ich rentowności i obniżenie cen, a w konsekwencji osłabienie złotego i wzrost inflacji.

Tabela 1.4. **Inflacja i stopa procentowa w latach 2010–2013**

Rok/Kwartał		Inflacja[a]	Stopa referencyjna[b]
2010	I	3,0	3,50
	II	2,3	3,50
	III	2,2	3,50
	IV	2,9	3,50
2011	I	3,8	3,75
	II	4,6	4,25
	III	4,1	4,50
	IV	4,6	4,50
2012	I	4,1	4,50
	II	4,0	4,50
	III*	**3,9**	**4,75***
	IV*	**3,6**	**4,50***
2013	**I***	**3,2**	**4,25***
	II*	**3,1**	**4,25***

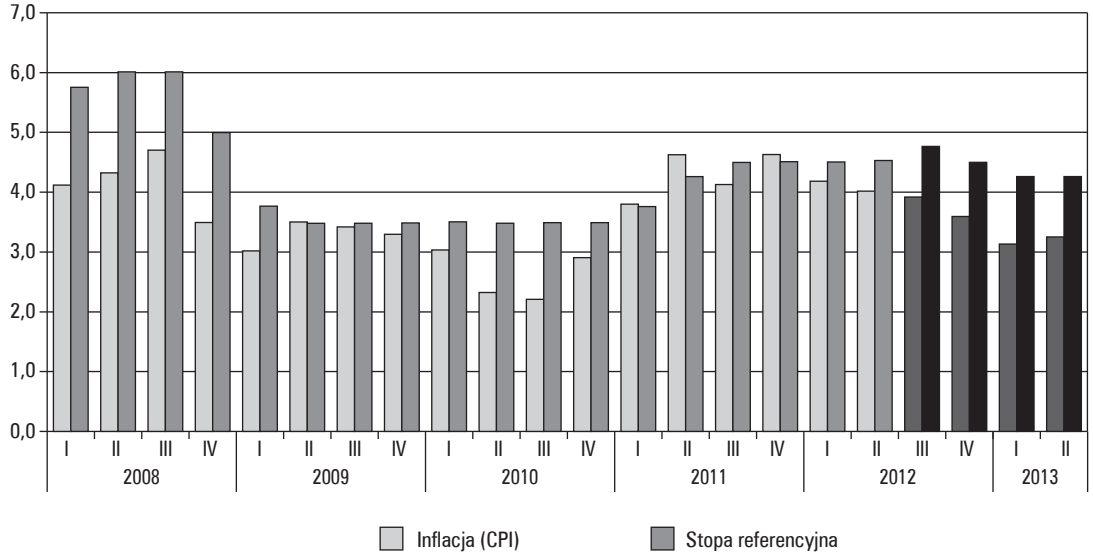
[a] Kwartał do analogicznego kwartału; [b] Na koniec kwartału; * Szacunek ekspercki.

Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

Rozważania na temat kształtu polityki monetarnej w nadchodzących czterech kwartałach wydają się szczególnie trudne obecnie, co wynika z konfrontacji dwóch sprzecznych tendencji: utrzymującej się na wysokim poziomie inflacji (okresowo powyżej celu inflacyjnego) oraz oczekiwanym spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak z uwagi na prognozowany spadek inflacji i istotne wyhamowanie tempa wzrostu PKB zakładamy, że w I kwartale 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Zgodnie w wynikami prognoz, w nadchodzących kwartałach należy spodziewać się znacznego spowolnienia gospodarczego w Polsce, wynikającego w głównej mierze ze skutków drugiej fali kryzysu. W trzech kolejnych kwartałach spodziewamy się realnego wzrostu PKB na poziomie 1,7–1,8%.

Rysunek 1.3. **Inflacja i stopa procentowa w latach 2008–2013**



Uwaga: III i IV kw. 2012 i I i II kw. 2013 – Prognoza INE PAN.

Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

* * *

Szczególnie niepokojąca jest analiza składowych PKB od strony popytowej. Przewidujemy realny spadek popytu krajowego w trzech nadchodzących kwartałach średnio o 0,3% z kwartału na kwartał. Z punktu widzenia długookresowych perspektyw polskiej gospodarki najbardziej niepokoi przewidywany realny spadek nakładów brutto na środki trwałe, który, zgodnie z przewidywaniami INE PAN, będzie mieć miejsce w pierwszej połowie 2013 roku.

Oczekujemy poprawy bilansu handlowego w głównej mierze wynikającej ze spadku dynamiki importu. Z drugiej strony występują też zagrożenia po stronie eksportu, wynikające przede wszystkim z pogarszającej się koniunktury głównych partnerów handlowych Polski. Prognozujemy, że w nadchodzących trzech kwartałach eksport będzie rósł realnie średnio o niewiele ponad 6%, natomiast średnie realne tempo wzrostu importu w tym okresie przekroczy nieznacznie 1,5%.

Według analiz INE PAN, w najbliższym czasie należy się spodziewać znacznego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Prognozujemy wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do 13,6% na koniec II kwartału 2013 r. (stopa bezrobocia wg BAEL wyniesie w tym czasie 10,8%), co oznacza wzrost w stosunku do II kwartału 2012 r. o ok. 1 pkt proc. Należy się także spodziewać niskiej realnej dynamiki wynagrodzeń, z tendencją do poprawy – głównie w wyniku spadku inflacji. Przewidujemy, że do końca II kwartału 2013 r. wynagrodzenia będą wzrastać realnie w tempie poniżej 1%.

Znaczny spadek popytu krajowego przełoży się na umiarkowane obniżenie inflacji. Zgodnie z prognozami INE PAN, w III kwartale br. inflacja spadnie do poziomu 3,6%, natomiast w pierwszej połowie 2013 r. będzie oscylować w granicach 3,1–3,2%. Z związku z tym oraz z przewidywanym osłabieniem koniunktury zakładamy, że w I kwartale 2013 r. nastąpi obniżka stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

FORECASTS OF INE PAN

Abstract

In the next four quarters, a further decline of GDP growth is expected, down to 1.8% at the end of 2013. The decrease is associated with the projected second wave of the crisis in Poland, which, according to INE PAN, will have a much more noticeable impact on the Polish economy than the first wave. The outlook for the labor market is rather pessimistic. A gradual increase in unemployment is expected, accompanied by a slight (less than 2%) increase in wages. A moderate decline of inflation rate is projected in the forthcoming quarters, down to around 3.2% at the end of the first half of 2013. A drop in inflation rate and deteriorating outlook for economic growth will lead to loosening of monetary policy and a cut in interest rates by 25 basis points in the last quarter of 2012.

Słowa kluczowe: prognozy gospodarcze, PKB, rynek pracy, inflacja, polityka monetarna.

Key words: economic forecasts, GDP, labor market, inflation, monetary policy.

Cezary Wójcik[*]

2. SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Wyraźne hamowanie wzrostu gospodarczego w pierwszym półroczu – niemal pewne spowolnienie w drugiej części roku.

Według wstępnych danych GUS w pierwszej połowie 2012 r. mieliśmy do czynienia ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego, co szczególnie było widoczne w II kwartale roku. Podczas gdy w I kwartale produkt krajowy brutto (PKB) wzrósł o 3,5%, w II zanotowano wzrost zaledwie o 2,4%. Były to odczyty znacznie gorsze od tych zanotowanych w drugiej połowie poprzedniego roku (wzrost PKB o ok. 4,3%). Chociaż nadal wyniki gospodarcze Polski należy ocenić jako pozytywne w perspektywie międzynarodowej (warto przypomnieć, że w strefie euro w tym okresie zanotowano ujemne wzrosty PKB), to głębokość spowolnienia wzrostu w naszym kraju była znacznie większa od oczekiwań rynkowych. To wzbudziło obawy o to, że druga fala kryzysu będzie w Polsce znacznie bardziej odczuwalna.

Dane z pierwszej połowy br. wskazują, że trzeba się niewątpliwie przygotować na turbulencje w kolejnych kwartałach, zwłaszcza że w skali globalnej w ostatnim okresie miały miejsce – i nadal mają – istotne zaburzenia gospodarcze. Wzrost gospodarczy spowalnia w Chinach i na innych kluczowych rynkach wschodzących, krucha jest dynamika gospodarcza w USA, mocno „trzeszczy" w strefie euro. Europejski Bank Centralny (EBC) stanowczo zareagował na te zdarzenia. W ostatnich tygodniach najważniejszym wydarzeniem było uruchomienie przez EBC programu nieograniczonego skupu obligacji rządowych państw członkowskich. Decyzja ta niewątpliwie miała i nadal będzie mieć stabilizujący wpływ na rynki finansowe, ale nie kończy na pewno kryzysu w realnej sferze gospodarki; kryzys ten – jak się powszechnie oczekuje – w najbliższych kwartałach ulegnie nawet pogłębieniu. Niedługo po decyzji EBC także FED uruchomił trzeci już program skupu obligacji, tzw. QE3.

Większość komentatorów polskich jest zdania, że zły stan globalnej gospodarki nie pozostanie bez wpływu na Polskę i że wpływ ten będzie większy niż to było w latach 2007–2010. INE PAN także szacuje wysokie prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza.

Popyt krajowy nurkuje – wyhamowuje spożycie i działalność inwestycyjna.

Nasze obawy o wzrost gospodarczy w Polsce w najbliższych miesiącach wynikają także z analizy poszczególnych komponentów wzrostu, w szczególności strony popytowej zmian PKB w pierwszej połowie bieżącego roku. Obserwowany od 2010 r. trend, w którym popyt krajowy był zdecydowanie kluczowym motorem wzrostu gospodarczego, w bieżącym roku został przełamany. W II kwartale 2012 r. popyt krajowy zanotował bowiem ujemny wpływ na wzrost, w skali –0,2 pkt. proc. (po raz pierwszy od III kwartału 2009 r.). Jeszcze w I kwartale br. kontrybucja popytu krajowego we wzrost była dodatnia w skali 2,8 pkt. proc., choć oznaczało to osłabienie w stosunku do roku ubiegłego, kiedy to wkład tej kategorii we wzrost gospodarczy wyniósł średnio ok. 3,7 pkt. proc.

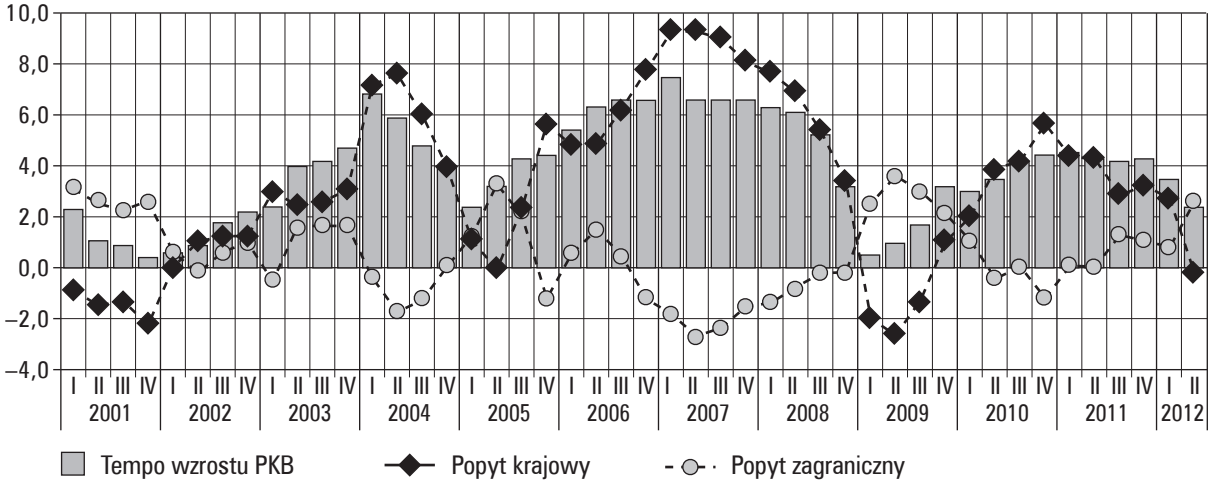
W kategoriach realnych popyt krajowy obniżył się w II kwartale br. o 0,2%, po wzroście o 2,7% w I kwartale. Warto przypomnieć, że w roku ubiegłym popyt krajowy rósł w tempie powyżej 3%. Istotnemu spowolnieniu – co szczególnie ważne w kontekście naszych prognoz na najbliższe miesiące

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

– uległa dynamika inwestycji. W I kwartale br. nakłady na środki trwałe wzrosły o 6,7%, ale w II nastąpiło dość mocne tąpnięcie – wzrost o zaledwie 1,9%. W sumie zmiana akumulacji miała negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w skali aż –1,1 pkt. proc., na co złożyła się ujemna kontrybucja przyrostu zapasów (-1,5 pkt. proc.) oraz ujemny wpływ popytu inwestycyjnego (+0,4 pkt. proc.). Szczególnie istotny wpływ na wyhamowanie dynamiki akumulacji miał zatem spadek stanu zapasów, co może oznaczać, że przedsiębiorcy obawiają się dalszego spadku popytu na ich towary. Dalsze kształtowanie się zapasów będzie miało istotny wpływ na wyniki gospodarcze w najbliższych kwartałach.

Zwracając uwagę, że w drugiej połowie 2011 r. inwestycje rosły w tempie ok. 9,0%, widać wyraźnie, że przedsiębiorcy boją się powiększać mocne produkcyjne, odczuwając zapewne istotne spowolnienie zamówień na rynku krajowym i zagranicznym. To niewątpliwie zły prognostyk na przyszłość. Odzwierciedla to zapewne po części także spadek dynamiki spożycia indywidualnego. W I i II kwartale br. ta kategoria popytu rosła w tempie odpowiednio 2,1% i 1,5%, w porównaniu do 3,7% i 3,6% w analogicznym okresie 2011 roku. Słabe tempo wzrostu spożycia indywidualnego prawdopodobnie wynikało ze splotu kilku czynników, z których najważniejsze to: stagnacja wynagrodzeń realnych (a w ostatnich miesiącach nawet spadek realnych wynagrodzeń na poziomie –1,2% w skali roku), zacieśnienie standardów udzielania kredytów konsumenckich, pogorszenie nastrojów w związku z reformą emerytalną oraz podwyżkami niektórych kategorii podatków VAT i PIT. W sumie więc i konsumenci, i przedsiębiorcy mniej optymistycznie oceniali bieżące możliwości finansowe oraz perspektywy wzrostu. Do tego swoją cegiełkę dodał także sektor publiczny. Opublikowane przez GUS wstępne dane pokazują konsekwentny spadek spożycia publicznego – w I kwartale bieżącego roku spadek ten wyniósł 1,3%, a w II – 0,1%. Jest to trend, który obserwujemy już od dłuższego czasu – mniej więcej od drugiej połowy 2011 r. – ale w połączeniu ze słabością pozostałych kategorii popytu składa się on dość istotnie na ogólne spowolnienie gospodarcze w Polsce. Co ważne, nie widać na horyzoncie czynników, które mogłyby wpłynąć na znaczną poprawę w najbliższy miesiącach: budżet państwa wymaga konsolidacji (choć w obliczu nasilającego się spowolnienia tempo konsolidacji może być nieco wolniejsze niż zakładał to pierwotnie rząd), bo cały czas deficyt oscyluje powyżej granicy 3% PKB, inwestycje publiczne związane z funduszami unijnymi powoli wygasają, a otoczenie międzynarodowe jest niestabilne.

Rysunek 2.1. **Tempo popytu krajowego i jego determinanty w latach 2001–2012[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Dodatni wpływ eksportu netto na wzrost.

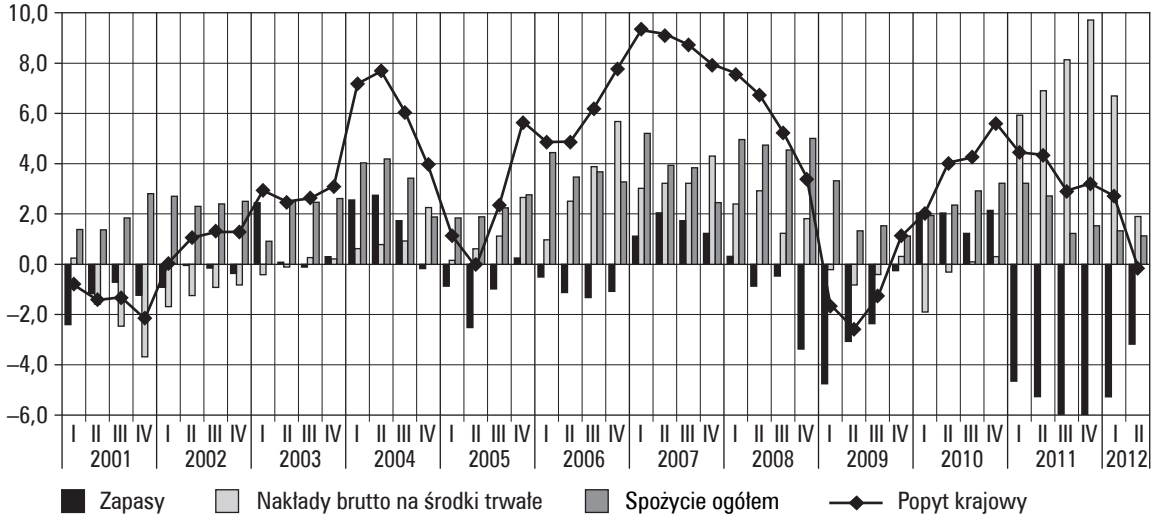
Sytuację gospodarczą w kraju w pierwszej połowie 2012 r. ratował sektor zewnętrzny. Saldo obrotów zagranicznych miało w I kwartale dodatnią kontrybucję we wzrost gospodarczy, w skali ok 0,7 pkt.

proc., a w II kwartale wkład ten wzrósł do 2,6 pkt. proc. (w porównaniu do kontrybucji 0,0–1,3 pkt. proc. w ub. r.). Gdyby zatem nie eksport netto, to mielibyśmy w Polsce do czynienia ze stagnacją PKB. Eksport wzrastał w szczególności w I i II kwartale br. odpowiednio o 4,8% i 3,6%. Były to znacznie niższe wzrosty w porównaniu do 2011 r., kiedy eksport wzrastał w tempie ok. 7,5%. Mimo wszystko jednak dynamikę eksportu na poziomie 3,5–5% należy ocenić pozytywnie, biorąc pod uwagę słabnące tempo wzrostu u naszych partnerów gospodarczych. Spowolnienie za granicą skłania prawdopodobnie konsumentów do substytucji towarów o wyższej jakości i cenie towarami o nieco niższej cenie, a osłabienie popytu w Polsce z kolei wypycha produkcję na zewnątrz.

Spowolnienie importu było jednak jeszcze bardziej wyraźnie, co zapewne odzwierciedlało słabość popytu wewnętrznego. Podczas gdy w I kwartale import wzrósł o 3,2%, to w II kwartale br. zanotowano spadek wartości importu o ok. 2,0%. Warto przypomnieć, że w analogicznym okresie ubiegłego roku import wzrastał w tempie ok. 6,5%. W sumie więc mamy podobną sytuację do tej z roku 2009, kiedy dynamika zarówno importu, jak i eksportu szybko się zmniejszała, ale ponieważ spadek tempa wzrostu importu był większy, eksport netto w sumie notował pozytywną kontrybucję we wzrost. Choć patrząc w przyszłość, wiele będzie zależało od reakcji kursu złotego na zmiany koniunktury gospodarczej za granicą i w kraju, to wydaje się że podobna tendencja będzie obserwowana w kolejnych miesiącach.

W wyniku obserwowanych trendów w II kwartale br. deficyt obrotów bieżących znacznie się obniżył. W wyrażeniu nominalnym wyniósł on w tym okresie ok. 11,5 mld zł, w porównaniu do ok. 18,5 mld zł w I kwartale roku. W konsekwencji w relacji do PKB deficyt ukształtował się w II kwartale na poziomie ok 3,0% PKB, podczas gdy w I kwartale br. wynosił ok. 5% PKB. Tym samym ryzyko makroekonomiczne ze strony zewnętrznego deficytu znacznie się zmniejszyło, choć trzeba pamiętać, że jest to raczej wynik ogólnej słabości gospodarczej, w tym ograniczonego popytu wewnętrznego, niż silnej ekspansji eksportowej na rynkach zagranicznych. W najbliższych okresach wielkość salda obrotów z zagranicą będzie zależała od: kształtowania się wzrostu gospodarczego, sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, kursu złotego i dynamiki napływu środków unijnych. W sumie należy oczekiwać, że w całym roku 2012 dojdzie do stabilizacji deficytu obrotów bieżących, z możliwą lekką tendencją do dalszej poprawy, chociaż bez tak istotnych zwrotów, jak to było w pierwszej połowie bieżącego roku.

Rysunek 2.2. **Tempo wzrostu PKB i jego determinanty w latach 2001–2012[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

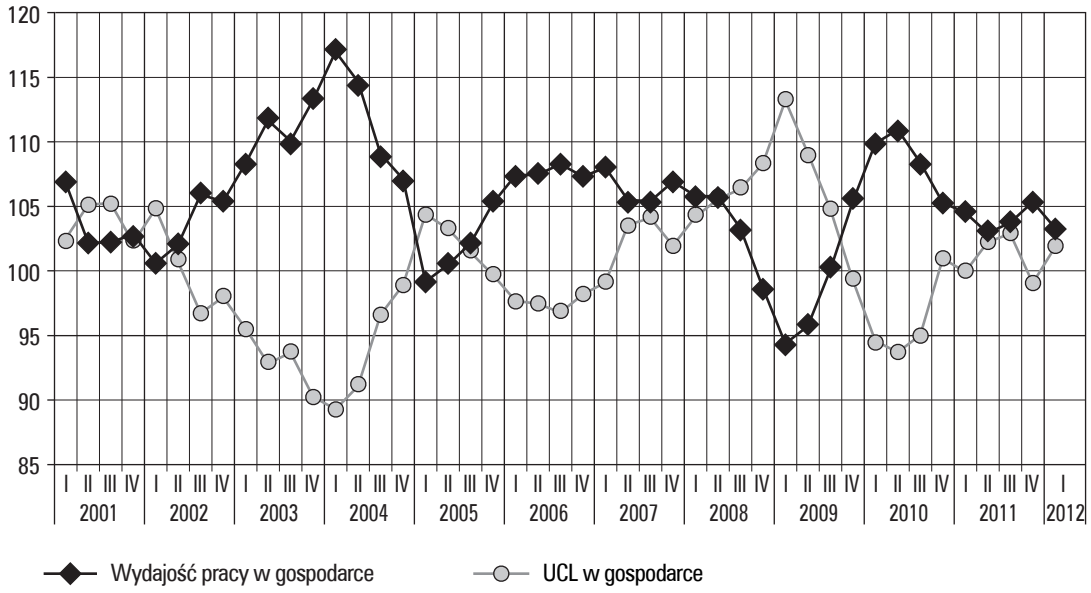
Źródło: GUS, INE PAN.

Obserwowane w 2012 r. trendy w zakresie handlu zagranicznego miały miejsce w sytuacji relatywnie stabilnej, chociaż z lekką tendencją do wzmocnienia pozycji krajowej waluty. W połowie września kurs złotego do euro wynosił ok. 4,12, a do dolara – 3,2, podczas gdy w styczniu za euro i dolara trzeba było średnio zapłacić odpowiednio 4,4 zł i 3,4 zł, a na koniec tego miesiąca odpowiednio 4,2 zł i 3,2 zł. Przez kolejne miesiące złoty był dość stabilny i oscylował w granicach 4,2–4,4

zł dla euro i 3,2–3,4 zł dla dolara. W maju doszło do dość szybkiego osłabienia złotego w okolice górnego pasma, a z odwrotną tendencją mieliśmy do czynienia na przełomie sierpnia i września. Obserwowane w ostatnim okresie zmiany kursu walutowego mogą stanowić pewną „poduszkę" stabilizacyjną w sytuacji możliwego szoku zewnętrznego, zwłaszcza gdyby sytuacja w strefie euro miała się silnie pogorszyć. Jednocześnie silniejsze osłabienie złotego może mieć negatywny wpływ na finanse publiczne, zwłaszcza na poziom długu publicznego, którego znaczna część jest nominowana w walutach obcych.

Analiza wzrostu gospodarczego od strony fundamentów mikroekonomicznych wskazuje na nieco wolniejsze tempo wzrostu wydajności pracy w ostatnim okresie. Przy odnotowanym w tym okresie wzroście płac, także wolniejszym, oznaczało to stabilizację jednostkowych kosztów pracy (rys. 2.3).

Rysunek 2.3. **Wydajność pracy i jednostkowe koszty pracy (ULC)[a] w latach 2001–2012**



[a] Rok do roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Wzrost w ujęciu sektorowym rozkładał się nierównomiernie, ale także tu widać było oznaki spowolnienia. Produkcja sprzedana przemysłu ogółem wzrosła w I kwartale br. o 4,9%, podczas gdy w II kwartale wzrost wyniósł zaledwie 2,8%. Warto przypomnieć, że w analogicznych okresach roku 2011 wzrosty wyniosły odpowiednio 9,1% i 5,8%. Spowolnienie dynamiki zanotowano także w budownictwie. W I i II kwartale sprzedaż budowlano-montażowa wzrastała w tempie odpowiednio 14,9% i 8,0%. Było to wyraźnie wolniejsze tempo wzrostu niż w 2011 r., kiedy produkcja w tym sektorze wzrastała – w analogicznym okresie – odpowiednio o 19,8% i 20,8%. W kolejnym okresie te tendencje zostały pogłębione. Według wstępnych danych produkcja sprzedana przemysłu była w lipcu br. o 5,2% wyższa niż przed rokiem, a w sierpniu dynamika spadła do zaledwie 0,5%. Produkcja budowlano-montażowa zrealizowana na terenie kraju była natomiast w lipcu br. niższa o 8,8% niż przed rokiem.

Stabilizacja inflacji na podwyższonym poziomie, niepewność co do stóp procentowych NBP

W roku 2012 inflacja pozostawała stabilna, aczkolwiek na podwyższonym poziomie. Podczas gdy w styczniu wzrost cen w porównaniu do analogicznego okresu ub. roku wyniósł 4,1%, w lipcu było to 4%. W lutym i czerwcu inflacja nieco przyspieszyła do ok. 4,3% w skali roku. Najniższe wskaźniki

inflacji zanotowano w marcu i maju, kiedy to wzrost cen ukształtował się na poziomie odpowiednio 3,9 i 3,6%. Istotnym czynnikiem wzrostu tempa inflacji w ostatnim okresie było po części monetarne rozluźnienie panujące na całym świecie, wynikające z utrzymywania przez główne banki centralne bardzo niskich stóp procentowych, oraz okresowe wzrosty surowców, w tym ropy naftowej.

W wyniku przedstawionych powyżej tendencji zachodzących w realnej i monetarnej sferze gospodarki w ciągu 2012 r. nastąpiło zacieśnienie polityki pieniężnej o 25 punktów bazowych. Stopa referencyjna NBP wzrosła raz – z 4,5% do 4,75% – w maju br. Decyzja RPP była kontrowersyjna i spotkała się z krytyką wielu uczestników rynków. Argumentowali oni, że w obliczu nadchodzącego spowolnienia wzrost stóp nie jest konieczny. Obecnie oczekuje się, że jeszcze w tym roku stopy zostaną ponownie obniżone. O obniżkach takich mówi się także w RPP, ale póki co decyzja o odwrocie polityki monetarnej nie została podjęta. Dylemat RPP wynika z konfrontacji dwóch sprzecznych tendencji: utrzymującej się na wysokim poziomie inflacji (okresowo powyżej celu inflacyjnego) oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu. Niewątpliwie niepewność co do dalszego rozwoju gospodarki światowej, w szczególności tempa wchodzenia świata w drugą fazę kryzysu, będzie stanowić istotną przesłankę prowadzenia polityki pieniężnej w drugiej połowie 2012 r. i w 2013 roku. Biorąc pod uwagę naszą prognozę wzrostu przewidujemy jednak, że stopa referencyjna zostanie obniżona jeszcze w tym roku.

MACROECONOMIC SITUATION

Abstract

Significant slowdown of growth in the first half of the year – almost certain further deceleration in the second half. Plunging domestic demand – consumption and investments outlays stop. Positive contribution of net exports. Inflation stable at an elevated level, uncertainty around future changes of the baseline NBP interest rates.

Słowa kluczowe: sytuacja makroekonomiczna, czynniki wzrostu, kryzys, Polska.

Key words: macroeconomic situation, growth components, crisis, Poland.

Krzysztof Bartosik[*]

3. SEKTOR GOSPODARSTW DOMOWYCH

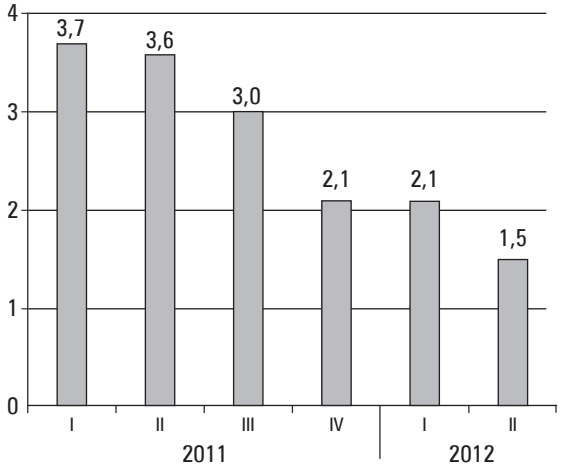
3.1. KONSUMPCJA

Pogłębiające się spowolnienie dynamiki konsumpcji prowadzi do osłabienia tempa wzrostu gospodarczego.

Konsumpcja prywatna jest największym składnikiem popytu krajowego i ma kluczowe znaczenie dla kształtowania się dynamiki wzrostu gospodarczego. Nawet relatywnie niewielkie zmiany w wydatkach gospodarstw domowych znacząco wpływają na dynamikę gospodarki. To właśnie dzięki konsumpcji i eksportowi netto Polska rozwijała się w „kryzysowym" 2009 roku. Stąd też niepokojącym zjawiskiem jest jej spadająca dynamika. W pierwszym półroczu konsumpcja wzrosła o 1,8% w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Jest to mniej niż w tym samym czasie we wspomnianym 2009 r. (2,1%), znacznie mniej niż w ubiegłym roku (3,7%) i prawie dwa razy mniej niż średniorocznie w ostatniej dekadzie (3,5%).

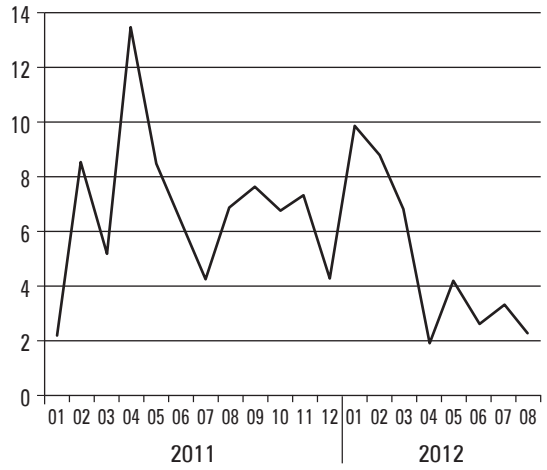
Spadek dynamiki konsumpcji jest zjawiskiem trwałym, a nie przejściowym czy sezonowym. Świadczy o tym fakt, iż dynamika obniża się już od siedmiu kwartałów, z 3,7% w IV kw. 2010 r. do 1,5% w II kw. 2012 roku. Te niekorzystne tendencje potwierdzają również dane o sprzedaży detalicznej. W okresie styczeń–sierpień jej dynamika (4,7%) była niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (7,4%). Wyraźnie także widać, że od początku roku sprzedaż detaliczna stopniowo spowalnia; wzrost w I kwartale (8,4%) był znacznie wyższy niż w II kwartale (2,7%) bieżącego roku, a w miesiącach letnich wyniósł około 2,9%.

Rysunek 3.1. **Dynamika konsumpcji (w %, r./r.)**



Źródło: GUS.

Rysunek 3.2. **Dynamika sprzedaży detalicznej (w %, r./r.)**



Źródło: GUS.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Niewątpliwie niska dynamika konsumpcji jest jedną z przyczyn słabnięcia wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak zwiększyło się jej względne znaczenie dla podtrzymania wzrostu. Jeszcze silniej spadła bowiem dynamika innych determinant PKB, takich jak spożycie publiczne czy inwestycje, i zmniejszyła się ich kontrybucja do wzrostu gospodarczego. W rezultacie sytuacja robi się podobna jak w 2009 r., kiedy to głównymi motorami wzrostu gospodarczego były konsumpcja i eksport netto. Z drugiej strony, niska dynamika konsumpcji osłabia presję inflacyjną i sprzyja poprawie salda handlu zagranicznego, co może być korzystne dla wzrostu gospodarczego.

Co kształtowało wydatki gospodarstw domowych? Ich najważniejsze determinanty to dochody do dyspozycji, możliwość finansowania wydatków z kredytów i oszczędności, nastroje konsumentów. Kluczowymi składnikami dochodów do dyspozycji są dochody z pracy najemnej oraz świadczenia społeczne. Słabym wsparciem dla konsumpcji były dochody z pracy najemnej, które w pierwszym półroczu wzrosły o około 1,5% (wobec około 2,5% w ub. roku), co było w nieco większym stopniu wynikiem wzrostu zatrudnienia pracowników najemnych niż realnego wynagrodzenia w gospodarce. Gorzej było w sektorze przedsiębiorstw, w którym w okresie styczeń–sierpień realny fundusz płac wzrósł o około 0,3%, co wynikało ze wzrostu zatrudnienia o 0,3% i realnego wynagrodzenia o 0%. Dla porównania w tym samym czasie w ubiegłym roku fundusz płac wzrósł o około 4,8%. Ważnym źródłem dochodów ludności są świadczenia społeczne, zwłaszcza renty i emerytury, które otrzymuje ponad 9 mln osób. Tu sytuacja była prawie taka sama jak w przypadku płac. Wzrosła co prawda siła nabywcza przeciętnej renty i emerytury (w okresie styczeń-sierpień w systemie pozarolniczym o 1% a w rolniczym o 2%), ale spadła liczba osób je otrzymujących. Na wysokość dochodów wpływa również polityka podatkowa rządu. W tym roku zamrożono progi podatkowe, co *de facto* oznacza podniesienie efektywnej stopy podatkowej i co z pewnością w jakimś (relatywnie niewielkim) stopniu zmniejszyło dochody i konsumpcję.

Na wydatki gospodarstw domowych negatywnie wpływa kurcząca się akcja kredytowa. Wartość udzielonych kredytów konsumpcyjnych zmniejsza się prawie od początku ubiegłego roku, co oznacza, że gospodarstwa domowe spłacają swoje wierzytelności i nie zaciągają nowych. Przyczyną tego zjawiska jest najprawdopodobniej ogólna sytuacja gospodarcza i obawy gospodarstw domowych przed zadłużaniem się oraz nowe wymagania w stosunku do kredytobiorców (wynikające z „Rekomendacji T" KNF) mające na celu ograniczenia ryzyka związanego z udzielaniem kredytów. Trzeba jednak pamiętać, że w polskich realiach ten czynnik ma relatywnie małe znaczenie, ponieważ tylko niewielka część przyrostu konsumpcji jest finansowana z kredytów. Ponadto nie jest jasne, w jakim stopniu kredyt ten jest przeznaczany na finansowanie konsumpcji, a w jakim na inne cele (np. finansowanie działalności gospodarczej czy wkładu własnego na mieszkanie). Nie jest również jasne, w jakim stopniu spadek kredytów zaciąganych w bankach rekompensują kredyty zaciągane w parabankach.

Wydatki gospodarstw domowych ograniczają również złe nastroje konsumentów. Bieżący wskaźnik koniunktury konsumenckiej waha się w granicach od –27 do –32 pkt. Jest zatem na poziomie zbliżonym do „kryzysowego" 2009 roku, gorszym niż w 2011 r. (około –25 pkt.) i znacznie mniejszym niż średnia w ostatnich pięciu latach (-16 pkt.).

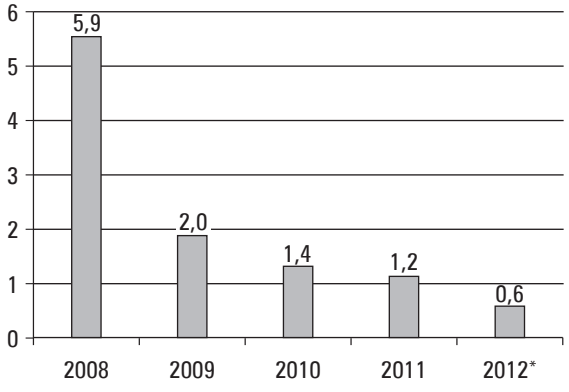
Ponieważ konsumpcja staje się obok eksportu netto głównym motorem wzrostu gospodarczego, pytanie o jej perspektywy jawi się jako szczególnie istotne. Comiesięczne dane napływające z sektora przedsiębiorstw nie napawają optymizmem. Jej przybliżonym predyktorem są informacje o sprzedaży detalicznej. Wskazują one na spadkową tendencję zakupów gospodarstw domowych. Z kolei dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw wskazują na kurczenie się dochodów gospodarstw domowych; w miesiącach letnich w firmach zatrudniających więcej niż 9 osób nastąpiła stagnacja zatrudnienia i spadek realnych wynagrodzeń. I nie zanosi się, żeby w najbliższym czasie sytuacja się poprawiła, bo spada dynamika produkcji i zacznie ubywać sezonowych miejsc pracy. Wskaźniki koniunktury konsumenckiej są na coraz niższym poziomie, co świadczy o zwiększaniu się niepewności gospodarstw domowych. W dłuższej perspektywie niekorzystnie na konsumpcję będzie wpływać podwyżka podatków wynikająca z zamrożenia progów podatkowych i planowanej przez rząd likwidacji ulg w podatku dochodowym dla ludności (m.in. ulga internetowa) oraz – jak przewiduje projekt budżetu na przyszły rok – zamrożenie płac w sferze budżetowej.

3.2. WYNAGRODZENIA

Najniższy od dekady wzrost siły nabywczej wynagrodzeń z powodu relatywnie wysokiej inflacji i słabego wzrostu płac nominalnych. Ta niekorzystna tendencja utrzyma się w nadchodzących kwartałach.

Dynamika realnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej spada już od czterech lat, ale w tym roku ta negatywna tendencja się wzmogła. W roku 2008 siła nabywcza płac wzrosła o 5,9%, zaś w pierwszej połowie bieżącego roku odnotowano wzrost o 0,6%, czyli prawie dziesięciokrotnie mniejszy. Jest to także znacznie poniżej średniej dla ostatniej dekady wynoszącej około 2,5% i mniej niż w nienajlepszym 2011 r., kiedy płace wzrosły o 1,2%. Jeszcze bardziej niepokojące są dane z 2012 roku. W perspektywie kwartalnej dynamika zmniejszyła się z 1,2% w I kw. do 0% w II kwartale. Podobny trend jak w gospodarce narodowej występuje w sektorze przedsiębiorstw, w którym w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy realne wynagrodzenia utrzymały się na niezmienionym poziomie (wobec wzrostu o 1,1% w 2011 r.). W I kwartale bieżącego roku ich dynamika wyniosła 1,3%, w II kw. –0,9%, zaś w miesiącach letnich ok. –1,2%.

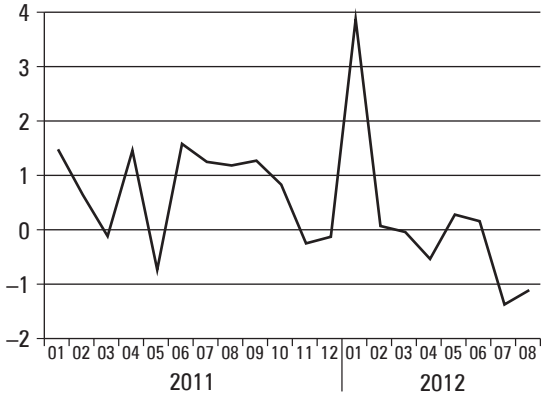
Rysunek 3.3. **Dynamika realnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej (w %, r./r.)**



* 2012 r. pierwsze półrocze.

Źródło: GUS i obliczenia własne.

Rysunek 3.4. **Dynamika realnej płacy w sektorze przedsiębiorstw (w %, r./r.)**



Źródło: GUS.

Pojawia się pytanie, co spowodowało tak silne spowolnienie? Przyczyną tej tendencji jest z jednej strony słabnąca dynamika płac nominalnych, a z drugiej – utrzymywanie się dość wysokiej inflacji. Przykładowo, w sektorze przedsiębiorstw w pierwszym półroczu nominalne wynagrodzenia rosły w tempie niższym niż w ubiegłym roku (4% wobec 5,1%), co przy zbliżonym tempie inflacji dało przyrost realnych wynagrodzeń tylko nieco wyższy od zera.

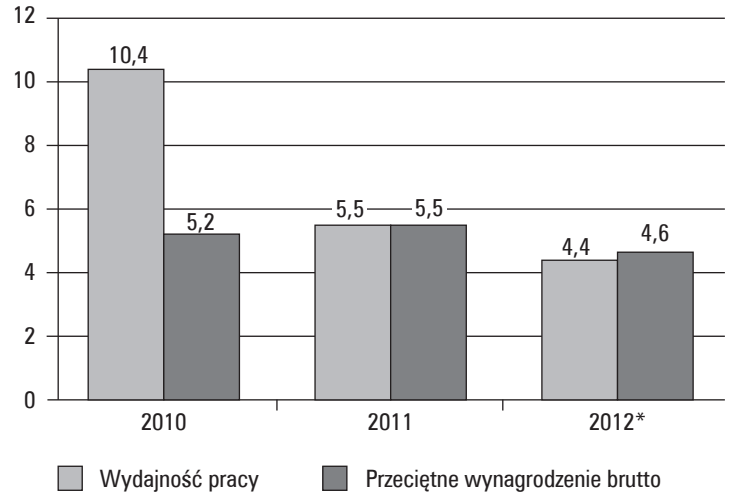
Na dynamikę płac nominalnych wpływa wiele czynników: sytuacja na rynku pracy, tempo, w jakim poprawia się wydajność pracy, rozwiązania instytucjonalne (np. siła związków zawodowych), struktura rynku czy czynniki o charakterze przejściowym. Niewątpliwie kluczowe znaczenie dla kształtowania się wynagrodzeń miała trudna sytuacja na rynku pracy, która ogranicza siłę przetargową pracowników w stosunku do pracodawców. Zarówno w gospodarce narodowej, jak i w sektorze przedsiębiorstw słabnąca dynamika nominalnych wynagrodzeń jest skorelowana ze słabnącym popytem na pracę i rosnącym – w stosunku do analogicznych okresów 2011 r. – bezrobociem. Pewien wpływ na dynamikę wynagrodzeń mają również zmiany w strukturze zatrudnienia. Ostatnimi czasy szybciej rośnie zatrudnienie pracowników na czas określony niż nieokreślony, a ci pierwsi na ogół mniej zarabiają.

Barierą dla wzrostu płac była również spadająca dynamika wydajności pracy. Dane z przemysłu wyraźnie pokazują, że przedsiębiorstwa starają się stabilizować jednostkowe koszty pracy i dostosowują dynamikę płac nominalnych do tempa wzrostu wydajności pracy. W ubiegłym roku zarówno płace, jak i wydajność pracy wzrosły o 5,5%. Zbliżona sytuacja ma miejsce w bieżącym roku. Po ośmiu miesiącach płace nominalne wzrosły o 4,6%, a wydajność o 4,4%.

Oprócz tego działają czynniki specyficzne dla poszczególnych branż. Przykładowo, w budownictwie, w którym nie tak dawno jeszcze pensje rosły w rekordowym tempie, spowolnienie frontu robót przyczyniło się do spadku popytu na pracę oraz do pogorszenia płynności firm ze względu na zatory płatnicze. W rezultacie w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy tego roku nominalne wynagrodzenia budowlańców wzrosły (o 0,8%) znacznie poniżej średniej dla sektora przedsiębiorstw (3,9%) i znacznie wolniej niż w ubiegłym roku (4,7%).

Czynnikiem hamującym wzrost wynagrodzeń było również podniesienie składki rentowej po stronie pracodawców, co zwiększyło koszty pracy i ograniczyło możliwość podwyżek wynagrodzeń.

Rysunek 3.5. **Dynamika wydajności pracy i wynagrodzeń w przemyśle (w %, r./r.)**



Uwaga: * w roku 2012 okres styczeń-sierpień.

Źródło: GUS.

Z niską dynamiką płac wiążą się zarówno zagrożenia, jak i pewne korzyści. Największe zagrożenie wiąże się ze spadkiem dochodów ludności, co wywiera niekorzystny wpływ na konsumpcję, dochody budżetu państwa i wzrost gospodarczy. Jest to natomiast zjawisko korzystne dla podtrzymania zatrudnienia i utrzymania kosztów produkcji. Różnica między dynamiką nominalnych i realnych wynagrodzeń pokazuje, że te pierwsze są w miarę sztywne, zaś te drugie dość elastyczne. Można to wytłumaczyć np. mało rozwiniętymi systemami indeksacji płac w Polsce. Elastyczność płac realnych jest o tyle ważna, że ma istotne znaczenie dla wielkości zatrudnienia. Większa elastyczność oznacza mniejsze dostosowania ilościowe po stronie zatrudnienia w przypadku wystąpienia szoków makroekonomicznych.

Rokowania dla wzrostu płac są pesymistyczne. W sektorze przedsiębiorstw w miesiącach letnich spadła siła nabywcza wynagrodzeń, ponieważ dynamika wzrostu płac nominalnych była poniżej inflacji. Nie zanosi się bowiem, żeby w najbliższym czasie przestały oddziaływać czynniki ograniczające wzrost płac. Na pewno nie poprawi się sytuacja na rynku pracy, będąca bodaj największą barierą dla szybszego wzrostu płac nominalnych. Nie należy się także spodziewać wzrostu wydajności pracy. Na ogół bowiem w czasie spowolnienia gospodarczego wydajność pracy spada ze względu na zjawisko chomikowania pracy. Do tego dochodzi jeszcze polityka płacowa rządu w sferze budżetowej. Projekt budżetu na nadchodzący rok przewiduje zamrożenie funduszu płac w sferze budżetowej. Czynnikiem działający na korzyść wzrostu siły nabywczej wynagrodzeń może być spadająca inflacja.

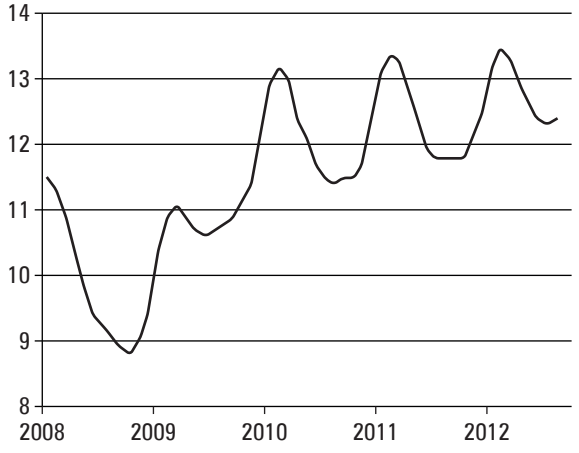
3.3. RYNEK PRACY

Sytuacja na rynku pracy jest najgorsza od „przedkryzysowego" 2008 roku. Stopa bezrobocia osiąga wyższy poziom niż w poprzednich latach, spada dynamika zatrudnienia, wydłuża się czas poszukiwania pracy. W nadchodzących kwartałach należy się spodziewać wzmocnienia negatywnych tendencji. Spadnie popyt na pracę ze względu na niską dynamikę wzrostu gospodarczego i działanie czynników sezonowych.

Najbardziej syntetycznym wskaźnikiem informującym o sytuacji na rynku pracy jest stopa bezrobocia. Zarówno statystyki oparte na danych z urzędów pracy, jak i na Badaniach Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) wskazują na systematyczny wzrost bezrobocia od początku 2008 roku. W połowie tamtego roku stopa rejestrowanego bezrobocia wynosiła ok. 9%, a w połowie 2012 r. sięgnęła już 12,3%. W podobnym stopniu w tym czasie wzrosła również stopa bezrobocia według BAEL z około 7% do 9,9%. Co prawda od początku bieżącego roku, w wyniku działania czynników sezonowych, bezrobocie spadło z 13,5% do 12,3% (lipiec), ale ubiegłoroczny spadek był znacznie głębszy z 13,4% do 11,8% (lipiec). Niekorzystnie kształtują się również inne wskaźniki charakteryzujące sytuację na rynku pracy. Przeciętny czas poszukiwania pracy wynosi 11,4 miesiąca, podczas gdy w ubiegłym roku bezrobotni poszukiwali pracy przeciętnie przez 10,7 miesiąca.

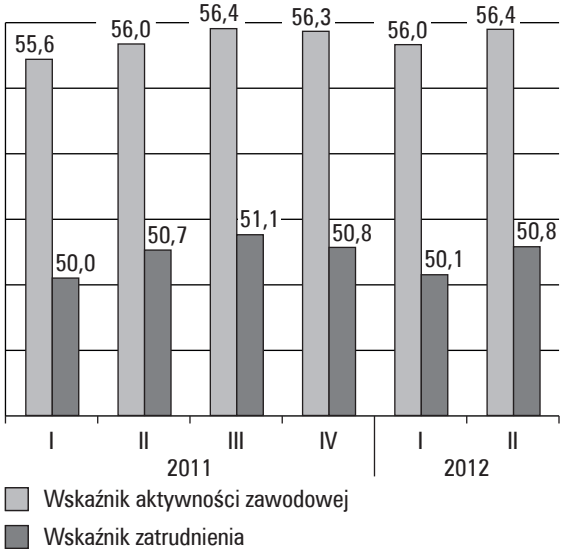
W dłuższym i krótszym okresie przyczyną wzrostu bezrobocia jest niewystarczający wzrost popytu na pracę w stosunku do powiększającej się podaży pracy. O zmianach w popycie na pracę informuje wskaźnik zatrudnienia (udział pracujących w liczbie ludności 15+), zaś w podaży pracy wskaźnik aktywności zawodowej (udział aktywnych zawodowo w liczbie ludności 15+). W pierwszej połowie bieżącego roku wskaźnik zatrudnienia zwiększył się w stosunku do ubiegłego roku o 0,1 pkt. proc., natomiast wskaźnik aktywności zawodowej o 0,4 pkt. procentowego. To oznacza, że podaż pracy rośnie szybciej niż popyt, na rynku pracy pogłębiła się nierównowaga i wzrosło bezrobocie.

Rysunek 3.6. **Stopa bezrobocia rejestrowanego (w %)**



Źródło: GUS.

Rysunek 3.7. **Wskaźnik aktywności zawodowej i wskaźnik zatrudnienia (w %)**



Źródło: GUS.

Wykorzystując odpowiednią formułę, można dokonać dekompozycji zmian w stopie bezrobocia na wywołane zmianami w popycie na pracę i w jej podaży[1]. Szacunki te (tab. 3.1) potwierdzają, że czynnikiem łagodzącym sytuację na rynku pracy był rosnący popyt na pracę, zaś czynnikiem ją pogarszającym – zwiększająca się podaż siły roboczej.

Tabela.3.1. **Dekompozycja zmian w stopie bezrobocia (w pkt. proc.)**

Rok	2011				2012	
Kwartał	I	II	III	IV	I	II
Stopa bezrobocia	10,0	9,5	9,3	9,7	10,5	9,9
Zmiana stopy bezrobocia (r./r.)	–0,6	0,0	0,2	0,4	0,5	0,4
Kontrybucja podaży	0,6	0,5	0,3	0,8	0,6	0,6
Kontrybucja popytu	–1,2	–0,5	–0,1	–0,4	–0,1	–0,2

Uwaga: Stopa bezrobocia według BAEL.

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

Na stopniowe kurczenie się popytu na pracę wskazują dane o zatrudnieniu. Według BAEL zatrudnienie w gospodarce narodowej rośnie, lecz jego dynamika wyraźnie hamuje i przyrosty są coraz mniejsze. Od I kwartału 2011 r. do II kwartału 2012 r. dynamika zatrudnienia spadła z 1,9% do 0,3%. To słabnięcie popytu na pracę ma związek z dekoniunkturą w gospodarce. Wskazują na to zmiany w strukturze zatrudnienia. Szybciej rośnie zatrudnienie w usługach niż w przemyśle, co jest odzwierciedleniem zmian w dynamice wartości dodanej. W odróżnieniu od ubiegłego roku szybciej zaczęło rosnąć zatrudnienie na czas określony niż nieokreślony. Ta zmiana z kolei wskazuje na niepewność przedsiębiorców co do przyszłości, choć z drugiej strony jest odzwierciedleniem długofalowego trendu, który doprowadził do tego, że odsetek zatrudnionych na czas określony w Polsce jest największy wśród krajów europejskich.

Bieżącym źródłem informacji o zmianach w zatrudnieniu jest statystyka sektora przedsiębiorstw, aczkolwiek dostarcza jedynie częściowych informacji. Potwierdza ona tendencje występujące w gospodarce narodowej. Od I kwartału 2011 r. do II kwartału 2012 r. dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw spadła z 4,1% do 0,3%. Maleje również dynamika zatrudnienia od początku bieżącego roku; w sierpniu zatrudnienie było mniejsze o 0,5% w stosunku do stycznia. Podobnie jak w całej gospodarce narodowej ten spadek był wywołany przede wszystkim zmniejszeniem zatrudnienia w przemyśle, który ma największy udział w zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. W usługach zatrudnienie w większości przypadków rosło.

Również liczba oferowanych miejsc pracy, drugi składnik popytu na pracę, wskazuje na jego kurczenie się. W I kwartale bieżącego roku rosła ilość miejsc pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy, lecz w II kwartale liczba ta już zaczęła spadać. Spadek dynamiki jest co prawda mniejszy niż w ubiegłym roku, ale niepokojące jest, iż następuje w czasie, kiedy zazwyczaj ze względów sezonowych rośnie popyt na pracę. Jest to raczej zły prognostyk dla przyszłego zatrud-

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

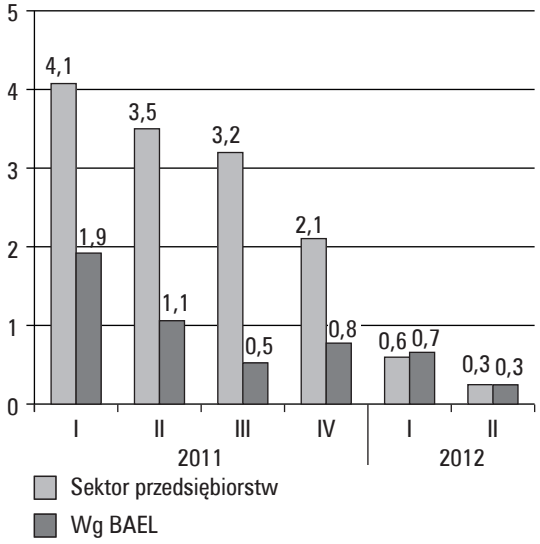
$$\Delta U_t = (1 - U_t)\left[\Delta \ln\left(\frac{L_t}{P_t}\right) - \Delta \ln\left(\frac{E_t}{P_t}\right)\right],$$

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

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

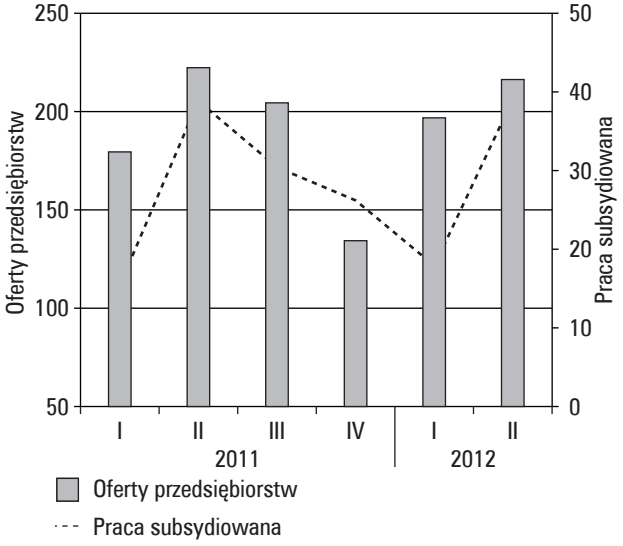
nienia. Tylko nieco lepiej wygląda sytuacja w przypadku miejsc pracy subsydiowanych przez państwo. Ilość miejsc pracy oferowanych przez państwo jest jednak mniejsza niż przez sektor prywatny i ma mniejsze znaczenie dla ogólnej sytuacji na rynku pracy.

Rysunek 3.8. **Dynamika ztrudnienia (w %)**



Źródło: GUS.

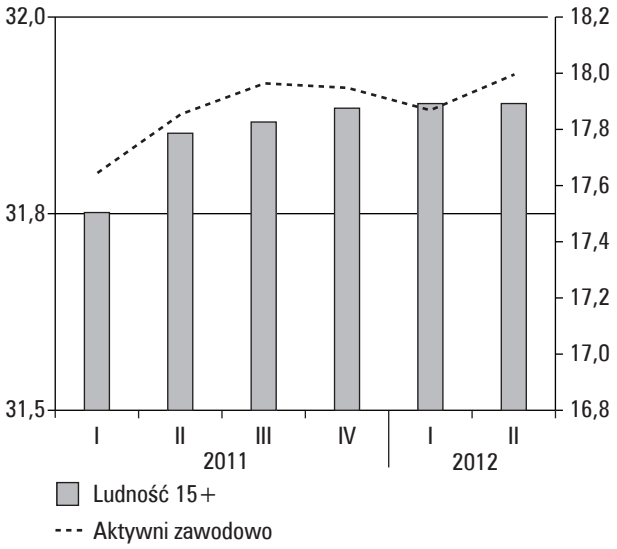
Rysunek 3.9. **Oferowane miejsca pracy (w tys.)**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

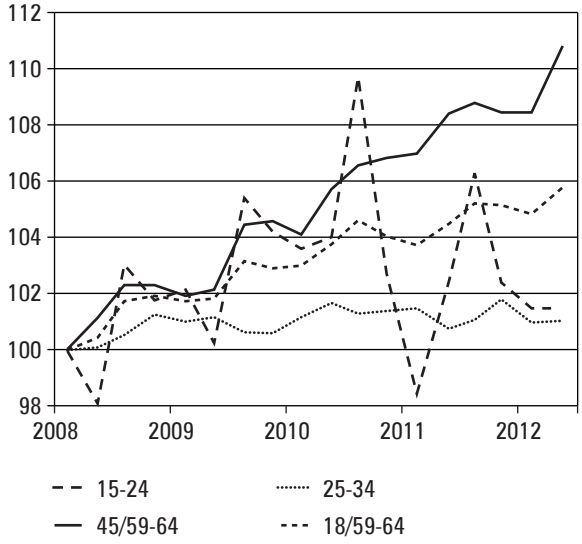
W warunkach spadającego popytu na pracę rośnie podaż pracy. W pierwszej połowie 2012 r. liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się o około 1% (r./r.). Przyczyn tego należy się dopatrywać w procesach demograficznych i rozwiązaniach instytucjonalnych. Z jednej strony rośnie liczba osób w wieku 15+, z drugiej zaś zwiększa się aktywności zawodowa wśród osób w wieku przedemerytalnym (45/59−64), ponieważ z końcem 2008 r. ograniczono możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury.

Rysunek 3.10. **Ludność w wieku 15+ oraz aktywni zawodowo (w mln)**



Źródło: GUS.

Rysunek 3.11. **Współczynniki aktywności zawodowej grup wiekowych (2008 = 100)**



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

Perspektywy dla rynku pracy są mało optymistyczne. Comiesięczne dane napływające z urzędów pracy i sektora przedsiębiorstw świadczą o wzroście bezrobocia i pogłębieniu tendencji spadkowej w popycie na pracę w okresie letnim, kiedy zazwyczaj sytuacja na rynku pracy jest najlepsza. Stopa bezrobocia wzrosła z 12,3% w lipcu do 12,4% w sierpniu, w sektorze przedsiębiorstw w lipcu zlikwidowano 2,6 tys., a w sierpniu 6,6 tys. miejsc pracy. W najbliższym czasie należy się spodziewać kontynuacji tego niekorzystnego trendu. Przyczyni się do tego spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego, załamanie produkcji w budownictwie (wcześniej na wahania koniunktury był wrażliwy przede wszystkim przemysł) oraz występujące na przełomie roku czynniki o charakterze sezonowym. Wspierać popyt na pracę może niska dynamika płac realnych oraz polityka rządu. Przypomnijmy, w ubiegłym roku wydatki z Funduszu Pracy na aktywną politykę rynku pracy (na staże zawodowe, prace interwencyjne, roboty publiczne) ograniczono o 50%, w połowie bieżącego roku, wobec rosnącego bezrobocia, zwiększono je o 500 mln zł. W projekcie budżetu na przyszły rok przewidywane jest zwiększenie środków na aktywną politykę rynku prac o około 1 mld zł. Należy oczekiwać wzrostu stopy bezrobocia do poziomu 13–13,5% na koniec bieżącego roku, 13,5–14% pod koniec I kwartału i około 13,5% w połowie przyszłego roku.

HOUSHOLDS

Abstract

Deepening slowdown of private consumption has weakened economic growth. Growth of wages purchasing power has been the weakest for a decade because of a high inflation rate and a low rate of nominal wages growth. This negative tendency will continue in forthcoming quarters.

Labor market situation is the worst since the before-crises year 2008. Unemployment rate has reached a higher level then in the previous years, dynamics of employment has decreased, job searching time has lengthened. Negative tendencies are expected to strengthen in the forthcoming quarters. Labor demand will decrease because of low economic growth and seasonal factors.

Słowa kluczowe: konsumpcja, płace, rynek pracy, zatrudnienie, bezrobocie.

Key words: consumption, wages, labor market, employment, unemployment.

4. SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW

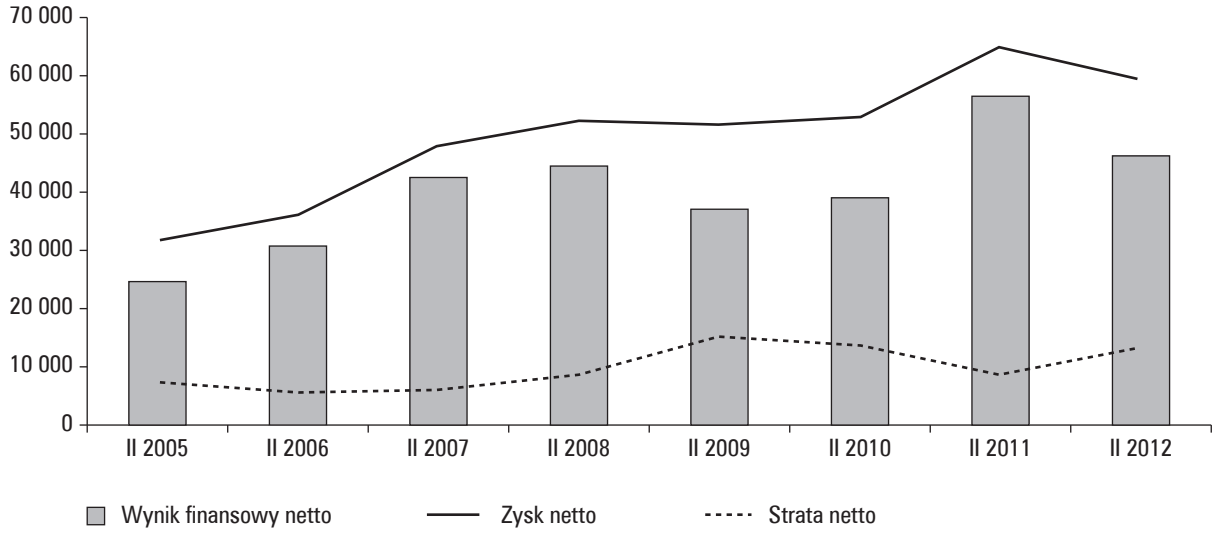
Magdalena Olender-Skorek[*]

4.1. WYNIKI FINANSOWE I INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW

Rok 2012 przyniósł osłabienie wyników i wskaźników finansowych polskich przedsiębiorstw do poziomu odnotowanego w 2008 r.; rentowność w poł. 2012 r. jest najniższa od kilku lat, a rosnące koszty materiałów i surowców, przy malejącym popycie sugerują, że sytuacja w najbliższym czasie się nie poprawi.

Po wyjątkowo dobrych wynikach osiągniętych przez polskie przedsiębiorstwa w drugiej połowie 2011 r., przyszedł czas na pogorszenie sytuacji (tab. 4.1). Rok 2012 przyniósł spadek wyników finansowych i zysków przedsiębiorstw do poziomu zbliżonego do 2008 roku. Jedyny wzrost, jaki zaobserwowano, dotyczy wypracowanego przez przedsiębiorstwa poziomu przychodów. Jest to jednak wzrost wyłącznie nominalny (o 8,2%), któremu dodatkowo towarzyszył szybszy jeszcze wzrost kosztów (9,8%). Koszty rosną głównie za sprawą cen materiałów i surowców, droga jest też benzyna, a dodatkowo coraz częściej pojawiają się zatory w płatnościach. Wyjątkowo dużą zmianę, bo aż o 50%, odnotowano w stracie netto, do czego bez wątpienia przyczyniły się przedsiębiorstwa branży budowlanej, przetwórstwa przemysłowego i handlu (rys. 4.1).

Rysunek 4.1. **Wynik finansowy netto przedsiębiorstw w wyniku zmian zysku i straty netto w II kwartałach w latach 2005–2012 (w mln zł)**



Źródło: GUS.

[*] Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

Przełożyło się to na zwiększenie wskaźnika kosztów do poziomu gorszego od tego, jaki odnotowano nawet w kryzysowym 2009 r. (95,2% wobec 95,1%). Przedsiębiorstwa polskie zaczynają borykać się ze spadającą rentownością – od wielu lat wskaźniki rentowności nie były na tak niskim poziomie (zbliżonym do średniej rentowności obligacji skarbowych). W obliczu słabnącego popytu i presji na ograniczenie marż, trudno będzie tę sytuację poprawić.

Tabela 4.1. **Wybrane dane ekonomiczno-finansowe polskich przedsiębiorstw w II kwartałach w latach 2007–2012**

Pozycja finansowa	II 2007	II 2008	II 2009	II 2010	II 2011	II 2012	Zmiana II 2012/ /II 2011
	w mld zł						
Przychody z całokształtu działalności	802,9	920, 0	927,3	954,2	1 072,6	1 160,6	+8,2%
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności	750,5	865,4	888,5	906,1	1 005,9	1 105,0	+9,8%
Wynik na działalności finansowej	1,9	1,5	–4,2	0,21	5,67	3,1	–45,3%
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	3,9	4,3	3,7	3,0	5,07	3,5	–30,97%
Wynik finansowy brutto	52,5	54,8	45,1	48,0	66,7	55,6	–16,64%
Wynik finansowy netto	42,7	44,3	37,1	39,3	56,7	46,2	–18,52%
Zysk netto	48,3	52,5	52,0	52,9	65,1	59,7	–8,29%
Strata netto	5,5	8,2	14,9	13,7	9,0	13,5	+50%
Nazwa wskaźnika	w %						w pkt. proc.
Wskaźnik poziomu kosztów	93,5	94,0	95,1	95,0	93,8	95,2	+1,4
Wskaźnik rentowności ze sprzedaży	6,0	5,5	5,1	4,9	5,4	4,4	–1,0
Wskaźnik rentowności obrotu netto	5,3	4,8	4,0	4,1	5,2	4,0	–1,2
Wskaźnik rentowności obrotu brutto	6,5	6,0	4,9	5,0	6,2	4,8	–1,4
Wskaźnik płynności I stopnia	32,9	31,9	33,4	37,5	37,7	32,0	–5,7
Wskaźnik płynności II stopnia	99,8	98,9	97,1	103,6	104,6	97,3	–7,3

Źródło: GUS (dane na koniec okresu).

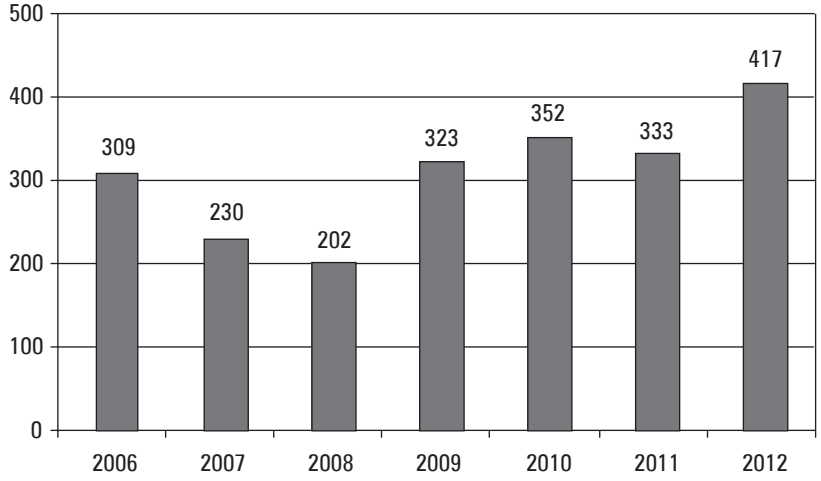
W 2012 r. znacząco wzrosła liczba upadłości, przy czym prawie co czwarta upadłość dotyczyła firm z branży budowlanej; zakończone Euro 2012, rosnące ceny materiałów i problemy budownictwa mieszkaniowego wskazują na to, że w najbliższym czasie sytuacja się nie zmieni.

Słabe wyniki polskich przedsiębiorstw w wielu przypadkach doprowadziły do ich upadłości. W pierwszym półroczu 2012 r. polska gospodarka przeżyła prawdziwą ich falę: upadłości było więcej niż w latach spowolnienia gospodarczego (rys. 4.2).

Licznie upadały zarówno biura podróży, jak i niewielkie przedsiębiorstwa handlowe, ale zdecydowanie najczęściej do upadku dochodziło w branży budowlanej. Nie powinno to dziwić, gdyż ta tendencja utrzymuje się już kilka lat. W najbliższym czasie bez wątpienia nastąpi pogorszenie tej sytuacji, tym bardziej że przestał już działać dotychczasowy największy impuls budowlany w postaci

organizacji mistrzostw EURO 2012. Jednocześnie nasila się oddziaływanie wielu innych czynników hamujących tę branżę gospodarki. Jednym z nich są zatory płatnicze, które dotknęły przede wszystkim realizatorów kontraktów rządowych. Doprowadziły one do upadku nie tylko najmniejsze firmy z branży, ale i te większe, bardziej znane, takie jak grupa PBG (do której należy Hydrobudowa). Nieprzewidziany wzrost cen materiałów budowlanych oraz paliw dodatkowo zmniejszył rentowność inwestycji budowlanych, na które umowy podpisano jeszcze kilka lat temu. Tak było m.in. z budową autostrad i Stadionu Narodowego, na których to (w ostatecznym rozrachunku) wykonawcy praktycznie nic nie zarobili.

Rysunek 4.2. **Liczba postanowień upadłościowych w Polsce w pierwszych półroczach lat 2006–2012**



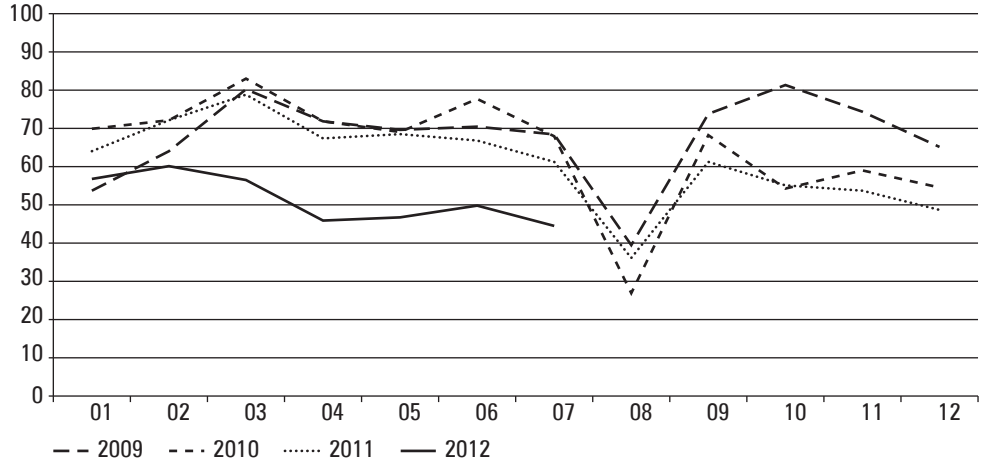
Źródło: Coface.

Problemy odnotowuje też budownictwo mieszkaniowe, gdzie pomimo bardzo niskiego poziomu popytu, podaż mieszkań nie zdążyła jeszcze wyhamować (a rozpoczęte wcześniej inwestycje obecnie są kończone). Sytuacji nie poprawiają spadające od miesięcy ceny lokali mieszkalnych, gdyż nadal niewiele osób stać na zakup własnego mieszkania, a dostęp do kredytów hipotecznych (za sprawą zwiększonych wymogów nałożonych przez KNF) znów jest utrudniony.

Spośród wszystkich dziedzin przemysłu na uwagę zasługuje wyjątkowo silny spadek produkcji samochodów osobowych, czego główną przyczyną jest wyhamowanie eksportu; sytuację rynku motoryzacyjnego w Polsce może zmienić ustabilizowanie się sytuacji gospodarczej na rynkach światowych.

W polskim przemyśle wyjątkowo mocno spadła produkcja aut osobowych. Przez ostatnie lata produkcja ta wykazywała wahania sezonowe, ale liczba wypuszczanych na rynek samochodów była względnie stabilna. Rok 2012 złamał tę tendencję, konsekwentnie utrzymując produkcję aut na poziomie niższym niż dotychczas (rys. 4.3). Jest to wynik przede wszystkim spadku eksportu samochodów produkowanych w Polsce. W I kwartale 2012 r. eksport ten spadł o 18,4%, głównie za sprawą niepewnej sytuacji gospodarczej na rynkach światowych. Rodzimego rynku nie wspierają też sami Polacy, ograniczający zakupy nowych aut, nie tylko tych krajowych – wskazują na to dane dotyczące rejestracji nowych samochodów, wg których minione miesiące przyniosły rekordowo niskie wyniki. Do poprawy sytuacji na rynku motoryzacyjnym nie przyczynia się także wysoki poziom cen ropy naftowej, zwiększający koszty podróży własnym autem. W ciągu ostatnich dwóch lat wzrost cen benzyny był na poziomie 40% i tylko umocnienie złotego jest w stanie ograniczyć kolejne podwyżki.

Rysunek 4.3. **Miesięczna produkcja aut w Polsce w latach 2009–2012 (w tys. szt.)**

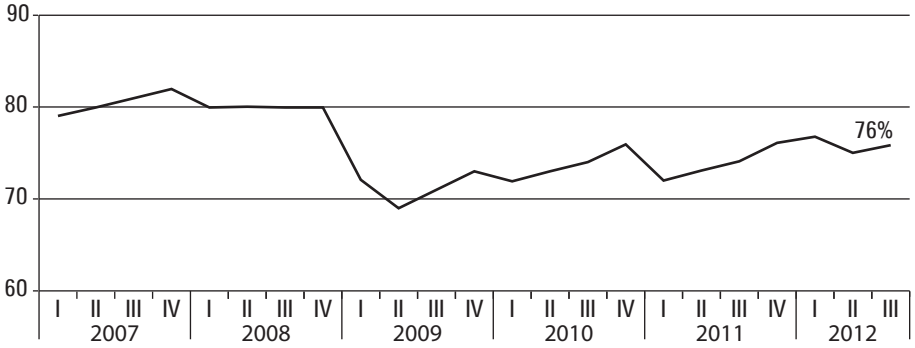


Źródło: GUS.

Oczekujemy spadku dynamiki inwestycji polskich przedsiębiorstw; wskazują na to zarówno niski poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, jak i utrzymująca się bariera popytowa.

Po pierwszej połowie 2012 r. nie ma wyraźnych przesłanek do tego, aby liczba nowych inwestycji w Polsce zaczęła rosnąć. Wręcz przeciwnie: polskie przedsiębiorstwa będą podejmowały coraz mniej nowych inwestycji, chociaż inwestycji w toku i tak jest wyjątkowo mało. Badanie NBP wskazuje dodatkowo, że rekordowo wielu przedsiębiorców wstrzymuje się z rozpoczęciem zaplanowanych wcześniej inwestycji (57,6% wobec dotychczasowego trendu na poziomie ok. 47%).

Rysunek 4.4. **Wykorzystanie mocy produkcyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2012 (w %)**



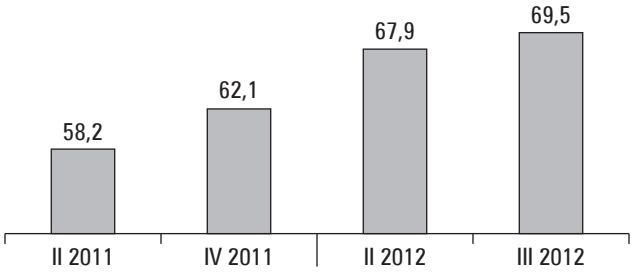
Źródło: GUS.

Co doprowadziło do takiej sytuacji, skoro przedsiębiorstwa nie mają większych problemów z samofinansowaniem inwestycji (wskaźniki płynności od wielu kwartałów utrzymują się na wysokim poziomie)? Otóż w przedsiębiorstwach utrzymuje się relatywnie niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych (rys. 4.4). Towarzyszą mu plany ograniczenia produkcji, spowodowane głównie pesymizmem dotyczącym poziomu nowych zamówień (wskaźnik na poziomie –10 pkt. proc. r./r.), utrzymującym się znaczeniem bariery popytowej (wskaźnik prognozy popytu: –9,1 pkt. proc. r./r.) i zalegającymi w magazynach zapasami wyrobów gotowych[1]. Duża jest też niepewność koniunktury za granicą, m.in. w strefie euro.

[1] *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na III kw. 2012*, NBP.

Duża grupa przedsiębiorstw obok ograniczania inwestycji deklaruje wstrzymanie się z zatrudnieniem (rys. 4.5). Wskaźnik prognoz zatrudnienia (–2,8%) informuje, że więcej firm planuje redukcję niż zwiększanie personelu. Dodatkowo już w połowie roku 2012 odnotowano zerową dynamikę poziomu wynagrodzeń, a kolejny kwartał przyniesie obniżkę płac (badania NBP wskazują, że 90% przedsiębiorstw nie odczuwa presji płacowych).

Rysunek 4.5. **Udział przedsiębiorstw wstrzymujących się z inwestycjami lub zatrudnieniem (% objętych badaniem)**



Źródło: NBP.

NON-FINANCIAL CORPORATIONS
FINANCIAL EARNINGS AND CORPORATE INVESTMENTS

Abstract

In the first half of 2012 financial performance of Polish enterprises weakened, returning to the 2008 levels. Lowest profitability for a couple of years and rising materials and energy costs coupled with shrinking demand suggest that the situation is not going to improve in the forthcoming months. The number of bankruptcies increased in 2012, with one in four of them afflicting the construction industry. Finalized Euro 2012, rising costs of materials and housing industry difficulties contribute to the negative outlook for this sector. Car manufacturing output was the hardes hit among industrial branches. It was due to a major extent to the shrinking exports. The situation of domestic automotive industry can only be improved if the world economy stabilizes. The dynamics of enterprises' investment outlays is expected to fall, negatively affected by low production capacity utilization and strong demand barriers.

Słowa kluczowe: wyniki finansowe, polskie przedsiębiorstwa, przetwórstwo przemysłowe, inwestycje, zatrudnienie.

Key words: earnings, Polish enterprises, manufacturing, investments, employment.

Michał Zajfert*

4.2. INFRASTRUKTURA

Po Euro 2012 znacznie spadło tempo inwestycji infrastrukturalnych, co może mieć negatywny wpływ na PKB.

Od listopada 2007 do końca lipca br. oddano do ruchu ponad 1000 km autostrad i dróg ekspresowych, z czego 190 km w pierwszym półroczu 2012 roku. Tymczasem pierwotne plany zakładały budowę w tym okresie ok. 3000 km takich tras, w większości w ramach przygotowań do mistrzostw Euro 2012. Zgodnie z komunikatem Generalnej Dyrekcji Dróg Krajowych i Autostrad, w III kwartale br. zostanie otwartych kolejnych 271 kilometrów nowych dróg szybkiego ruchu. Jednak w kolej-

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

nych kwartałach należy się spodziewać znacznego spadku tempa inwestycji drogowych, zatem ich wpływ na polski PKB będzie mocno ograniczony.

Konsorcja budowlane, angażując się w budowę autostrad i stadionów na Euro 2012, liczyły na osiągnięcie znacznych zysków. Tymczasem od początku kontrakty były rozstrzygane na granicy opłacalności, ponadto nie uwzględniały rosnących cen materiałów, co uniemożliwiało późniejsze renegocjacje. Faktycznie był to kluczowy czynnik, z powodu którego wielu etapów nowo budowanych autostrad nie ukończono w terminie. Bankructwa dużych konsorcjów i mniejszych firm podwykonawczych sprawiają, że niektóre fragmenty budowanych wciąż autostrad mogą być ukończone dopiero w drugiej połowie 2013 roku. Znaczne straty koncernów budowlanych to także problem banków udzielających kredytów i poręczeń dla firm budowlanych, funduszy inwestycyjnych i podwykonawców. Dlatego stanowi to poważny problem dla całej gospodarki.

Mając na uwadze znaczny spadek tempa budowy dróg, konsorcja zaczęły poszukiwać innych możliwości. Budimex, licząc na inwestycje kolejowe na początku 2012 r., podjął decyzję o zakupie Przedsiębiorstwa Napraw Infrastruktury od Grupy PKP. Analiza opłacalności jego zakupu opierała się wyłącznie na udostępnionych przez PKP danych, jednocześnie po sfinalizowaniu w marcu br. transakcji PKP PLK odebrała PNI część zleceń dotyczących utrzymania torów. Regulamin PKP PLK umożliwia bowiem stosowanie wobec innych spółek z grupy PKP preferencji, jeśli zlecenie ma stosunkowo niedużą wartość. W efekcie przychody PNI spadły o ok. 20%. Ostatecznie w sierpniu br. Przedsiębiorstwo Napraw Infrastruktury złożyło wniosek o ogłoszenie upadłości.

Negatywne skutki niedoszacowanych kontraktów na budowę autostrad mają też wpływ na terminową budowę gazoportu, gdyż jako podwykonawcy realizują je te same firmy budowlane. Terminal skroplonego gazu ziemnego dostarczanego drogą morską buduje powołana w tym celu w 2007 r. spółka Polskie LNG. W pierwszym etapie działania terminal ma odbierać ok. 30% obecnego rocznego zapotrzebowania na gaz w Polsce. W kolejnym etapie możliwy udział ma wzrosnąć do ok. 50%. Planowany termin ukończenia pierwszego etapu budowy terminalu to koniec czerwca 2014 r., wtedy też ma tam wpłynąć pierwszy statek z gazem zamówionym już w Katarze. Oddanie terminalu do użytku pozwoli Polsce na realną dywersyfikację źródeł gazu, co uchroniłoby polskich odbiorców przed dalszymi podwyżkami cen tego surowca.

Zmiany na międzynarodowym rynku gazu i regulacyjna polityka UE stawiają Polskę w trudnej sytuacji.

Amerykańskie konsorcja wydobywcze już od ponad 20 lat poszukują efektywnych metod eksploatacji gazu z łupków. Komercyjny sukces odnieśli dopiero w 2007 r., a już dwa lata później USA stały się niezależne od importu gazu. Cały czas następuje ciągły postęp w technologii jego wydobycia, a nowe technologie pozwalają m.in. znacznie ograniczyć zarówno koszty samego wydobycia jak i jego skutki dla środowiska naturalnego. W efekcie w ciągu czterech lat ceny gazu w Stanach Zjednoczonych spadły o 80%. Ma to wpływ na globalny rynek tego surowca. Firmy planujące wcześniej eksport skroplonego gazu do USA zaczęły szukać nowych rynków zbytu, co doprowadziło do spadku cen tego surowca w Europie Zachodniej, godząc w interesy Gazpromu. W I kwartale br. jego eksport gazu do Europy Zachodniej zmalał o 8%, a do republik byłego Związku Radzieckiego aż o 30%. W efekcie, pomimo podniesienia w tym samym czasie o 15% cen gazu dla tych odbiorców, w I kwartale zysk Gazpromu spadł o 24% licząc rok do roku. Obecnie cena gazu na rynku europejskim jest o ok. 40% niższa niż ta określona w wieloletnim kontrakcie Polski z Gazpromem. Na początku listopada 2011 r. PGNiG rozpoczęło procedurę arbitrażu w sporze z Gazpromem o ceny gazu, która powinna zakończyć się do końca I kwartału 2013 roku. Umowę na dostawy gazu do naszego kraju PGNiG zawarło z Gazpromem w 1996 r., a zmianę jego ceny formalnie negocjowało od kwietnia 2011 roku. Zdaniem PGNiG, na europejskim rynku gazu zaszły istotne zmiany, ponadto polski kontrakt z Gazpromem powinien odzwierciedlać poziom ceny rynkowej w Unii Europejskiej.

Komisja Europejska na początku września br. zapowiedziała kontrolę, czy Gazprom stosuje praktyki monopolistyczne w Europie Środkowej i Wschodniej. Postępowanie Komisji dotyczy umów Gaz-

promu w ośmioma krajami: Estonią, Łotwą, Litwą, Polską, Czechami, Słowacją, Węgrami i Bułgarią. We wszystkich tych państwach znaczna część gazu jest importowana z Rosji. Za łamanie przepisów antymonopolowych Bruksela może nałożyć grzywnę w wysokości do 10% rocznych obrotów firmy i żądać usunięcia z kontraktów zapisów kwestionowanych przez KE. Gazprom oświadczył, że jest zarejestrowany poza granicami jurysdykcji UE, zgodnie z rosyjskim prawem jest spółką wypełniającą społecznie ważne funkcje i ma status strategicznej organizacji kontrolowanej przez państwo.

Obrót gazem to w Polsce jeden z ostatnich monopoli – na rynku hurtowym aż 99,8% tego surowca dostarcza państwowy PGNiG, na rynku detalicznym jego udział wynosi 96%. Już w 2011 r. Komisja Europejska rozpoczęła postępowanie wobec Polski, zarzucając, że stosowanie w Polsce regulowanych cen gazu i jego obrót przez monopolistę są sprzeczne z przepisami UE.

Kluczową alternatywą dla gazu ziemnego, w której pokłada się w Polsce znaczne nadzieje, jest gaz łupkowy, jednak jego eksploatacja nadal jest na etapie poszukiwań i wykonywania próbnych odwiertów. Jednocześnie dopiero we wrześniu br. zostały ogłoszone konkursy na dofinansowanie przez rząd badań nad opracowaniem polskich technologii eksploatacji gazu z łupków. Warto dodać, że, jak wynika z raportu Instytutu Kościuszki, dzięki rozwojowi wydobycia gazu łupkowego w ciągu najbliższych 10 lat w Polsce może powstać ponad 150 tys. nowych miejsc pracy.

Nowy raport przygotowany we wrześniu br. na zlecenie Komisji Europejskiej wskazuje, że pozyskiwanie gazu łupkowego grozi ryzykiem dla środowiska i zaleca surowe regulacje eksploatacji. Stoi to w sprzeczności z wcześniejszym raportem w tej sprawie opublikowanym w pierwszej połowie br., w którym wskazywano, że nie ma konieczności wprowadzania specjalnych regulacji eksploatacji łupków, a polskie przepisy w tej kwestii są bardziej restrykcyjne niż w Niemczech czy Francji. Zapewne w 2013 r. na podstawie nowego raportu Komisja Europejska zdecyduje o ewentualnych zmianach przepisów. Polskie władze już zapowiedziały interwencję w tej sprawie.

Ewentualne zaostrzenie unijnych przepisów o eksploatacji łupków uderzy przede wszystkim w Polskę, gdzie na największą skalę w Europie prowadzone są poszukiwania gazu łupkowego. Jednocześnie, także na skutek regulacji unijnych, Polska stoi przed poważnym problemem konieczności zaniechania produkcji energii elektrycznej z węgla ze względu na restrykcje wobec emisji CO_2.

Istotną alternatywą dywersyfikującą źródła energii elektrycznej ma być w Polsce elektrownia jądrowa. Jednak po dwóch latach przygotowań do budowy pierwszej w Polsce takiej elektrowni całkowicie zmieniono zakładany model realizacji tej inwestycji i późniejszego funkcjonowania. Zadanie to będzie realizować konsorcjum czterech państwowych firm (trzy firmy energetyczne i KGHM), a nie tylko jedna PGE. Ma to ułatwić zapewnienie niezbędnych środków finansowych – PGE oprócz tej inwestycji musi sfinansować modernizację swoich elektrowni konwencjonalnych, budowę odnawialnych i rozbudowę sieci energetycznej. Zmieni się także procedura wyboru partnerów zagranicznych. Wszystko to oznacza, że o kolejne lata odwleka się sama realizacja tej inwestycji.

Wysokie koszty zastąpienia energii nuklearnej energią pozyskiwaną ze źródeł odnawialnych stanowią poważny problem nawet dla tak bogatych gospodarek jak niemiecka. Obecnie dzięki preferencyjnym przepisom ok. 25% energii pochodzi tam ze źródeł odnawialnych, jednak szybki rozwój zielonej energii sprawia równie szybki wzrost kosztów jej subwencjonowania. Obecnie cena energii zawiera tam ok. 17% dopłaty na inwestycje w zieloną energię, zdaniem ekspertów, wkrótce będzie konieczny dalszy wzrost tej dopłaty pociągający za sobą podwyżkę cen energii o ok. 8%, a do końca dekady energia w Niemczech może zdrożeć o 30%.

Przykład ten dobitnie wskazuje, że energia odnawialna jest dziś zbyt droga, by mogła stanowić w Polsce alternatywę wobec dominujących obecnie elektrowni węglowych. Przy dalszym zaostrzaniu unijnych restrykcji wobec emisji CO_2 należy więc oczekiwać kolejnego wzrostu cen energii w naszym kraju. Może to mieć negatywny wpływ na polską gospodarkę, gdyż ceny energii są istotnym komponentem kosztów wielu jej działów. Długookresowo obniżkę cen energii w Polsce może przynieść komercyjne wydobycie gazu łupkowego i wytwarzanie z niego energii. Ewentualnie poprawę sytuacji mogłaby spowodować budowa nowych linii energetycznych pozwalających na import energii z krajów za naszą wschodnią granicą, których nie dotyczą restrykcje emisji CO_2, jednak oznaczałoby to uzależnienie gospodarki od tego importu. Energia jądrowa najprawdopodobniej nie będzie w Polsce stanowiła istotnego udziału w ogólnym bilansie, więc wpływ kosztów jej wytwarzania na cenę energii będzie ograniczony.

Inwestycje w infrastrukturę telekomunikacyjną realizowane są w dużej mierze dzięki środkom unijnym; Polska może jednak te środki stracić, jeśli nadal tak długo będą trwały procedury administracyjne, a wprowadzane nowelizacje poszczególnych ustaw nie przyniosą oczekiwanych efektów.

Rynek telekomunikacyjny boryka się z problemami inwestycyjnymi. Rozpoczęte kilka lat temu projekty, w ramach których zakładano budowę infrastruktury, powoli zaczynają się kończyć. Wszystko wskazuje jednak na to, że tylko nielicznym uda się zrealizować postawione na początku projektów cele.

Nie byłaby to kwestia bardzo kłopotliwa, gdyby nie fakt, że telekomunikacyjne inwestycje infrastrukturalne w dużej mierze finansowane były ze środków UE, a realizowane przez gminy. Problemy z niewywiązaniem się z podpisanych umów mogą się przyczynić do wstrzymania certyfikacji dalszych środków finansowych. Sytuacja taka pojawiła się już w ramach projektów POIG 7 oś priorytetowa, w przypadku których Komisja Europejska wydała decyzję o okresowym zamrożeniu finansowania. Z kolei w raporcie NIK wskazano, że na skutek opóźnień w harmonogramach projektów może dojść nawet do całkowitej utraty dofinansowania, które w przypadku projektów telekomunikacyjnych wynosi 1 mld euro.

Trudno wskazać jednoznaczną przyczynę problemów z budową sieci telekomunikacyjnej ze środków unijnych, ale duża część beneficjentów narzeka na aspekty formalno-prawne. Wiele kontrowersji budzi *Ustawa o zamówieniach publicznych*, mocno wydłużająca procesy inwestycyjne projektów, w których partycypują gminy. Dodatkowo problematyczne staje się zapewnienie wkładu własnego w części inwestycji i zabezpieczenie w budżetach gmin odpowiedniej kwoty na prowadzenie rozpoczętych projektów. Zagrożenie, o którym gminy jeszcze nie myślą, a które bez wątpienia już wkrótce wypłynie w debatach publicznych, będzie konieczność utrzymania trwałości projektów przez pięć lat po zakończeniu inwestycji.

Pomóc w tej sytuacji ma tzw. megaustawa, którą znowelizowano, by lepiej spełniała swoje funkcje. Nowe zapisy precyzują m.in. kwestię dostępu do już istniejącej infrastruktury, którą w ramach budowy nowej sieci telekomunikacyjnej można by wykorzystać. Pojawiła się też oferta TP na długoterminową (bo ponad dwudziestoletnią) dzierżawę jej własnej sieci – na zasadach zbliżonych do tzw. *nieodwoływalnego prawa użytkowania*. Dla wielu projektów taka dzierżawa może okazać się kołem ratunkowym – o ile tylko możliwe będzie rozliczenie amortyzacji tej dzierżawy po stronie beneficjentów projektów, gdyż wówczas opłaty z nią związane stają się kosztem kwalifikowanym.

NON-FINANCIAL CORPORATIONS

INFRASTRUCTURE

Abstract

Telecom infrastructure investments have been realized mainly thanks to EU funding. Poland is at risk to lose the funds unless administrative procedures shorten considerably and legislative changes bring expected results. After the Euro 2012 infrastructural investments have fallen substantially, negatively contributing to the GDP growth. Changes on the international gas market and the EU regulatory policy put Poland in a difficult situation

Słowa kluczowe: infrastruktura drogowa, autostrady, energetyka, źródła odnawialne, gaz łupkowy, limity emisji CO_2, rynek telekomunikacyjny, środki unijne.

Key words: road infrastructure, highways, power industry, renewable energy sources, shale gas, CO_2 reduction limits.

Ignacy Morawski[*]

5. SEKTOR FINANSÓW PUBLICZNYCH

Konsolidacja fiskalna wpływa negatywnie na wzrost PKB i ten wpływ utrzyma się co najmniej do przyszłego roku, choć jego skala będzie malała.

Polska jest w trakcie największej konsolidacji fiskalnej w ostatnich 15 latach i jednej z największych konsolidacji w Unii Europejskiej. Uwadze opinii publicznej często umyka fakt, że pod względem skali oszczędności fiskalnych w latach 2010–2013 Polska osiąga wynik podobny m.in. do Hiszpanii czy Włoch. To w naturalny sposób wpływa na ograniczenie tempa wzrostu gospodarczego, a kumulacja negatywnych efektów występuje od połowy 2012 r., czyli dokładnie w okresie, którego dotyczą prognozy w naszym bieżącym raporcie.

Skalę konsolidacji fiskalnej liczy się zwykle jako zmianę tzw. cyklicznie dostosowanego salda pierwotnego finansów publicznych. Jest to saldo skorygowane o wpływ cyklu koniunkturalnego oraz pomniejszone o koszty obsługi długu – dzięki takim korektom w przybliżeniu uzyskuje się szacunek zmian fiskalnych, jakich dokonał w danym roku rząd. Wprawdzie taka metoda narażona jest na istotne pominięcia, jednak jest ona dość powszechnie stosowana.

Na podstawie szacunków Komisji Europejskiej i prognoz Ministerstwa Finansów można ocenić, że skala oszczędności fiskalnych w tym roku sięgnie w Polsce ok. 2,5% PKB, zaś w przyszłym będzie już nieco mniejsza i powinna ograniczyć się do ok. 1% PKB, choć jej ciężar skupi się na inwestycjach publicznych, co będzie wyjątkowo dotkliwe dla wzrostu gospodarczego.

Oszczędności fiskalne wpływają w tym momencie na realną gospodarkę wieloma kanałami. Po pierwsze, ograniczenie wydatków inwestycyjnych bezpośrednio wpływa na dynamikę inwestycji w gospodarce, jako że sektor publiczny odpowiada za ponad 30% całej krajowej aktywności inwestycyjnej. Po drugie, zmiany w podatkach i niektórych wydatkach mogą mieć negatywny wpływ na zatrudnienie i konsumpcję. Po trzecie, można argumentować, że konsolidacja fiskalna wpływa na umocnienie złotego, co z kolei przekłada się na obniżenie konkurencyjności eksportu. Korelację między nastawieniem polityki fiskalnej i kursem walutowym widać wyraźnie na rysunku 5.2. Naturalnie są to wszystko efekty krótkookresowe, a w średnim i dłuższym okresie wpływ konsolidacji fiskalnej na gospodarkę powinien być w miarę neutralny lub pozytywny – ograniczenie deficytu prowadzi bowiem do zwiększenia wiarygodności kredytowej kraju i tym samym niższych stóp procentowych.

Jeżeli chodzi o inwestycje, to od połowy 2012 r. stają się one głównym instrumentem oszczędności fiskalnych. Ich relacja w stosunku do PKB może obniżyć się z niemal 6% w 2011 r., do niewiele ponad 5% w 2012 r. i ok. 4% w 2013 roku. Oznaczałoby to, że nominalny spadek wydatków inwestycyjnych sektora publicznego może w niektórych kwartałach osiągnąć dwucyfrowe poziomy (w skali rocznej). Biorąc pod uwagę fakt, że w ostatnim kwartale dość wyraźnie obniżyła się dynamika inwestycji w sektorze prywatnym (w firmach przetwórczych zatrudniających powyżej 49 osób dynamika nominalna inwestycji spadła z 12% w I kwartale do 3% w II kwartale) i nic nie wskazuje na to, żeby w krótkim okresie miało nastąpić odbicie; na przełomie 2012 i 2013 r. dynamika inwestycji w całej gospodarce znajdzie się prawdopodobnie poniżej zera, a istnieje pewne ryzyko, że spadek będzie znaczący.

Warto w tym momencie zwrócić uwagę, że ścieżka inwestycji już znajduje się znacząco poniżej i tak mało optymistycznej projekcji Narodowego Banku Polskiego. W lipcowym raporcie o inflacji NBP szacował, że w II kwartale wzrost inwestycji wyniósł ok. 6%, tymczasem był trzy-

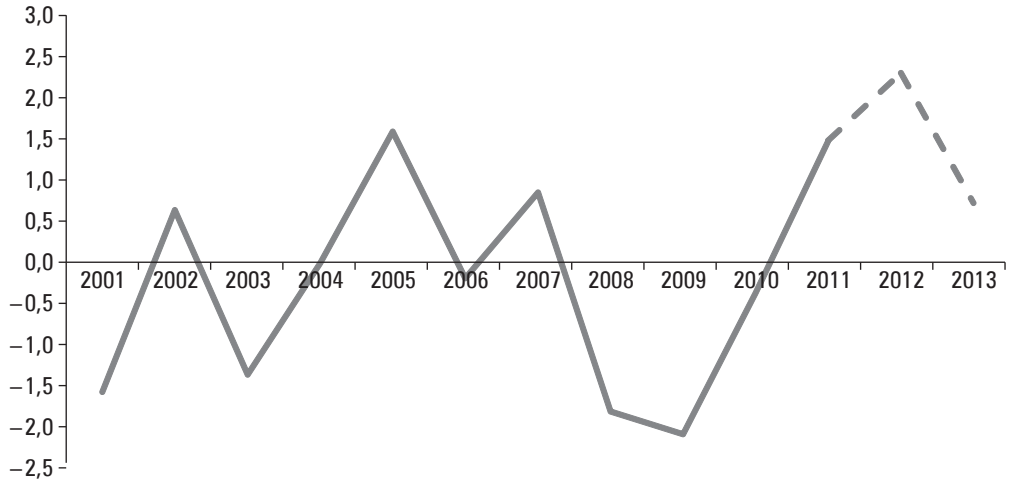
[*] Polski Bank Przedsiębiorczości.

krotnie niższy. Tempo hamowania aktywności inwestycyjnej zaczyna zatem wyglądać niepokojąco.

Trudniej jest ocenić dokładny wpływ zmian podatkowych i parapodatkowych na realną gospodarkę. Łącznie skala podwyżek podatków i parapodatków wyniosła w 2012 r. ok. 0,8% PKB, na co składają się podwyżki akcyzy, ograniczanie możliwości odliczeń VAT, zamrożenie progów podatkowych czy podniesienie składki rentowej. Wpływ tych zmian na dynamikę PKB jest na pewno negatywny, choć trudno ocenić skalę tego efektu. Podwyżka efektywnej stopy podatkowej i podwyżka akcyzy wpływają negatywnie na konsumpcję, choć nie jest to wpływ przekraczający dziesiąte części punktu procentowego. Większy negatywny wpływ na gospodarkę może mieć podwyżka składki rentowej po stronie pracodawcy o 2 pkt. proc. Wprawdzie wyniki badań w kwestii wpływu kosztów pracy na zatrudnienie nie są jednoznaczne, jednak wiele wskazuje, że w przypadku nisko płatnych zajęć popyt na pracę mógł się zmniejszyć z powodu podwyżki składki.

W 2013 r. skala zmian podatkowych będzie prawdopodobnie znacznie mniejsza. Wprawdzie utrzymane zostanie zamrożenie progów podatkowych oraz zlikwidowana zostanie możliwość odliczania kosztu uzyskania przychodu przy umowach o dzieło o wartości powyżej 85 tys. zł, ale w tym momencie brak jest planów poważniejszych zmian w podatkach. Można zatem szacować, że skala negatywnego impulsu podatkowego nie przekroczy w przyszłym roku 0,2–0,3% PKB, czyli będzie ponad dwukrotnie niższa niż w 2012 roku.

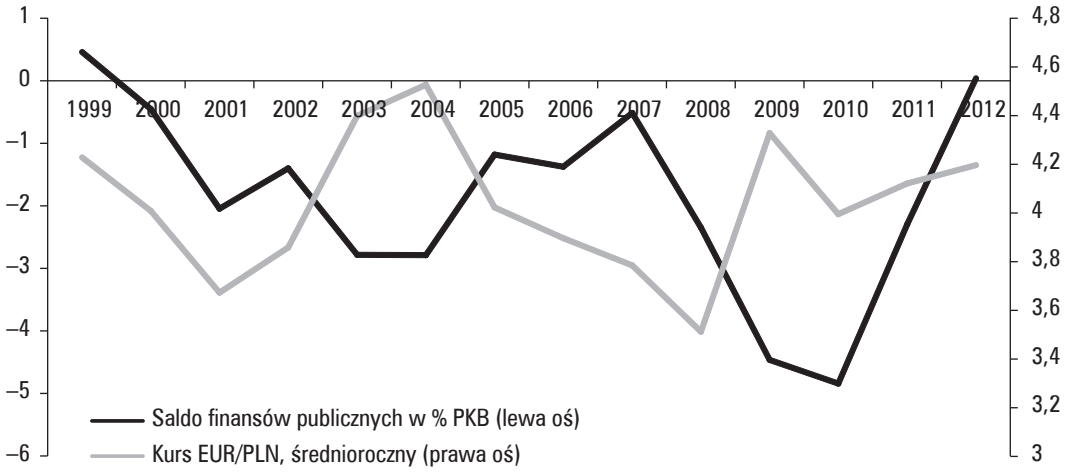
Rysunek 5.1. **Impuls fiskalny (wartości dodatnie oznaczają konsolidację, wartości ujemne – stymulus), mierzony zmianą cyklicznie dostosowanego pierwotnego salda finansów publicznych (na lata 2012–2013, prognoza Komisji Europejskiej)**



Źródło: AMECO.

Najtrudniej jest ocenić wpływ konsolidacji fiskalnej na gospodarkę poprzez kanał finansowy, czyli głównie kurs waluty, choć dotyczy to również stóp procentowych. Złoty jest walutą znajdującą się pod bardzo dużym wpływem czynników globalnych, m.in. ze względu na wysoką płynność dającą możliwość zajmowania zarówno krótkich jak i długich pozycji. Jeżeli jednak na świecie nie dojdzie do wydarzeń skrajnych – czyli np. bankructw państw – można oczekiwać, że konsolidacja fiskalna będzie wpływała *ceteris paribus* pozytywnie na złotego. W takiej sytuacji byłby to kolejny kanał, którym oszczędności fiskalne obciążą krótkookresowo wzrost PKB – poprzez zmniejszenie konkurencyjności eksportu. Wprawdzie trzeba zwrócić uwagę, że silniejsza waluta oznacza niższe stopy procentowe, co z kolei mogłoby być czynnikiem wspierającym inwestycje, jednak przy wysokim wpływie czynników pozarynkowych na aktywność inwestycyjną (obniżenie nakładów sektora publicznego) kanał stóp procentowych może nie stanowić silnego wsparcia gospodarki.

Rysunek 5.2. **Saldo finansów publicznych (cyklicznie dostosowane, pierwotne) i kurs złotego w latach 1999–2012**



Źródło: AMECO.

Pomimo oszczędności, obniżenie deficytu finansów publicznych poniżej wymaganego przez UE poziomu 3% PKB będzie w najbliższym roku bardzo trudne.

Działania oszczędnościowe opisane powyżej mają doprowadzić do spadku deficytu finansów publicznych z 5,1% PKB w 2011 r. do ok. 3,5% PKB w 2012 r. i niewiele niższego poziomu w 2013 roku. Jednak ze względu na znacznie niższy od wcześniejszych prognoz wzrost gospodarczy, obniżenie deficytu poniżej 3% PKB będzie trudne.

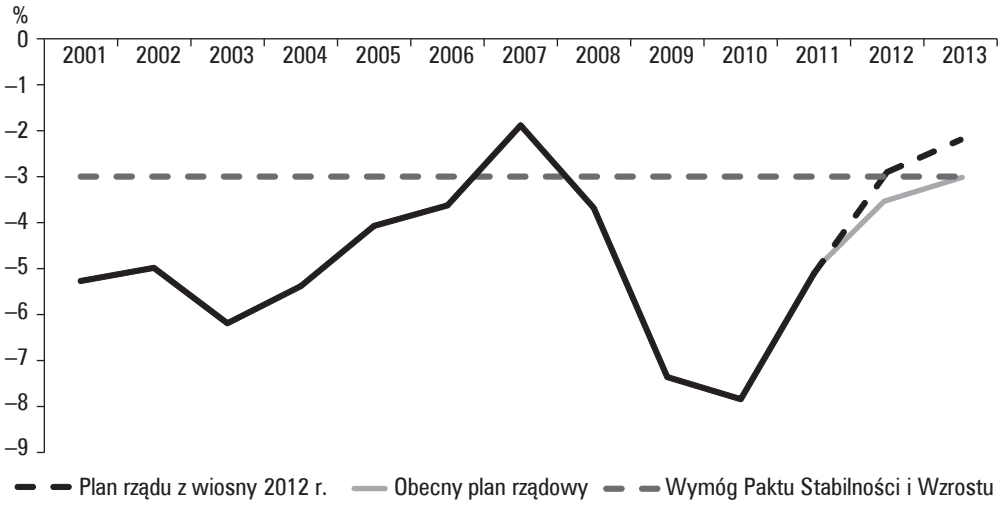
W momencie, kiedy rząd obiecywał obniżenie deficytu do poniżej 3%, oficjalna prognoza wzrostu PKB na 2013 r. wynosiła 3,5%. Teraz prognoza ta spadła do 2,2%. Przy tak znaczącym spadku dynamiki wzrostu dość silny będzie cykliczny podwyższający deficyt, czyli m.in. cykliczny spadek dynamiki dochodów podatkowych. W takich warunkach dążenie do spełnienia wymogów Unii Europejskiej wymagałoby wprowadzenia wielu dodatkowych oszczędności fiskalnych ponad te opisane powyżej, co mogłoby doprowadzić gospodarkę do recesji. Wątpliwe, żeby kryteria unijne stanowiły w takiej sytuacji dla rządu priorytet. Wprawdzie rząd utrzymuje oficjalnie, że wymogi UE zostaną w przyszłym roku spełnione, jednak koszt niedotrzymania obietnicy jest wyjątkowo niski – nałożenie sankcji na Polskę wydaje się scenariuszem bardzo mało prawdopodobnym. Tym bardziej jeżeli rząd udowodni, że wydłużenie ścieżki dojścia do założonego celu jest nieznaczne i uzasadnione warunkami makroekonomicznymi.

Natomiast całkiem realne jest, że uda się rozpocząć w Polsce proces obniżania długu publicznego. Dług ten rósł przez ostatnie cztery lata – od 2008 do 2011 roku. Łącznie w relacji do PKB zwiększył się w tym okresie o niemal 10 do 56,5 pkt. proc. (wg metodologii ESA95). Od tego roku jednak dług publiczny powinien się obniżać i jeżeli nie dojdzie do realizacji bardzo negatywnych scenariuszy makroekonomicznych, trend spadku może utrzymać się w kolejnych latach.

Polska jest krajem, w którym efektywne realne oprocentowanie długu publicznego jest niższe niż realny wzrost PKB, co sprawia, że dług stabilizuje się nawet przy nieznacznie ujemnym saldzie pierwotnym finansów publicznych (saldo pierwotne jest to saldo po odjęciu kosztów obsługi długu). Nawet jeżeli w nadchodzących latach realne oprocentowanie długu i realny wzrost PKB zrównają się, minimalnie dodatnie saldo pierwotne wystarczy do obniżenia relacji dług/PKB. Ponieważ koszt obsługi długu wynosi ok. 2,8% PKB, to teoretycznie poziom deficytu finansów publicznych przy którym dług znajduje się na ścieżce spadkowej wynosi – w zależności od koniunktury, inflacji, kursu walutowego i przychodów z prywatyzacji (które pozostają bez wpływu na deficyt, ale obniżają dług) – od 2,5 do 3,5% PKB.

W 2012 r. niemal pewne jest, że relacja długu do PKB się obniży – ze względu na cięcie deficytu, wysoki wzrost PKB w pierwszej połowie roku i umocnienie złotego. W przyszłym roku warunki będą trudniejsze, ale jeżeli uda się choć nieznacznie obniżyć deficyt, a złoty się nie osłabi, to relacja dług/PKB ponownie powinna się obniżyć.

Rysunek 5.3. **Saldo finansów publicznych w latach 2001–2013 (w % PKB)**



Źródło: MF, AMECO.

Plan redukcji deficytu finansów publicznych do 1% PKB do 2015 r. może napotkać na wiele przeszkód.

W większości krajów, w których przeprowadzana jest konsolidacja fiskalna, działania rządu ocenia się zwykle w długiej perspektywie, na podstawie wieloletnich planów. W Polsce planowanie wieloletnie jest rzadko stosowane, a jeżeli już – to jest dość mało przejrzyste. Warto jednak wykorzystać te plany, które istnieją, żeby ocenić długookresową strategię redukcji deficytu.

W Polsce plan długookresowy zawarty jest głównie w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa. Jednak struktura tego planu, czyli oparcie go na mało przejrzystej krajowej metodologii liczenia i prezentowania rachunków państwa, utrudnia dokonanie wiarygodnej oceny. Dlatego lepiej oprzeć się na Programie Konwergencji, czyli dokumencie przedstawianym raz na rok Komisji Europejskiej.

Zgodnie z Programem Konwergencji rząd zamierza obniżyć deficyt finansów publicznych do poziomu 1% PKB w 2015 roku. Jest to też zgodne z wymaganiami zarówno Paktu Stabilności i Wzrostu jak też paktu fiskalnego, do którego Polska przystąpiła w 2011 roku. Oba pakty nakładają na państwa obowiązek utrzymywania deficytu strukturalnego na poziomie zbliżonym do zera.

Można mieć jednak kilka wątpliwości co do wykonalności tego planu. Nie jest on niemożliwy do realizacji, ale będzie bardzo trudny. Są co najmniej trzy powody tej ostrożności.

Po pierwsze, instrumenty oszczędnościowe przedstawione w tym programie wydają się trudne do wykorzystania. Obniżenie deficytu będzie opierało się na dwóch filarach: pierwszym jest obniżenie kosztów funkcjonowania administracji publicznej (wynagrodzeń i tzw. zużycia pośredniego), co ma przynieść niemal 1 pkt proc. PKB oszczędności między latami 2012 i 2015; drugim jest bardzo silne dalsze ograniczanie inwestycji publicznych, do poziomu 2,9% PKB w 2015 r., co byłoby poziomem niemal najniższym w ostatnich 15 latach (nie licząc roku 2000) i dało w opisywanym okresie 2,1 pkt. proc. PKB oszczędności. Co do oszczędności w administracji – postulat ten jest podnoszony przez każdy kolejny rząd, ale jak dotąd nie był realizowany. Nie ma powodów, by sądzić, że nagle w 2014 i 2015 r. oszczędności w tym obszarze nabiorą tempa. Co do inwestycji – Polska będzie od 2015 r. powoli absorbowała fundusze unijne z nowej perspektywy finansowej UE, co wymusi konieczność współfinansowania inwestycji finansowanych z tego źródła. W takiej sytuacji założenie silnego cięcia inwestycji publicznych wygląda mało wiarygodnie. A nawet jeżeli zostanie wykonane, pozostaje pytanie o rozwój gospodarczy w warunkach złego stanu infrastruktury.

Po drugie, założenia makroekonomiczne zawarte w Programie Konwergencji są nieco zbyt optymistyczne. Coraz więcej analiz wskazuje, że tempo wzrostu polskiej gospodarki będzie w najbliższych dwóch–trzech latach dość niskie. Wynika to m.in. z faktu, że w krajach rozwiniętych trwa proces delewaryzacji, który – jak pokazują badania Reinharta i Rogoffa (2009) – skutkuje długookresowym obniżeniem tempa rozwoju. O ile prognoza wzrostu PKB zawarta w programie konwergencji, zakładająca odpowiednio tempo 2,9, 3,2 i 3,9% w latach 2013, 2014, 2015, nie wygląda na bardzo optymistyczną, to nie spełnia wymogu ostrożności (prognoza budżetowa powinna być nieco niższa od konsensusu), a prognoza spadku bezrobocia (BAEL) do 9% w 2015 r. wygląda na wręcz mało realistyczną.

Po trzecie wreszcie, warto zauważyć, że lata 2014–2015 przynoszą wyjątkowe nasilenie cyklu wyborczego, zaczynając od wyborów do parlamentu europejskiego, poprzez wybory samorządowe, prezydenckie i parlamentarne. Istnieje duże ryzyko, że tuż przed wyborami ani w rządzie, ani w samorządach nie będzie chęci do podejmowania decyzji obniżających wydatki publiczne lub podnoszących dochody. W takiej sytuacji strategicznie bezpieczniejsze byłoby podejmowanie decyzji przynoszących skutek w dłuższym okresie już w tym momencie. Tak się jednak nie dzieje.

Wszystkie te wątpliwości powinny być przesłanką do zaprezentowania bardziej wiarygodnego planu redukcji deficytu. Dokładniej powinny być zaplanowane konkretne działania oszczędnościowe, prognozy makroekonomiczne powinny zostać urealnione, a decyzje podejmowane jak najszybciej, aby uniknąć konieczności podejmowania ich w trakcje kilku kampanii wyborczych.

Tabela 5.1. **Dochody i wydatki sektora finansów publicznych wg Programu Konwergencji w latach 2012–2015 (w % PKB)**

Rok	2012	2013	2014	2015
Dochody ogółem	39,7	38,7	37,9	37,7
Wydatki ogółem	42,6	41	39,5	38,6
Wybrane kategorie dochodów:				
Podatki	21,0	21,1	20,6	20,7
Składki na ubezpieczenie społeczne	12,3	12,5	12,6	12,6
Dochody z własności	1,3	0,9	0,9	0,9
Pozostałe	5,1	4,2	3,8	3,5
Wybrane kategorie wydatków:				
Koszty pracy i zużycia pośrednie	15,3	15,2	14,9	14,5
Transfery socjalne	16,0	15,8	15,8	15,7
Subsydia	0,4	0,4	0,4	0,4
Odsetki	2,8	2,8	2,6	2,5
Inwestycje	5,2	3,9	3,0	2,8
Transfery kapitałowe	0,6	0,6	0,6	0,6

Źródło: MF.

GENERAL GOVERMENT

Abstract

Fiscal consolidation has weighed on GDP growth and its impact will last at least until the next year. Despite severe austerity, it will be difficult to cut the deficit of the general government to below 3 percent of GDP – a level required by the EU – by the next year. The long term consolidation plan, which assumes cutting the deficit down to 1 percent of GDP in 2015, may face serious obstacles.

Słowa kluczowe: deficyt, dług publiczny, impuls fiskalny, plan konwergencji.

Key words: deficit, public debt, fiscal impulse, convergence report.

6. SEKTOR FINANSOWY

Stanisław Kubielas[*]

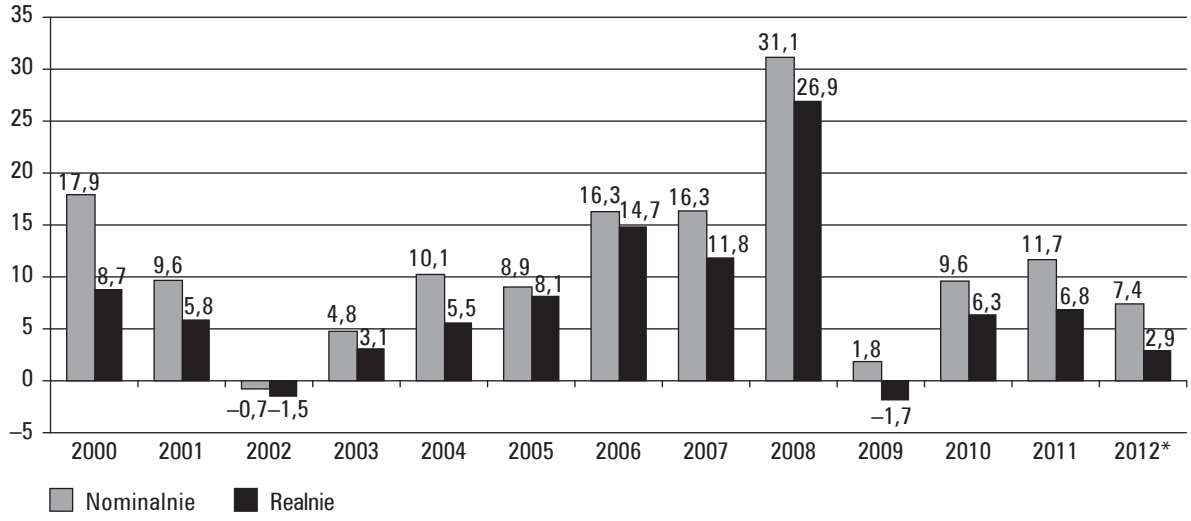
6.1. SEKTOR BANKOWY

WZROST AKTYWÓW I AKCJI KREDYTOWEJ SEKTORA BANKOWEGO

Po dwóch latach szybkiego wzrostu dynamika aktywów banków wyraźnie zwolniła w wyniku stopniowego hamowania tempa wzrostu PKB i pogarszającej się koniunktury. Spowodowało to z jednej strony spadek popytu na kredyt, a z drugiej – zaostrzenie kryteriów jego udzielania przez banki, co najbardziej dotknęło kredyt hipoteczny i konsumpcyjny.

Po dwóch latach szybkiego wzrostu (9,6% i 11,7%) tempo wzrostu aktywów sektora bankowego w pierwszej połowie 2012 r. wyraźnie zwolniło do 7,5%, licząc w skali rocznej (realnie 2,9%), a zaledwie 1,5% w stosunku do poziomu z końca ubiegłego roku. W ciągu dwóch kwartałów tego roku aktywa sektora wzrosły o 19,7 mld zł do poziomu 1314 mld zł, podczas gdy w 2011 r. całoroczny przyrost wyniósł ponad 135 mld zł. To silne spowolnienie, znacznie powyżej oczekiwań (spodziewano się ok. 5% wzrostu w całym bieżącym roku), wynika z wyhamowania tempa wzrostu PKB i pogarszającej się koniunktury, a co za tym idzie, z jednej strony spadku popytu na kredyt, a z drugiej – zaostrzania kryteriów jego udzielania przez banki, przy rosnącym udziale należności nieregularnych w portfelach. W efekcie po raz pierwszy od kryzysowego 2009 r. nastąpił spadek udziału aktywów sektora bankowego w PKB z 85% pod koniec 2011 r. do 84% po dwóch kwartałach tego roku. Wobec słabych perspektyw poprawy koniunktury do końca roku trudno oczekiwać odwrócenia tej tendencji.

Rysunek 6.1. **Dynamika aktywów sektora bankowego w latach 2000–2012 (w %, r./r.)**



** po dwóch kwartałach

Źródło: NBP i KNF.

[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Stagnacja sumy bilansowej wynikała bezpośrednio z zahamowania tempa wzrostu akcji kredytowej. Istotne pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych w drugiej połowie ub. roku z powodu narastającego kryzysu fiskalnego w Europie odbiło się na skłonności podmiotów gospodarczych do zwiększania wydatków inwestycyjnych czy konsumpcyjnych, a banki skłoniło do podniesienia wymogów ostrożnościowych przy udzielaniu kredytu. O ile w 2011 r. wolumen kredytu w gospodarce powiększył się o dodatkowe 100 mld zł, a w pierwszej połowie było to 40 mld zł, to za dwa kwartały bieżącego roku kwota ta wyniosła zaledwie 10 mld zł, a więc cztery razy mniej.

Podczas gdy w ubiegłym roku odnotowaliśmy wyraźne przyspieszenie akcji kredytowej, osiągającej roczne tempo wzrostu na poziomie 14,6%, to po dwóch kwartałach 2012 r. roczne tempo zmalało do 9,9%, dając w efekcie przyrost zaledwie o 1,3% w stosunku do poziomu z końca ubiegłego roku. Chociaż tempo przyrostu spadło we wszystkich segmentach rynku kredytowego, to jednak utrzymały się proporcje, jakie zarysowały się w 2011 roku. Już w zeszłym roku tempo wzrostu kredytu mieszkaniowego zaczęło przesuwać się na drugie miejsce w stosunku do kredytu korporacyjnego, przy stagnacji kredytu konsumpcyjnego. Obecnie te tendencje jeszcze się pogłębiły. Na ponad 10mld przyrostu wolumenu kredytu dla sektora niefinansowego w ciągu dwóch kwartałów bieżącego roku 6,8 mld zł wyniósł kredyt korporacyjny, a pozostałe 3,4 mld zł przypadło na gospodarstwa domowe. Zwiększenie należności gospodarstw domowych w zasadzie w całości stanowił kredyt mieszkaniowy przy stagnacji, a nawet regresie kredytu konsumenckiego. O ile więc w 2011 r. przyrosty wynosiły odpowiednio: 12% kredytu dla gospodarstw domowych, 19% kredytu mieszkaniowego, przy 20% wzroście kredytu korporacyjnego, to po pierwszej połowie bieżącego roku wyniosły one, licząc w skali rocznej, odpowiednio: 7,6%, 12%, i 14,6%. Proporcjonalnie najmniejszej redukcji uległo tempo wzrostu kredytu korporacyjnego, którego wolumen przyrostu był dwukrotnie większy w porównaniu do przyrostu kredytu dla ludności, czyli mieszkaniowego.

Chociaż kredyt mieszkaniowy ciągle stanowi największą część kredytu dla sektora niefinansowego, to jednak wolumen jego przyrostu dramatycznie zmalał. Po przyrostach liczących po 50 mld zł w ostatnich dwóch latach, w pierwszym półroczu tego roku mamy przyrost zaledwie na poziomie 3,4 mld zł. Jest kilka przyczyn tego regresu; najczęściej wymienia się ograniczenie wsparcia w postaci dopłat do kredytów mieszkaniowych w ramach programu „Rodzina na swoim", zaostrzenie kryteriów przyznawania lub w ogóle wycofania z oferty kredytów walutowych oraz bardziej restrykcyjne stosowanie „Rekomendacji S" w odniesieniu do kredytów złotowych (podniesienie progu zdolności kredytowej przez skrócenie maksymalnego okresu spłaty). Nie bez znaczenia jest pogorszenie perspektyw dochodowych ludności przy zwiększeniu niepewności rynku pracy, a także spadek cen nieruchomości wpływający na odkładanie decyzji o kupnie mieszkania, oraz sam wzrost stałych kosztów kredytu wynikający z rosnących marż. W tej sytuacji, mimo że udział kredytu mieszkaniowego w kredytach dla ludności pozostaje na niezmienionym poziomie ok. 60%, głównie dzięki stagnacji, a nawet redukcji kredytu konsumpcyjnego, to udział kredytu walutowego w kredycie mieszkaniowym stopniowo maleje (obecnie 59% w stosunku do 62% pod koniec ub. roku). Sytuacja jest jednak bardzo zróżnicowana i w niektórych bankach obserwujemy narastające niedopasowanie walutowe struktury aktywów i pasywów[1]. Jednocześnie nastąpiło dalsze pogorszenie jakości portfela kredytów hipotecznych, co wpłynęło na zwiększenie ostrożności banków w tym segmencie. Niemniej jednak stały udział kredytu mieszkaniowego w puli kredytu dla ludności zawdzięczamy przede wszystkim znacznie gorszej jakości portfela kredytów konsumpcyjnych. Spowodowało to radykalny regres w tym segmencie o kolejne 4 mld zł w ciągu ostatnich dwóch kwartałów do poziomu 126 mld zł, po podobnej redukcji, która nastąpiła w ciągu całego 2011 roku[2].

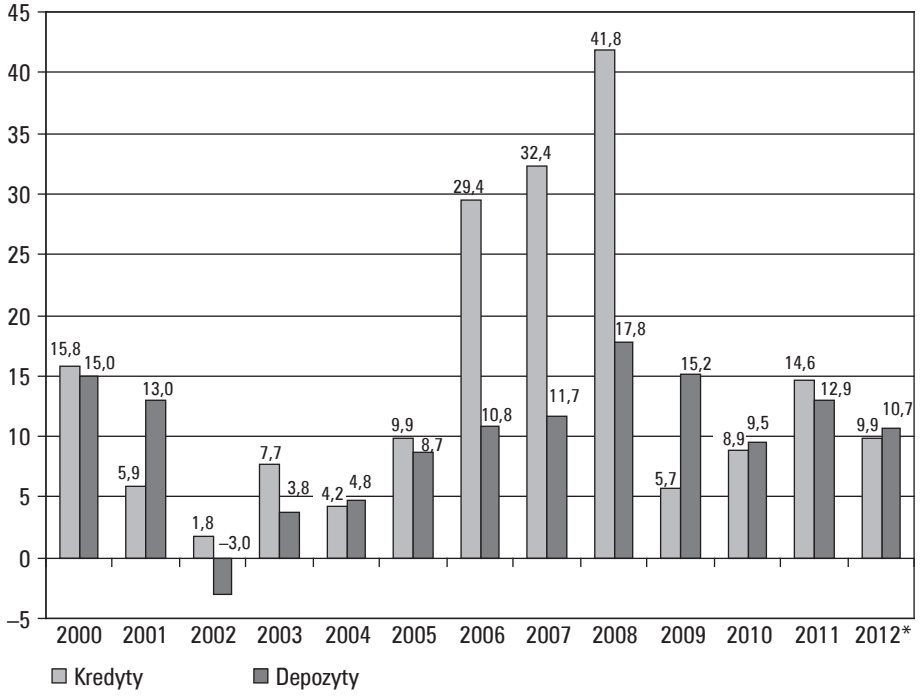
Znacznie mniejsze wyhamowanie akcji kredytowej nastąpiło w obszarze kredytu korporacyjnego dla przedsiębiorstw. O ile przyrost tego kredytu w pierwszej połowie 2011 r. wyniósł 17 mld zł, a w dru-

[1] Największe zagrożenie stanowi portfel kredytów mieszkaniowych udzielonych w walucie obcej w latach boomu 2007–2008. Zostały one wygenerowane przy niskich cenach nieruchomości i wysokim kursie złotego, a obecnie przy odwróconych tych relacjach wartość zabezpieczenia w postaci finansowanej nieruchomości często spadła znacznie poniżej wartości udzielonego kredytu, którego wartość w złotych wzrosła od tego czasu nawet o 50%, podczas gdy wartość nieruchomości nie wzrosła, a nawet zmalała.

[2] Można przypuszczać, że ograniczenie podaży kredytu konsumpcyjnego przez banki zaowocowało w ostatnim okresie szybkim rozrostem instytucji parabankowych udzielających pożyczki dla ludności właśnie w segmencie niezaspokojonego popytu na kredyt konsumpcyjny. Nastąpiła migracja tego kredytu do parabanków.

giej nastąpiło zwiększenie aż prawie do 28 mld zł, to w pierwszej połowie bieżącego roku nastąpiło spowolnienie, ale tylko do ok. połowy wielkości z analogicznego okresu ubiegłego roku, czyli do 6,8 mld zł. Osłabienie popytu na kredyt korporacyjny wynika przede wszystkim z pogorszenia koniunktury i redukcji nakładów inwestycyjnych, których tempo zmalało z prawie 10% w ostatnim kwartale 2011 r. do poniżej 2% w II kwartale bieżącego roku. Przedsiębiorstwa silnie odczuły zmianę koniunktury, gdy po rekordowych zyskach w ubiegłym roku musiały odnotować prawie 18% spadek zysku netto po dwóch kwartałach bieżącego roku w porównaniu do wyniku w analogicznym okresie 2011 r., co znacznie przyhamowało ich skłonności inwestycyjne. Należy jednak zauważyć, że podobnie jak w ubiegłym roku przyrost kredytu dla przedsiębiorstw przewyższa przyrost kredytu dla gospodarstw domowych. Niemniej jednak spowolnienie gospodarcze przekłada się na spadek popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw, a pogorszenie jakości portfela kredytowego, które obserwujemy także w przypadku kredytu korporacyjnego, wpływa na spadek jego podaży ze strony banków.

Rysunek 6.2. **Nominalna dynamika kredytów i depozytów w latach 2000–2012 (w %, r./r.)**



* Po dwóch kwartałach.

Źródło: NBP i KNF.

Po wzroście bazy depozytowej w 2011 r. o 12,9%, co dało przyrost roczny 78 mld zł (głównie skoncentrowany w drugiej połowie roku), pierwsze dwa kwartały 2012 r. wykazują wręcz odwrócenie tego trendu. Roczna stopa wzrostu depozytów od sektora niefinansowego spadła po dwóch kwartałach do ok. 10%, a sam przyrost w ciągu tylko tego półrocza okazuje się ujemny; nastąpił spadek wolumenu depozytów sektora niefinansowego w gospodarce o ok. 6 mld zł. Znacznie wyhamował przyrost depozytów gospodarstw domowych do ok. 15 mld zł (wobec 42 mld zł w drugiej połowie ub. roku), właściwie do poziomu z pierwszej połowy ub. roku (13 mld zł) i to mimo dalszych podwyżek stóp procentowych, co można tłumaczyć tylko pogorszeniem sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Jednocześnie znaczny przyrost depozytów przedsiębiorstw w ostatnim kwartale ubiegłego roku (ponad 20 mld zł, rezultat rekordowych zysków w 2011 r.) został praktycznie zredukowany do zera w pierwszej połowie 2012 roku. Przedsiębiorstwa zaczęły wykorzystywać wolne środki finansowe do finansowania rozwoju, wzrostu zapasów i inwestycji, a jednocześnie przyrost nowych środków finansowych znacznie osłabł (spadek zysku netto w pierwszej połowie tego roku w sektorze przedsiębiorstw). W ten sposób półroczny bilans zmian bazy depozytowej mimo wzrostu depozytów gospodarstw domowych okazał się w sumie ujemny.

Na skutek większego przyrostu kredytów (10 mld zł) od przyrostu depozytów sektora niefinansowego nastąpił w ciągu minionego półrocza wzrost luki finansowej[3]. Wzrosła ona z 116,6% na koniec ub. roku do 119% po tym półroczu. Oznacza to pewne pogorszenie się płynności sektora bankowego, a przynajmniej utrudnienie dostępu do finansowania tanim źródłem, jakim są depozyty. Można przewidywać, że w obecnej sytuacji banki będą musiały zintensyfikować walkę o depozyty, tym bardziej że wobec wzrostu niepewności mogą ulec dalszemu pogorszeniu warunki finansowania na rynku międzybankowym. Także źródła finansowania banków kredytem od powiązanych podmiotów zagranicznych stają się coraz trudniejsze z powodu niedoborów kapitałowych i kryzysu sektora bankowego w Europie.

WYNIKI FINANSOWE I STABILNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO

Po dwóch latach z prawie 40% nominalnym rocznym wzrostem zysku netto sektora bankowego dwa kwartały bieżącego roku przyniosły stagnację. Podwyżki stóp procentowych wpłynęły bardziej na wzrost kosztów niż przychodów odsetkowych, a pogorszenie koniunktury na przyrost odpisów na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów. Niemniej jednak podstawowe wskaźniki operacyjne, dzięki utrzymaniu wysokiego poziomu wolumenu zysku, wskazują na stabilność systemu bankowego.

Po dwóch latach z prawie 40% nominalnym rocznym wzrostem zysku netto sektora bankowego dwa kwartały bieżącego roku przyniosły właściwie stagnację z przyrostem 1,9%, a uwzględniając inflację realny spadek o 2,3%. Półroczny zysk netto sektora wyniósł 7,94 mld zł w stosunku do 7,79 mld zł za pierwsze półrocze 2011 r., choć w obu przypadkach są to wyniki pod względem wolumenu historycznie rekordowe[4].

W porównaniu do pierwszego półrocza 2011 r. zasadniczo spowolniło tempo wzrostu działalności bankowej z 8,1% do 5,9%, co było rezultatem znacznego osłabienia tempa wzrostu wyniku odsetkowego z 13,8% do 6,2%. Stało się tak przede wszystkim na skutek silnego wzrostu dynamiki kosztów odsetkowych z 6,5% do 27,3%, mimo poprawy tempa wzrostu przychodów odsetkowych z 10,4% do 15,8%. Podwyżki stóp procentowych w omawianym okresie wpłynęły więc bardziej na wzrost kosztów niż przychodów odsetkowych, gdyż z powodu malejącego przyrostu depozytów banki musiały ponosić wyższe koszty pozyskania finansowania. Do spowolnienia dynamiki wyniku z działalności bankowej przyczynił się też wolniejszy przyrost dochodów z prowizji, którego tempo wzrostu zmalało z 4,3% do zaledwie 1,2%.

Drugim czynnikiem, który istotnie wpłynął na stagnację zysku netto, mimo utrzymania kosztu działalności bankowej na względnie stałym poziomie, był znaczny przyrost odpisów na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów, który wyniósł 15% wobec spadku tej pozycji o 35% rok wcześniej. Pogorszenie koniunktury wpłynęło na spowolnienie akcji kredytowej, a jednocześnie na pogorszenie sytuacji płatniczej podmiotów, które zaciągnęły kredyty w bankach. W rezultacie wyższych odpisów i mniejszego przyrostu wyniku na działalności bankowej wzrost wyniku operacyjnego wyniósł zaledwie 2,6% (wobec 45% rok wcześniej), co doprowadziło do stagnacji zysku netto.

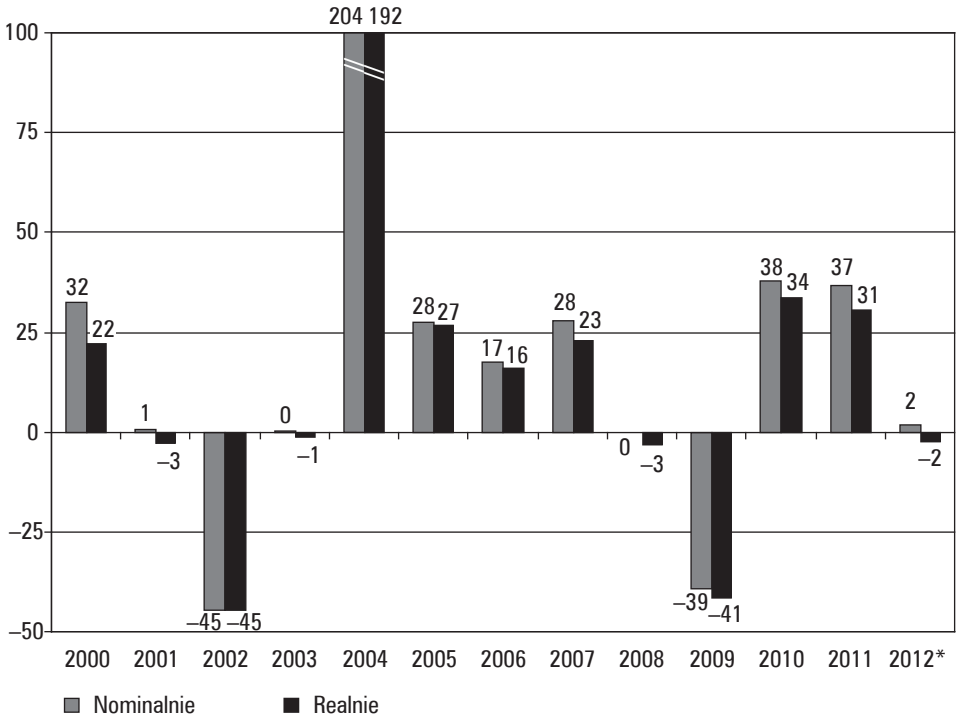
Odpisy na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów wzrosły do poziomu 4,2 mld zł wobec 3,6 mld zł rok wcześniej. Udział należności zagrożonych w należnościach ogółem od sektora niefinansowego wzrósł po pierwszym półroczu 2012 r. do 8,8% z 8,3% na koniec 2011 roku. Udział kredytów zagrożonych sektora przedsiębiorstw powiększył się do 11,1% z 10,5%, a w przypadku gospodarstw domowych do 7,3% z 7,2%. W tym udział zagrożonych kredytów mieszkaniowych powiększył się do 2,6% z 2,3% na koniec ub. roku i 1,6% na koniec 2010 r., wykazując z roku na rok systematyczny wzrost. Jedynie dalszy przyrost udziału zagrożonych kredytów konsumpcyjnych został przyhamo-

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

[4] Tylko w 2008 r. półroczny zysk netto sektora bankowego był większy (8,6 mld zł).

wany i pozostał po pierwszym półroczu tego roku na poziomie 17,9%, czyli prawie tyle samo jak na koniec 2011 roku. Było to wynikiem zdecydowanego zaostrzenia kryteriów udzielania tego kredytu przez banki, chociaż relatywnie jakość portfela kredytów konsumpcyjnych pozostaje nadal na bardzo niskim poziomie, a udział kredytów zagrożonych najwyższy ze wszystkich segmentów rynku kredytowego. Na pogorszenie jakości portfela kredytów korporacyjnych wpłynęła natomiast sytuacja w sektorze budowlanym, a banki musiały zawiązać dodatkowe rezerwy na upadające spółki budowlane, co może wystąpić także w kolejnych kwartałach[5].

Rysunek 6.3. **Dynamika zysku netto sektora bankowego w latach 2000–2012 (w %)**



* Po dwóch kwartałach.

Źródło: GINB i KNF.

Tabela 6.1. **Wskaźniki efektywności operacyjnej sektora bankowego w latach 2009–2012 (w %)**

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012*
ROE	10,2	12,0	14,9	14,2
ROA	0,8	1,0	1,3	1,2
Wsp. wypłacalności	13,3	13,9	13,1	14,0
Należności zagrożone	7,9	8,8	8,3	8,6
w tym				
gospod. domowe	11,7	12,4	10,5	11,1
przedsiębiorstwa	5,9	7,2	7,2	7,3
mieszkaniowe	1,4	1,8	2,3	2,6
konsumpcyjne	13,0	17,3	18,0	17,9

* Po dwóch kwartałach.

Źródło: GINB i KNF.

[5] Szacuje się, że na koniec I kwartału zaangażowanie banków w branżę budowlaną w kredytach i gwarancjach wynosiło 55–60 mld zł.

Pomimo zahamowania wzrostu zysku netto jego wolumen podobny do ubiegłorocznego jest nadal wysoki, co sprawia, że zasadniczo nie pogorszyły się wskaźniki efektywności operacyjnej w stosunku do 2011 roku. Mimo dalszego przyrostu funduszy własnych (o kolejne 17% w stosunku do stanu sprzed roku) sektor bankowy odnotował w pierwszej połowie br. niewielkie pogorszenie wskaźnika zwrotu na kapitale (ROE) do 14,9% z 15% na koniec ubiegłego roku. Podobnie odnotowano niewielkie pogorszenie wskaźnika zwrotu z aktywów (ROA) do 1,2% z 1,3% pół roku wcześniej. Jednocześnie dzięki zwiększonym odpisom zysku na podwyższenie kapitałów nastąpiło podniesienie współczynnika wypłacalności do 14% z 13,9% na koniec ubiegłego roku.

W ten sposób sektor bankowy w Polsce spełnia rekomendacje Bazylei III w zakresie adekwatności kapitałowej, zalecane w okresie kryzysu finansowego. Zachowuje on również wysoką podstawową rezerwę płynności (na koniec 2011 r. 283 mld zł, a 266,5 mld zł po II kwartale 2012 r.), co wynika z kolejnych rekomendacji nadzoru finansowego. Niekorzystna sytuacja panuje jednak nadal na krajowym rynku międzybankowym, który jest mało efektywny z uwagi na niskie obroty, zwłaszcza transakcji o dłuższych niż jeden dzień terminach zapadalności oraz niskich wzajemnych limitach kredytowych, z powodu braku wzajemnego zaufania pomiędzy uczestnikami rynku finansowego. Także nadmierne uzależnienie długoterminowej akcji kredytowej od depozytów krótkoterminowych, które dominują w strukturze pasywów polskich banków[6], może sprawić, że dostosowanie do wymogów Bazylei III w zakresie finansowania długookresowego będzie wymagało znacznego wysiłku (wskaźnik NSFR)[7]. Banki krajowe dopiero teraz zaczynają odczuwać wpływ kryzysu zadłużeniowego w Europie i osłabienia wzrostu gospodarczego na ich wyniki finansowe. Patrząc na poziomy obecnych wyników finansowych i wskaźników operacyjnych, system bankowy w Polsce pozostaje jednak stabilny. Niemniej jednak należy się liczyć z dalszym osłabieniem akcji kredytowej i stagnacją wzrostu aktywów oraz zysku w najbliższych kwartałach, a odpisy na rezerwy mogą dalej rosnąć. Banki z pewnością zaostrzą kryteria udzielania kredytu korporacyjnego w branży budowlanej, co może odbić się negatywnie na dynamice inwestycji w gospodarce.

Pogarszająca się sytuacja makroekonomiczna źle rokuje dla wyników banków w drugiej połowie 2012 r. i w przyszłym roku. Dodatkowymi czynnikami, które mogą negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe, jest planowany podatek bankowy, redukcja stawek interchange, a także wzrost ryzyka portfela walutowych kredytów hipotecznych. Z drugiej strony dobra kondycja i stabilność polskiego sektora bankowego może okazać się istotnym czynnikiem podtrzymania relatywnie lepszej koniunktury w kraju w stosunku do pogrążającej się w recesji Europie. Warto zauważyć, że w niektórych krajach Unii Europejskiej to właśnie słaba kondycja sektora bankowego i konieczność restrukturyzacji bilansów banków staje się istotną przeszkodą dla ożywienia gospodarki. Symptomatyczne może być to, że według ocen inwestorów rynków kapitałowych polskie banki są warte dzisiaj średnio 50% powyżej ich wartości księgowej, a ich właściciele średnio 67% poniżej wartości księgowej.

Banki miały w poprzednim roku rekordowe wyniki, które teraz przy znacznie gorszej koniunkturze trudno będzie poprawić, ale utrzymujący się nadal wysoki poziom zysku, rentowności, kapitałów i wypłacalności sprawiają, że polski sektor bankowy mimo kryzysu pozostaje stabilny i zyskowny, a co szczególnie ważne – posiada znacznie większy potencjał wzrostowy niż banki w strefie euro. Pewnym zagrożeniem w okresie, gdy banki-matki – właściciele polskich banków-córek – popadły w finansowe tarapaty, wymagające zwłaszcza dokapitalizowania zgodnie z zaleceniami Bazylei III, byłyby transfery wycofujące kapitały zagranicznych banków z Polski. Jak dotąd takie zjawisko nie zostało zaobserwowane przez KNF na istotną skalę. Te transfery, które miały dotąd miejsce, dotyczyły przede wszystkim redukcji zapotrzebowania na finansowanie portfela hipotecznych kredytów walutowych, co było zgodne z zaleceniami KNF[8]. Niemniej jednak można się spodziewać, że źródło finansowania z zagranicznych podmiotów powiązanych nie będzie się powięk-

[6] Udział depozytów o terminie zapadalności powyżej jednego roku wynosi ok. 1,3%.

[7] Wskaźnik NSFR, nakładający na banki obowiązek dostosowania długoterminowej struktury pasywów od takiej struktury aktywów, ma zapobiec nadmiernej transformacji terminów płatności w celu zachowania średnio- i długookresowej płynności.

[8] Dotyczy to kwot kilku-, najwyżej kilkunastomiliardowych, licząc w złotych, a całe zadłużenie ze środków udostępnianych przez spółki-matki wynosi ok. 150 mld zł i pozostaje w miarę stabilne.

szać, a raczej ulegnie zmniejszeniu, co w rezultacie może zintensyfikować walkę o depozyty[9]. Walka banków o depozyty zaostrzy się także z tego powodu, że będą one musiały od nowego roku raportować stopień dostosowania terminowej struktury aktywów i pasywów zgodnie z wymogami bazylejskimi, w celu zachowania odpowiedniego poziomu długookresowych wskaźników płynności.

FINANCIAL SECTOR

BANKING SECTOR

Abstract

After two years of fast growth, the dynamics of banking assets has clearly slowed down due to declining GDP growth rate and deteriorating business climate which weakened demand for loans, and made banks tighten lending conditions. Mortgage and consumer credit have been most affected. The two-year record profit growth of the banking sector turned into a stagnation in the first half of the current year. Rising interest rates had a stronger impact on increasing costs than interest income, and the deteriorating business climate caused provisions on reserves to rise. Nonetheless, the main operating indicators still reveal a sound stability of the banking system, primarily due to the relatively high volume of profits.

Słowa kluczowe: kondycja sektora bankowego, koniunktura, kredyty i depozyty, Bazylea III.

Key words: standing of banking sector, business outlook, credits and deposits, Basel III.

Lesław Pietrewicz*

6.2. GIEŁDA

W pierwszej połowie września główne indeksy GPW wyłamały się górą z rocznego trendu bocznego, co sugeruje trwalszą poprawę koniunktury.

Od momentu gwałtownego załamania światowych rynków akcji w sierpniu 2011 r. warszawska giełda pozostawała w dość szerokim trendzie bocznym (WIG20 oscylował w przedziale ok. 2000–2400 punktów). Zdecydowane wybicie z niego nastąpiło w drugim tygodniu września br., co każe oczekiwać trwalszej poprawy koniunktury.

W zmianie trendu na wzrostowy nie uczestniczyły dotąd indeksy grupujące małe spółki, jak sWIG80, czy WIG-Plus, w przypadku których można jak dotąd (stan na 21.09) mówić co najwyżej o wyhamowaniu trendu spadkowego. Ten ostatni indeks jako jedyny z ważnych indeksów GPW nie wyszedł jeszcze na plus, licząc od początku roku. Wydawać by się mogło, że nie powinno to wzbudzać niepokoju, gdyż obserwowane opóźnienie ożywienia segmentu małych spółek względem blue chipów jest zjawiskiem typowym. Jeśli ożywienie na światowych rynkach akcji faktycznie będzie miało trwalszy charakter, przeleje się ono również na segment małych spółek GPW. Warto jednak odnotować, że segment małych spółek uważany jest za domenę inwestorów krajowych, w odróżnieniu od spółek zgrupowanych w WIG20, będących w centrum zainteresowania kapitału zagranicznego. Zaobserwowane w pierwszej połowie września silne wzrosty indeksu największych spółek były napędzane przez pieniądze zagraniczne, o czym świadczy tempo i skala wzrostów, a także nieproporcjonalnie silne zachowanie spółek najwięcej ważących w indeksie (nieoficjalny WIG5). Sytuacja małych spółek giełdowych jest o tyle niekorzystna, że większe znaczenie ma dla nich zarówno oczze-

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

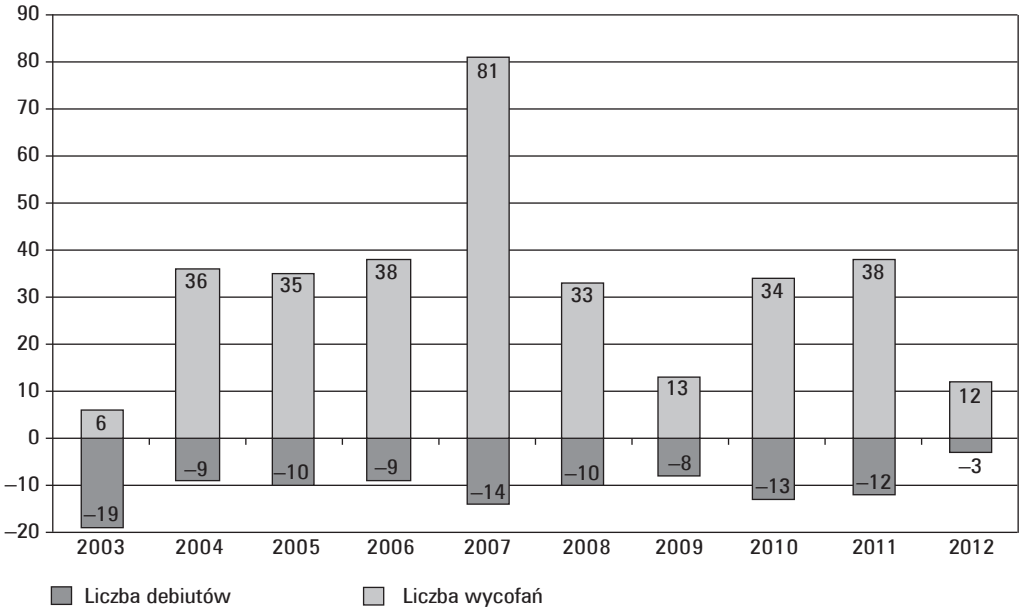
[9] Na szczególne trudności będą narażone banki opierające się na modelu finansowania przez spółki-matki. Należy pamiętać, że wykorzystanie takiego modelu finansowania jest bardzo różne w różnych bankach.

kiwane wyraźne osłabienie gospodarki krajowej, jak i słabość krajowej bazy inwestorów. Na niewielką skłonność do lokowania krajowych kapitałów na rynku akcji wpływają, po pierwsze, zniechęcające oczekiwania gospodarcze, po drugie, perspektywa obniżki oficjalnych stóp procentowych, zwiększająca atrakcyjność lokat w obligacje skarbu państwa (poprzez spadek oprocentowania, a tym samym wzrost ich cen). Po trzecie, niedawna, nagłośniona przez media afera Amber Gold dodatkowo zwiększa w społeczeństwie dążenie do bezpieczeństwa finansowego, a tym samym lokowania wolnych środków na lokatach bankowych. Po czwarte, pod koniec wakacji ponownie odżyły obawy co do perspektywy stopniowej całkowitej likwidacji funduszy emerytalnych, co drastycznie zmniejszyłoby atrakcyjność GPW zarówno dla inwestorów, jak i emitentów, a najbardziej poszkodowane byłyby mniejsze spółki. Jakkolwiek owa likwidacja na pewno nie nastąpi w najbliższym roku, stanowi dodatkowy czynnik ryzyka negatywnie wpływający już teraz na decyzje o powierzeniu środków funduszom inwestującym w akcje.

Podsumowując, w perspektywie najbliższych miesięcy należy oczekiwać lepszego zachowania się indeksu dużych spółek niż małych, a także bardzo silnego zróżnicowania wewnątrz tych segmentów, na poziomie poszczególnych walorów.

Utrzymująca się słaba koniunktura przełożyła się na niemal zamarcie rynku IPO. Przez 8 pierwszych miesięcy br. na rynku głównym miało miejsce jedynie 12 debiutów, czyli jak dotąd najmniej od 2003 r. (rys. 6.4).

Rysunek 6.4. **Liczba debiutów i wycofań na rynku głównym GPW w latach 2003–2012**



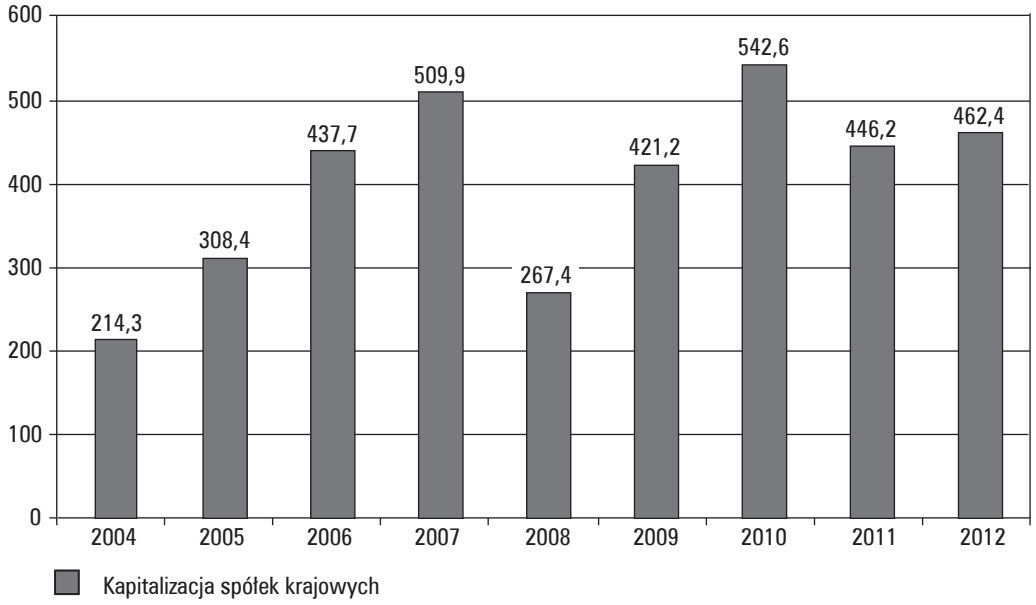
Uwaga: Dane za 2012 r. podane na koniec sierpnia.

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

Wzrost kapitalizacji (rys. 6.5) spółek krajowych notowanych na GPW o 3,6% przez okres pierwszych ośmiu miesięcy br. przy jednoczesnym wzroście liczby notowanych spółek krajowych o 1,8% (rys. 6.6) oznacza nieznaczny wzrost przeciętnej kapitalizacji.. Proces ten jest bardzo pożądany, następuje jednak zdecydowanie zbyt wolno. Przeciętna kapitalizacja spółki krajowej notowanej na głównym parkiecie wynosiła na koniec sierpnia 2012 r. 1,17 mld zł, podczas gdy na koniec roku 2004 r. było to 0,95 mld zł, tak więc przyrost przeciętnej kapitalizacji w tym okresie był mniejszy niż skumulowana stopa inflacji. Jeżeli mamy marzyć o stworzeniu w Warszawie regionalnego centrum finansowego, cel ten nie jest możliwy do zrealizowania bez gwałtownego przyspieszenia tempa wzrostu przeciętnej kapitalizacji, a w szczególności rozwoju emitentów klasy (wielkości) regionalnej. W tym kontekście z zadowoleniem należy przywitać największą polską inwestycję zagraniczną dokonaną przez KGHM (przejęcie kanadyjskiej spółki Quadra za ok. 9,44 mld zł), a także plany połą-

czenia Zakładów Azotowych Puławy i Azotów Tarnów w Grupę Azoty, choć oczywiście skala tej drugiej transakcji jest nieporównywalnie mniejsza. Przykłady te pokazują jednak, że nadal głównym rozgrywającym na GPW jest polski rząd i to on, a nie zarząd samej GPW, wciąż ma największy wpływ na pozycję warszawskiego parkietu w regionie.

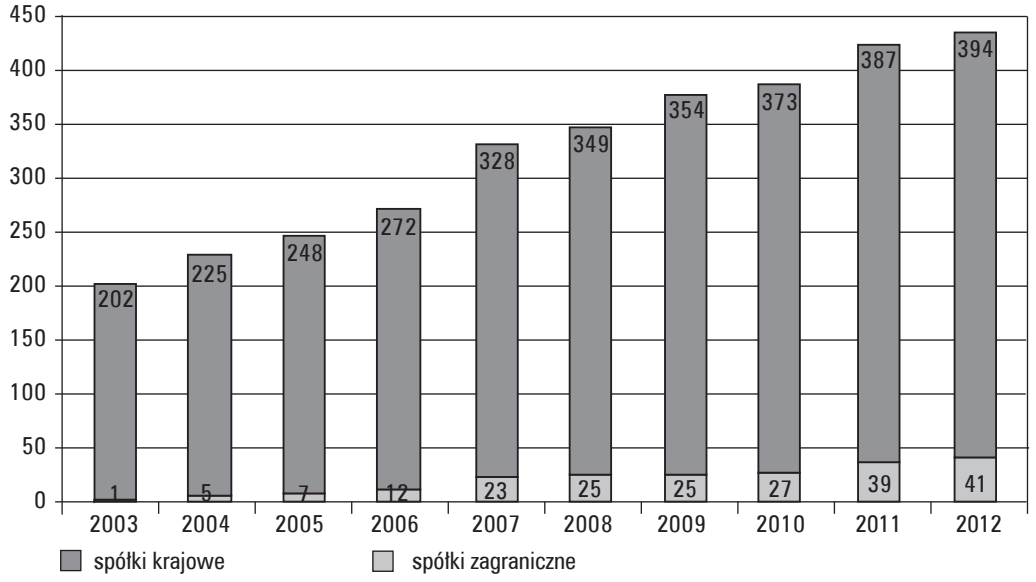
Rysunek 6.5. **Kapitalizacja spółek krajowych w latach 2004–2012 (na koniec okresu, w mld zł)**



Uwaga: Dane za 2012 r. podane na koniec sierpnia.

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

Rysunek 6.6. **Liczba spółek notowanych na GPW w latach 2003–2012 (na koniec okresu)**



Uwaga: Dane za 2012 podane na koniec sierpnia.

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

Na rynkach finansowych należy oczekiwać niskiej premii za ryzyko przy nadal wysokiej zmienności indeksów.

Zanotowanym w pierwszej połowie września silnym zwyżkom na światowych rynkach akcji towarzyszyły dalsze sygnały postępującego spowolnienia gospodarki światowej (jak np. opublikowane sierpniowe dane z USA dotyczące produkcji przemysłowej – roczna dynamika 2,8%, najniżej od lutego 2010), co można zinterpretować jako dowód, jak silnie owe zwyżki indeksów są oparte na nadziejach na wyraźne efekty działań banków centralnych. Rynki finansowe nie są jednak naiwne i doskonale pamiętają, że poprzednia faza luzowania ilościowego w USA w powszechnej ocenie była mało skuteczna w stymulowaniu amerykańskiej gospodarki, a w szczególności rynku pracy, którego wsparciu miała służyć (rozczarowanie co do tego ostatniego otwarcie wyrażają przecież sami przedstawiciele władz monetarnych). W związku z tym nadzieja rynków finansowych dotyczy nie tyle szybkiej i wyraźnej poprawy sytuacji w sferze realnej, co wpływu druku dolarów – obecnego QE3 i potencjalnych kolejnych – na ceny aktywów, a tym samym na perspektywy rynków finansowych.

To samo można powiedzieć o działaniach EBC w strefie euro. Ogromne straty (i rezerwy), poniesione przez europejskie banki na inwestycjach w obligacje peryferyjnych gospodarek strefy euro i na kredytach i obligacjach hipotecznych, spowodowały, że w zeszłym roku banki te zobowiązały się do poprawy bilansów (szacowanych na 32,2 bln euro) przez sprzedaż aktywów o wartości 950 mld euro, czyli 3%, podczas gdy MFW oczekiwał nawet sprzedaży przez nie aktywów wartych 3,8 bln euro (dane Bloomberg i EBC). Dzięki wartemu ponad bilion euro programowi LTRO – bardzo tanich trzyletnich pożyczek EBC – banki europejskie nie tylko nie zdecydowały się na pozbycie się tak ogromnych aktywów, co musiałoby się wiązać z osłabieniem rynków finansowych, to jeszcze zwiększyły sumy bilansowe o 7% w skali roku (dane EBC na koniec lipca br.). Skutkiem programu EBC może być jednak uzależnienie europejskich banków, a pośrednio także koniunktury giełdowej, od dalszej pomocy banku centralnego, a wiadomo, że do załamania rynków finansowych EBC, podobnie jak Fed, z całą pewnością dopuścić nie będzie chciał.

W ten kontekst wpisuje się zarówno niedawna decyzja EBC o nieograniczonym skupie obligacji zagrożonych państw strefy euro, jak i kolejna tura druku pieniądza przez Fed. Tak zdecydowane działania najważniejszych banków centralnych świata w sytuacji braku zagrożenia wpadnięcia gospodarek USA i EU w głęboką recesję oznaczają, że to właśnie rynki finansowe, a nie bezpośrednio sfera realna, są głównym adresatem interwencji władz monetarnych.

Warto tu zauważyć, że rosnący popyt na ryzykowne instrumenty finansowe już niekorzystnie odbija się na zachowaniu najbardziej bezpiecznych obligacji, jak amerykańskie i niemieckie, których rentowności rosną. Jednak to właśnie one (zwłaszcza obligacje 10-letnie) są punktem odniesienia dla bardziej ryzykownych instrumentów finansowych, jak kredyty hipoteczne i akcje (w tym ostatnim przypadku wpływają na stopę dyskontową stosowaną do wyceny). W krótkim terminie dalsze silne zwiększanie sumy bilansowej Fed i EBC jest dla rynków finansowych korzystne, w długim jednak stwarza zagrożenie narastaniem swoistej bańki w bilansach owych banków centralnych przez uzależnienie od nich rynków finansowych. Oczywiście w horyzoncie objętym prognozą niniejszego Raportu ta ostatnia kwestia nie będzie stanowić realnego zagrożenia.

W nadchodzących miesiącach można oczekiwać utrzymującego się rozdźwięku czy rozwarstwienia między koniunkturą w sferze realnej i na rynkach finansowych, zarówno w Polsce jak i na świecie. Spodziewane słabe wyniki w realnej gospodarce USA wywoływać będą na rynkach finansowych spekulacje nt. zwiększenia miesięcznej skali zakupów papierów przez Fed. Ogłoszenie trzeciej rundy luzowania ilościowego jest powszechnie uważane za wymuszone przez rynki finansowe, co wywołuje oczekiwania, że Fed ugnie się pod presją rynków również w przyszłości – tym bardziej, że jest on świadomy poczucia własnej siły przez rynki, wynikającego choćby i z tego, że zawiedzenie ich oczekiwań przełożyłoby się na silne spadki, osłabiając perspektywy sfery realnej. Silne rozczarowanie rynków jest tym mniej prawdopodobne, że nie ma co oczekiwać, że podczas kampanii prezydenckiej w USA Kongres dojdzie do porozumienia w sprawie cięć wydatków i zmian w systemie podatkowym. Tym samym rynki będą się koncentrować na możliwych konsekwencjach tzw. klifu fiskalnego w USA i ich gospodarczych konsekwencji, co z kolei nie pozwoli w tym okresie na silne wzrosty indeksów giełdowych.

Podsumowując, rynki finansowe powinny utrzymywać się wyżej, niż wskazywałaby na to kondycja sfery realnej, podtrzymywane przez poczucie własnej siły wobec banków centralnych, a jednocześnie hamowane przez ograniczone możliwości władz fiskalnych.

Zarząd GPW utrzymuje strategię maksymalizacji liczby notowanych spółek kosztem jakości rynku.

Strategia maksymalizacji liczby notowanych spółek kosztem jakości rynku idzie w dokładnie przeciwnym kierunku niż tendencje obserwowane na rynkach rozwiniętych. Niepokojące są doniesienia prasowe mówiące o podejmowanych przez GPW wysiłkach zmierzających do przyciągnięcia chińskich firm na warszawski parkiet. Wiadomo bowiem, że na rynkach amerykańskich obecność takich spółek jest obecnie postrzegana w pierwszej kolejności jako problem, a to ze względu na niemożność rzetelnej weryfikacji ich sprawozdań finansowych. Związana z tym skala asymetrii informacyjnej przypomina sytuację piramid finansowych z tym, że nieuczciwość wobec inwestorów może tu być zdecydowanie trudniejsza do wykrycia niż w przypadku klasycznych piramid. Na rynkach dojrzałych troska o jakość rynku, w szczególności o ochronę interesów inwestorów mniejszościowych bierze górę nad dbałością operatorów giełd o maksymalizację ich przychodów w krótkim okresie. Naszej giełdzie do dojrzałości jeszcze bardzo daleko.

Warto jednak podkreślić ekspresowo w ostatnich miesiącach postępujące dojrzewanie otoczenia rynku, w szczególności analityków, profesjonalnych komentatorów i przedstawicieli brokerów i TFI, przejawiające się w rosnącej świadomości „grzechów" warszawskiej giełdy, co widać w krytycznych publikacjach np. w „Forbes" (Polska), wyborcza.biz czy nawet w „Parkiecie". Na pierwszy plan poruszanych problemów wysuwa się paląca kwestia (najbardziej aktualny przykład IDM) wykorzystywania dominującej pozycji przez inwestorów dominujących kosztem mniejszościowych, w szczególności drobnych, leżąca – co warto podkreślić – w samym centrum zainteresowania teorii ładu korporacyjnego (*corporate governance*).

W centrum zainteresowania zarządu GPW leży natomiast kwestia uruchomienia nowego systemu transakcyjnego UTP, zakupionego od giełdy nowojorskiej. Planowano dokonać tego na początku listopada, jednak już obecnie wiadomo, że termin ten jest nierealny z powodu problemów z wdrożeniem nowego oprogramowania. Nowy termin ma być podany 15 listopada. System ten ma zastąpić przestarzały Warset i umożliwić handel wysokich częstotliwości (tzw. HFT), przyczyniając się do wzrostu obrotów i przychodów operatora rynku. Temat ten szczegółowo poruszaliśmy w poprzednim raporcie. W tym miejscu warto jedynie przypomnieć, że HFT wzbudza ogromne kontrowersje w zakresie jego wpływu na stabilność rynków finansowych. Na początku września br. Ewald Nowotny, prezes Narodowego Banku Austrii i członek rady zarządzającej Europejskiego Banku Centralnego, oficjalnie zaproponował, że skoro nie można kontrolować HFT, należy się zastanowić nad ich zakazem na terenie strefy euro. Pod koniec września ustawę ograniczającą HFT przyjął jako pierwszy niemiecki rząd. Przyjęcie takich zakazów czy znaczących ograniczeń na szeroką skalę zaowocowałoby zmianą układu sił w światowej branży emisji i handlu papierami wartościowymi, co należy mieć na uwadze, przygotowując drugi etap prywatyzacji warszawskiej giełdy. Sprawa ta staje się tym bardziej aktualna, że w połowie września Ministerstwo Skarbu ogłosiło powrót do tych planów.

Spektakularne bankructwa emitentów obligacji notowanych na rynku Catalyst pogarszają jego perspektywy co najmniej w krótkim okresie.

Spektakularne bankructwa dużych emitentów obligacji notowanych na rynku Catalyst nie mogą pozostać obojętne dla przynajmniej krótko- i średnioterminowych perspektyw tego rynku. Najgłośniejsze w ostatnim okresie bankructwa krajowych przedsiębiorstw z sektora budowlanego – PBG i DSS – kosztowały posiadaczy ich obligacji setki milionów złotych. Do niedawna rynek Catalyst cieszył się dużym zainteresowaniem inwestorów indywidualnych skuszonych ponadprzeciętną oferowaną stopą

zwrotu i nieświadomych związanego z nią ryzyka. Dlatego też obecnie należy oczekiwać wyraźnego spadku zainteresowania tym rynkiem w szczególności inwestorów indywidualnych, ale także wzrostu ostrożności inwestorów instytucjonalnych, co przełoży się na wzrost oczekiwanej rentowności i wymaganych zabezpieczeń, zmniejszając dostępność tej formy zewnętrznego finansowania dla potencjalnych zainteresowanych, zwłaszcza z sektora prywatnego. Sytuacja ta jest wyjątkowo niekorzystna dla GPW, gdyż bez rozwoju tego rynku i budowy opartej na nim całej klasy instrumentów pochodnych nie może być mowy o realizacji mocarstwowych planów warszawskiej giełdy. Jest to tym ważniejsze, że, zgodnie z raportem globalnej firmy consultingowej McKinsey, należy oczekiwać w skali całego świata stopniowego spadku roli emisji akcji na rzecz finansowania dłużnego.

FINANCIAL SECTOR

STOCK EXCHANGE

Abstract

In the first half of September the WSE main indexes soared leaving a year-long horizontal trend. It suggests better prospects for Polish stocks. Financial markets should feature relatively low risk premium and high price volatility. The WSE quantity-maximizing strategy comes at the cost of market quality. Spectacular bankruptcies of the Catalyst-floated bond issuers substantially worsen the market's prospects in the short and medium term.

Słowa kluczowe: GPW, trend rynkowy, IPO, centrum finansowe, strategia GPW, rynek Catalyst.

Key words: WSE, market trend, IPO, financial center, WSE strategy, Catalyst market.

Sylwia Zajączkowska-Jakimiak[*]

7. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE

Dynamika rozwoju gospodarki światowej spada, a perspektywy jej wzrostu są słabe.

MFW obniżył prognozy dla globalnej gospodarki z 3,6% na 3,5% w br. oraz z 4,1% na 3,9% w 2013 r., jednocześnie zastrzegając, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo ponownej negatywnej korekty. Ożywienie widoczne na początku roku teraz słabnie. Spada tempo ożywienia w USA i w krajach rozwijających się. Kraje europejskie zmierzają ku recesji. Bez zmian MFW pozostawił prognozy dla sytuacji w krajach EŚiW.

Z szacunków MFW wynika, że w 2012 r. dynamika wzrostu gospodarczego w USA wyniesie 2,1%. Motorem rozwoju jest eksport. W trakcie kryzysu nastąpiło stopniowe przesuwanie z gospodarki opartej na konsumpcji w kierunku bardziej otwartej. USA wykorzystały korzystny kurs dolara oraz wzrost konsumpcji i pojawienie się klasy średniej w krajach rozwijających się. Od 2007 r. nastąpił wzrost eksportu o 51% do Ameryki Łacińskiej i o 53% do Chin. Chiny stanowią trzeci, najważniejszy po krajach NAFTA, rynek zbytu USA.

Tabela 7.1. **Dynamika PKB Stanów Zjednoczonych w latach 2011–2012 (w %)**

Wyszczególnienie	Kwartał w stosunku do poprzedniego kwartału				Kwartał w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego			
	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012
PKB	0,3	1,0	0,5	0,4	1,6	2,0	2,4	2,1

Źródło: EUROSTAT, wrzesień 2012.

Gospodarkę wspiera również polityka Fed. Rozpoczął on kolejną transzę ilościowego luzowania polityki pieniężnej oraz obniżył poziom stóp depozytowych do zera. Mimo to przed gospodarką amerykańską stoi wiele poważnych wyzwań, które mogą negatywnie wpłynąć na kruche ożywienie. Jedną z większych bolączek jest wysokie bezrobocie (ok. 8%). Dotychczasowe działania nie przełożyły się na wzrost zatrudnienia. Również rosnący eksport nie generuje nowych miejsc pracy. Sytuację konsumentów pogarsza wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych (ok. 115% dochodu rozporządzalnego) oraz rosnące ceny żywności związane z suszą, która objęła 60% powierzchni kraju. Przy tym zagrożeniem dla eksportu jest globalne spowolnienie i stopniowe wyhamowywanie gospodarek rozwijających się. Jednocześnie na przełomie lat 2012 i 2013 mają wygasnąć ulgi podatkowe stosowane od początku kryzysu jako narzędzie pobudzania gospodarki oraz rozpocznie się realizacja cięć budżetowych koniecznych ze względu na wysokie zadłużenie państwa. Obrazowo nazywane „fiskalne urwisko" oraz „zadłużeniowy sufit" w połączeniu z kalendarzem wyborczym stanowią realne zagrożenie dla perspektyw wyjścia gospodarki USA z kryzysu. Historia pokazała, jak trudne i kosztowne dla USA i gospodarki światowej było osiągnięcie kompromisu między prezydentem a Kongresem w sprawie kierunków polityki gospodarczej. Badania porównawcze skali kryzysów w latach 1982, 1991, 2001 i 2007 wskazują, że żaden z nich nie był tak trudny do pokonania jak obecny.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Według prognoz Banku Światowego, PKB regionu Azji i Pacyfiku wzrośnie w br. o 7,6% (w 2011 r. było to 8,2%, w 2010 r. 10%), w tym w Chinach o 8,2% (w porównaniu do 9,2% rok wcześniej i 10,4% w 2010 r.). Jest to najniższa stopa wzrostu od rozpoczęcia kryzysu i w znacznej mierze wynika ze słabnącego eksportu gospodarek uzależnionych od tego czynnika. Wskaźniki aktywności gospodarczej oraz dynamika konsumpcji spadają, a prognozy potwierdzają negatywne trendy. Nastąpiła reakcja łańcuchowa: Chiny spowolniły ze względu na kryzys w Europie i spowolnienie w USA, a słabe wyniki Chin przełożyły się na sytuację innych azjatyckich gospodarek.

Gospodarki UE znajdują się w fazie umiarkowanej recesji. Działania zaradcze mają charakter doraźny i w dłuższej perspektywie mogą okazać się nieskuteczne. Nadal przed krajami UE stoją wyzwania: uwspólnotowienia zadłużenia i problemów systemu bankowego oraz znalezienia równowagi między dyscypliną fiskalną a środkami na rzecz wzrostu gospodarczego.

W UE mamy do czynienia z niekorzystnym sprzężeniem zwrotnym między kryzysem bankowym i fiskalnym. Brak szybkiego i efektywnego opanowania kryzysu fiskalnego ułatwia ataki spekulacyjne. Okres korekty zaburzeń równowagi budżetowej i strukturalnej nagromadzonych przed i w trakcie kryzysu oraz wysokie potrzeby pożyczkowe na rolowanie długu w warunkach recesji tworzą szczególnie trudne warunki gospodarowania.

W strefie euro zaostrza się kryzys zadłużenia i sprawia, że gospodarki europejskie zmierzają w kierunku recesji. W pierwszym kwartale br. PKB strefy euro nie zmienił się w stosunku do IV kwartału 2011 r., a w II kwartale skurczył się o 0,2% w stosunku do pierwszego kwartału (w UE 27 wzrost wyniósł 0,1%). W skali roku spadek sięgnął –0,4%, a w krajach UE –0,2%. Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę wskazują na kontynuację negatywnych trendów. Perspektywy ożywienia są mocno ograniczone przez czynniki, które oddziałują na popyt wewnętrzny. Ponadto w krajach UE utrzymuje się długookresowo wysoki poziom bezrobocia, w czerwcu wyniósł 10,4% (w strefie euro 11,3%) i oczekuje się utrzymania trendu. Konsumpcję dodatkowo ogranicza niewielki wzrost płac przy relatywnie wysokiej inflacji. Nadal utrzymuje się wysokie zadłużenie gospodarstw domowych. W związku z koniecznością restrukturyzacji bilansów banki nadal nie są skłonne luzować polityki kredytowej. Spadają inwestycje prywatne. Od stycznia br. notuje się rosnący spadek produkcji przemysłowej (w czerwcu w skali roku –2,1%). Ponadto ożywieniu w krajach UE nie sprzyja w krótkim okresie konieczność kontynuacji konsolidacji fiskalnej.

Sytuacja różni się w poszczególnych gospodarkach, relatywnie najlepiej wygląda w Polsce i krajach bałtyckich. Dotychczasowym motorem wzrostu UE była gospodarka niemiecka. Mimo że zanotowane za ostatni kwartał dane są lepsze od oczekiwań, to koniunktura uległa pogorszeniu. Po wzroście PKB w 2010 r. o 4,2% i w 2011 r. o 3,0% prognozy na ten rok przewidują wzrost 1,7%. Nadal motorem rozwoju jest eksport. Wzrost wywozu do Azji, Europy Środkowej i Ameryki przewyższył w pierwszym półroczu br. spadki na rynkach UE. Rozwojowi sprzyja stabilna konsumpcja. Poziom bezrobocia jest jednym z najniższych w całej UE (5,5%). Niemniej jednak niepokojącym czynnikiem są znacznie zmniejszające się inwestycje. Wskaźnik nastrojów wśród przedsiębiorców (Ifo) od połowy 2011 r. spada. Jednocześnie zanotowano spadek zamówień (o 1,7% w czerwcu w stosunku do poprzedniego miesiąca i o 7,8% w skali rocznej). Brak możliwości pobudzenia przez rynek wewnętrzny gospodarki opartej na eksporcie w czasie globalnego spowolnienia może być znacznym zagrożeniem dla perspektyw jej rozwoju.

Najtrudniejsza sytuacja nadal utrzymuje się w krajach południowej Europy: Grecji, Hiszpanii, Włoszech, Portugalii i na Cyprze. Wprowadzanie drastycznych oszczędności, by zrównoważyć finanse publiczne i uspokoić rynki, pogłębia recesję, co z kolei utrudnia redukcję deficytu i zdobycie zaufania inwestorów. Będąc pod presją społeczną i polityczną, rządy PIIGS koncentrują się na krótkoterminowych narzędziach zażegnania zaostrzeń kryzysu, zamiast na długookresowych planach gospodarczych mających na celu przywrócenie gospodarek na ścieżkę wzrostu i konkurencyjności.

Dotychczas Grecja otrzymała pomoc finansową w wysokości 240 mld euro na okres 2010–2014. Jednym z warunków pomocy jest przeprowadzenie reform oraz redukcja deficytu budżetowego do końca 2014 roku. Deficyt w 2011 r. wynosił 9,3% PKB. Recesja, w jakiej tkwi gospodarka od pięciu lat, impas polityczny oraz zaostrzenie nastrojów społecznych spowalniały przeprowadzenie reform. Rząd grecki negocjuje wydłużenie terminu realizacji zobowiązań o 2 lata. Według szacunków MFW wydłużenie okresu realizacji wymagać będzie dodatkowej pomocy w wysokości 30–50 mld euro, na które nie chcą godzić się dotychczasowi wierzyciele. Brak wydłużenia terminu i niezasilenie gospodarki kolejną transzą będzie stanowić realne zagrożenie załamaniem. Aby uniknąć kosztownego bankructwa Grecji perspektywa zreformowania gospodarki zostanie wydłużona. Proces dostosowań prawdopodobnie przekroczy w czasie 2016 rok.

Tabela 7.2. **Wybrane dane makroekonomiczne w krajach południowej Europy w latach 2011–2012**

Kraj	Dynamika PKB w stosunku do									Dynamika produkcji przemysłowej, w stosunku do poprzedniego miesiąca			Stopa bezrobocia (06 2012)	Dług publiczny w stosunku do PKB w 2013 r.*
	poprzedniego kwartału				o analogicznego kwartału poprzedniego roku				2012 r.*					
	2011		2012		2011		2012							
	kw. III	kw. IV	kw I	kw II	kw III	kw. IV	kw. I	kw. II		04 2012	05 2012	06 2012		
Grecja	bd	bd	bd	bd	–5,0	–7,5	–6,5	–6,2	–4,7	0,3	0,5	–0,3	23,1	168
Hiszpania	0,0	–0,3	–0,3	–0,4	0,8	0,3	–0,4	–1,0	–1,8	–0,7	0,8	–0,6	25,1	87
Włochy	–0,2	–0,7	–0,8	–0,7	0,4	–0,5	–1,4	–2,5	–1,4	2,1	–0,8	bd	10,7	121,8
Portugalia	–0,6	–1,4	–0,1	–1,2	–2,0	–3,0	–2,3	–3,3	–3,3	–6,6	4,2	–0,9	15,7	117,1
Cypr	1,0	–0,2	–0,4	–0,8	–0,3	–0,7	–1,5	–2,4	bd	2,1	–0,8	bd	10,9	bd

* Prognozy Komisji Europejskiej, wrzesień 2012.

Źródło: EUROSTAT, wrzesień 2012.

Również w Hiszpanii nastąpiło zaostrzenie kryzysu. Rząd otrzymał 100 mld euro pożyczki na dokapitalizowanie banków i uspokojenie sytuacji. Hiszpania jest czwartą co do wielkości gospodarką strefy euro, której dług (o wartości nominalnej 770 mld euro) przekracza sumę zadłużenia Grecji, Portugalii i Irlandii. Kraj jest pogrążony w recesji, bezrobocie jest tutaj najwyższe w całej UE (25,1%). Deficyt budżetowy w 2011 r. wynosił 8,9% PKB zamiast obiecanych 6%. W związku z powyższą sytuacją pozwolono Hiszpanii wydłużyć okres redukcji deficytu finansów publicznych do 2014 roku. Gospodarka była pod ogromną presją rynków finansowych, rentowność papierów wartościowych sięgała 7%. Bilanse banków są obciążone kredytami hipotecznymi nadmiernie udzielanymi przed kryzysem. Tak długotrwałe dostosowania w systemie bankowym po części są spowodowane sytuacją gospodarczą, spadkiem cen nieruchomości (o 25%) i wzrostem bezrobocia, a po części również strukturą własnościową i organizacyjną banków-cajas, które są kontrolowane przez polityków. Warunkiem udzielanej pomocy jest utworzenie banku „toksycznych aktywów", którego celem ma być umożliwienie pozbycia się przez banki obciążających ich aktywów (w ocenie banku centralnego mogą one wynieść ok. 180 mld euro). Środki mają pochodzić z unijnych funduszy ratunkowych (EFSM, ESM) wypłacanych pod nadzorem MFW. Jednakże, według ekspertów, potrzeby pożyczkowe Hiszpanii wynoszą w obecnej sytuacji około 500 mld euro, co jest nie do udźwignięcia przez UE i fundusze ratunkowe. Taka sam sytuacja jest w Grecji, gdzie pomoc udzielona przez UE ma charakter doraźny, co nie gwarantuje rozwiązania problemów gospodarki w długim okresie.

Kryzys przeniósł się na Cypr. Kłopoty cypryjskich banków wynikają z silnego powiązania z bankami Grecji, a możliwe straty cypryjskich banków w greckich instytucjach finansowych szacuje się na 25 mld euro. Przy słabych prognozach wzrostu i pogłębiającym się deficycie finansów publicznych rząd stracił możliwość pozyskiwania środków, gdyż rentowność emitowanych papierów wartościowych przekroczyła 10%. Negocjowany pakiet pomocowy ma wynieść około 10 mld euro, jed-

nak jest obwarowany warunkami przeprowadzenia reform gospodarczych. W celu uniknięcia bolesnych dostosowań rząd cypryjski poszukuje pomocy w Rosji, która w ubiegłym roku udzieliła już pożyczki.

Na forum UE próby znalezienia kompromisowego rozwiązania trwają od początku kryzysu i wciąż nie osiągnięto spójnej strategii działania. Wśród podjętych w ostatnim półroczu działań, o których warto nadmienić, są polityka Europejskiego Banku Centralnego oraz ustalenia czerwcowego szczytu krajów strefy euro nakreślające unię bankową.

W obecnym momencie najsilniej oddziałującym narzędziem, jakie zastosowano w UE w celu uspokojenia kolejny raz zaostrzającego sie kryzysu, jest luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Europejski Bank Centralny obniżył poziom stóp procentowych do poziomu 0,75, a stopę depozytową do zera. W efekcie wartość jednodniowych depozytów utrzymywanych przez banki komercyjne w EBC spadła z poziomu ok. 800 mld euro do ok. 320 mld euro. Jednocześnie EBC podjął decyzję o uruchomieniu program nieograniczonego skupu na rynku wtórnym obligacji krajów PIIGS, stabilizując w ten sposób galopujące ceny papierów wartościowych m.in. Hiszpanii i Włoch. W sumie EBC zakupił obligacje o wartości ok. 200 mld euro.

Obecny kryzys spowodował, że konwencjonalne narzędzia oddziaływania na poziom stóp procentowych wyczerpały się i sięgnięto do ilościowego luzowania polityki pieniężnej, które dotychczas nie było na taką skalę stosowane. W teorii wskazuje się na ich mieszane skutki. Z badań wynika, że mimo różnic w sile oddziaływania pomagają one gospodarce amerykańskiej, brytyjskiej i krajów strefy euro[1]. Dotychczasowe transze QE przyczyniły się do udrożnienia transmisji polityki pieniężnej i przywrócenia stabilności na rynkach finansowych, pobudziły akcję kredytową banków, a dzięki bilansowaniu portfela obniżyły koszty pożyczek dla sektora prywatnego. Mimo to zastosowane narzędzia niosą ze sobą wiele zagrożeń, ich niektóre przejawy już obserwujemy. Tak silna ingerencja banków centralnych może spowodować deformację rynków i doprowadzić do wzrostu inflacji oraz tworzenia się baniek spekulacyjnych. Obecnie mamy do czynienia ze spekulacjami na rynkach surowców, żywności i wybranych walut. Nierównowaga na rynkach finansowych w wyniku utrzymujących się na poziomie zbliżonym do zera stóp procentowych może budzić obawy co do zdolności kontrolowania inflacji przez banki centralne w przyszłości oraz grozi deprecjacją prywatnych oszczędności. Skupywanie na tak wielką skalę obligacji może doprowadzić do deformacji rynku rządowych papierów dłużnych. Przede wszystkim pozwala politykom odkładać w czasie trudne decyzje i spowalniać wdrażanie reform. Polityka ECB przyczynia się do obniżania rentowności papierów wartościowych bez względu na faktyczny stan finansów publicznych ich emitentów. Dotyczy to zarówno krajów o relatywnie niewielkim zadłużeniu, jak i tych nadmiernie zadłużonych. Niska lub ujemna rentowność papierów dłużnych nie jest efektem faktycznej kondycji tych gospodarek, ale utrzymuje się dzięki relatywnemu obrazowi otrzymanemu dzięki zestawieniu krajów pogrążonych w długach ich z sytuacją. Ewentualne dostosowania gospodarek mogą mieć nieoczekiwane i nieprzewidziane konsekwencje. W przypadku krajów, gdzie papiery dłużne mają wysoką rentowność – bez interwencji – ich oprocentowanie byłoby jeszcze wyższe lub straciłyby możliwość emisji. Gdy rynki stracą zaufanie do emitentów, bank centralny będzie zmuszony do skupywania tych papierów. Aktywa obecnie nabywane są coraz gorszej jakości, co stwarza zagrożenie wzrostu straty. Jeśli okazałoby się one zbyt duże, EBC będzie zmuszony do pokrycia ich poprzez emisję pieniądza, co wywołałaby inflację, która z przyczyn wspomnianych wyżej, byłaby trudna do kontroli.

Niektórzy podkreślają również znaczenie zaufania do EBC i prawa UE, które w sytuacji kryzysowej mogą okazać się ważnym czynnikiem, a które to w wyniku narażania na presję polityczną mogą zostać podważone.

Niezależnie od tego należy podkreślić, że działania EBC są ograniczone traktatami i brakiem politycznego kompromisu członków UE, a przy skromnych zasobach w dyspozycji unijnych funduszy ratunkowych i przy obecnej skali kryzysu są niewystarczające.

W związku z tym, iż kryzys powrócił do sektora bankowego, na czerwcowym szczycie UE nakreślono ramy reorganizacji sektora, którego ostatecznym celem jest stworzenie tzw. unii bankowej do końca 2012 roku. Podstawowym elementem ma być utworzenie wspólnego nadzoru bankowego

[1] Federal Reserve Bank of San Francisco, Bank of England, Bank of International Settlement.

obejmującego nie tylko kraje strefy euro, ale również inne kraje unijne, a zasadniczą rolę ma w nim odgrywać EBC. Pełna unia bankowa miałaby obejmować również wspólny system gwarancji depozytów oraz fundusz restrukturyzacji i procedurę uporządkowanej likwidacji banków (tzw. *resolution procedure*). Niestety wdrażanie tych dwóch ostatnich elementów nie zostało określone w czasie, co oznacza odkładanie perspektywy rozpoczęcia ich działania. Porozumienie zawiera zapis o udzielaniu pomocy finansowej zagrożonym bankom bezpośrednio od funduszy ratunkowych, z pominięciem rządów. Oznacza to, że dokapitalizowanie sektora nie będzie zwiększać długu publicznego państw członkowskich. Powyższa propozycja wytycza ogólnie kierunki przyszłych działań, ale osiągnięcie ostatecznego ambitnego celu będzie wymagać czasu i zasobów, gdyż w istocie unia bankowa jest elementem unii politycznej. Biorąc pod uwagę dotychczasowy trudny długookresowy proces dochodzenia do kompromisu przez państwa członkowskie, ostateczny kształt, jaki przybierze propozycja, jest trudny do przewidzenia.

Obecna koncepcja niesie ze sobą szereg pozytywnych efektów, jak również zawiera wiele zagrożeń. Nie ustalono, których banków ma dotyczyć nadzór. Z jednej strony objęcie nadzorem wszystkich instytucji daje większą kontrolę i gwarancję bezpieczeństwa systemu. Jak pokazał przykład hiszpańskich cajas i niemieckich Landesbanken, małe banki mogą stanowić większe zagrożenie systemowe niż potężne międzynarodowe instytucje. Szybkie i efektywne działania w przypadku bankructwa podjęte były wówczas, gdy przeniesiono stosowne uprawnienia na poziom ponadnarodowy. Z drugiej strony nadzór nad 6 tysiącami banków może okazać się nieefektywny. Niewątpliwie zaletą koncepcji jest rola EBC, instytucji niezbędnej do skutecznego działania funduszu ESM. Niemniej jednak nie doprecyzowano sposobów podejmowania decyzji o dokapitalizowaniu i nie określono kanałów dystrybucji kosztów bankructwa. Mimo że nadal ryzyko przenoszenia problemów finansowych między sektorami i gospodarkami jest duże, to unia bankowa może stać się przeciwwagą dla tych zjawisk.

Nie naruszając fundamentów systemu bankowego w Europie, przy jednoczesnym wzmacnianiu kompetencji ponadnarodowych, kraje członkowskie będą musiały zmierzyć się z wyzwaniem pogodzenia w ramach procedury likwidacji, z jednej strony, prawa własności prywatnej, a z drugiej – zobowiązań, których gwarantem jest państwo. Problem jest szczególnie widoczny w Grecji, gdzie restrukturyzacja banków jest opóźniania w wyniku podtrzymywania ich działalności przez fundusze interwencyjne oraz przez pomoc państwa. Jest to powodem odkładania w czasie poddania systemu kontroli ponadnarodowej, gdyż uszczupliłoby to istniejącą tam nadmierną ingerencję polityczną. Wydaje się, że unia bankowa utrudni wywieranie nacisków politycznych na banki krajowe.

Zagrożeniem dla wejścia w życie porozumienia politycznego jest fakt, iż kwestie nadzoru EBC wymagają jednomyślności i przygotowania odrębnego traktatu, co implikuje konieczność jego ratyfikacji. Unia bankowa jest projektem politycznym związanym ze zrzeczeniem się części suwerenności.

Unia bankowa ma stanowić jeden z filarów zacieśniania współpracy w ramach unii gospodarczo-walutowej, obok unii fiskalnej i wzmocnienia koordynacji polityk budżetowych. Istnieje obawa, że opracowanie zasad nadzoru bankowego może okazać się nieskuteczne tak długo, jak długo będą nieskuteczne procedury zabezpieczające przed nadmiernym zadłużaniem członków UGW. Dlatego dopóki nie zostaną wdrożone pozostałe filary UGW (szczególnie fiskalne), dopóty to narzędzie w postaci unii bankowej pozostanie nieskuteczne.

Propozycja unii bankowej w obecnym kształcie dopuszcza objęcie Polski nadzorem EBC. Niemniej jednak w związku z tym, że Polska nie należy do strefy euro, będzie mogła jedynie współdecydować na etapie powołania samego nadzoru, natomiast nie będzie miała wpływu na podejmowane przez niego decyzje.

Kryzys w strefie euro może rozprzestrzenić się do Polski również za pośrednictwem kanału bankowego. Jeśli kurs walutowy złotego osłabi się nadmiernie, to nadmiernie zadłużone we franku szwajcarskim i w euro banki, przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe dotknie wzrost kosztów obsługi zadłużenia. Kłopoty firm-matek mogą powodować wycofywanie się ze spółek-córek zlokalizowanych w Polsce. Ten sam efekt może przynieść niemożność utworzenia rozwiązań systemowych na poziomie europejskim. Polityka EBC wspierająca płynność w sektorze bankowym ma swoje ograniczenia, w tym sprzyja opóźnieniom procesu restrukturyzacji banków, a co za tym idzie przy obecnej skali kryzysu – wzrostu ryzyka ich upadłości. Nieodbudowanie zaufania i niemożność przycią-

gnięcia niezbędnego kapitału opóźni dostosowania banków europejskich do rosnących potrzeb kapitałowych i pobudzi do zmniejszenia dźwigni finansowej.

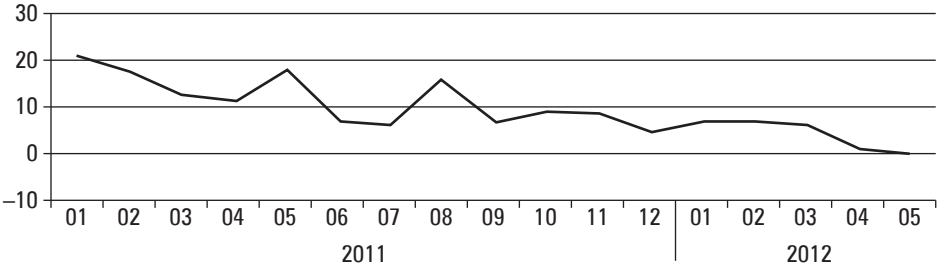
W UE system gwarancji depozytów jest słaby. Prawdopodobnie tworzenie systemu ponadnarodowego będzie się wiązało z wpłacaniem składek przez państwa członkowskie. To oznacza, że mimo iż polski system jest wyróżniającym się w skali europejskiej, to będzie dodatkowo obciążony opłatami.

Pogorszenie koniunktury w Europie powoduje pogarszanie perspektyw wzrostu polskiego eksportu.

W II kwartale br. zanotowano znacznie większy niż w poprzednich okresach wkład eksportu netto w tempo wzrostu PKB – na poziomie 2,6 pkt. proc. Związane to było ze spadkiem importu przy nieco wolniejszym niż w poprzednich okresach wzroście eksportu.

Dynamika wzrostu eksportu i importu słabnie. W pierwszym półroczu 2012 r. eksport w cenach bieżących wyniósł 291,7 mld zł., a import 316,7 mld zł. W porównaniu z analogicznym okresem w ubiegłego roku eksport zwiększył się o 9,3% (o 4,8% licząc w euro), a import o 0,6% (spadł o 1,9% w euro). Ujemne saldo wyniosło 25 mld zł (w 2011r. deficyt sięgnął 32 mld zł).

Rysunek 7.1. **Eksport Polski w okresie styczeń 2011 – maj 2012 (zmiana w % w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)**



Źródło: NBP.

Wciąż największy, choć spadający, udział w handlu zagranicznym mają kraje UE, a najważniejszym partnerem handlowym Polski pozostają Niemcy, choć ich udział spada (w eksporcie z 26% do 25,5% , w imporcie z 27,6% do 26,3%). Tymczasem polski eksport napędzają głównie rynki EŚiW[2]. Dynamika eksportu do tego regionu wzrosła w pierwszym półroczu br. o 27,4%, z czego do Rosji o 32,8%, na Ukrainę o 30,2%. Wraz z utrzymującym się nieprzerwanie od dwóch lat wzrostem udziału krajów EŚiW rośnie eksport do krajów naszego regionu, tj. Słowacji i Czech. Dane te mogłyby wskazywać na poszukiwanie przez producentów nowych rynków zbytu, poza krajami UE pogrążonymi w kryzysie. Tymczasem wskaźnik umów eksportowych NBP utrzymywał się na zbliżonym poziomie do pierwszego kwartału br. i poziomu sprzed roku. Wskaźnik prognoz eksportu NBP jest od dwóch lat stabilny. Przy jednoczesnym spadku podpisywania nowych umów eksportowych (o ok. 3,7% zarówno w stosunku do poprzedniego kwartału, jak i do analogicznego kwartału rok wcześniej) sytuacja może sugerować, że wzrost eksportu odbywa się na podstawie współpracy z obecnymi kooperantami, a nie poprzez nawiązywanie nowych kontraktów.

Wskaźnik wyprzedzający koniunktury PMI po raz trzeci spada, co jest sygnałem kontynuacji spowolnienia w przemyśle. W II kwartale br. zanotowano spadek wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle ogółem. Produkcja przemysłowa spadła w 16 z 32 branż. Negatywne zmiany dotknęły również eksporterów. Spośród gałęzi o dużym udziale eksportu w produkcji ogółem szczególnie niekorzystnie wyróżniają się branże: farmaceutyczna, motoryzacyjna i meblarska. Pomimo lepszej sytuacji w branży maszyn i urządzeń, chemicznej oraz spożywczej dynamika wzrostu wywozu

[2] Według terminologii GUS do tych krajów zalicza się: Rosja, Ukraina, Białoruś, Mołdawia, Chorwacja i Albania.

się obniża. W maju zanotowano spadek zamówień zagranicznych w przemyśle o 3,6% w stosunku rocznym i o 0,7% w stosunku do poprzedniego miesiąca.

Konkurencyjność cenowa eksportu wzrosła dzięki deprecjacji złotego. Barierą jego wzrostu jest jednak niepewność sytuacji w strefie euro oraz wahania kursu walutowego. Te same czynniki są barierą importu.

Obecny etap kryzysu w strefie euro i próby jego zażegnania powodują wzrost zainteresowania polskimi papierami wartościowymi. W efekcie rośnie udział zadłużenia zagranicznego w polskim długu.

Zarówno wartość, jak i udział zadłużenia zagranicznego w długu skarbu państwa rośnie. Na koniec maja br. 52% z 414 mld zł było w rękach zagranicznych inwestorów. W ubiegłym roku zadłużenie zagraniczne stanowiło 46% zadłużenia wynoszącego wtedy 314 mld zł . Według NBP 194 mld zł stanowią obligacje wyemitowane w walutach obcych, 67 mld zł papiery krajowe, zakupione przez banki zagraniczne i fundusze inwestycyjne, 52 mld zł zagraniczne kredyty.

Wzrost zainteresowania polskimi papierami wartościowymi jest efektem luzowania polityki pieniężnej przez EBC, niskiej wiarygodności papierów wartościowych gospodarek południa UE oraz niskiej rentowności papierów krajów północnych UE. Te ostatnie inwestorzy nabywają jako zabezpieczenie transakcji finansowych. Dzięki wyższej stopie wzrostu gospodarki polskiej realne stopy procentowe są dodatnie i relatywnie wyższe również w wyniku obniżek dokonanych przez EBC. Rentowność polskich papierów jest nadal atrakcyjna pomimo spadku i oczekiwań obniżek stóp procentowych. Inwestorów zachęca rozwijająca się gospodarka, stabilne finanse publiczne, konsolidacja finansowa, elastyczna polityka monetarna. Ponadto od rozpoczęcia kryzysu w 2007 r. wielkość długu w stosunku do PKB przyrastała w tempie jednym z najniższych w Europie. Agencje ratingowe podtrzymały rating zadłużenia zagranicznego na poziomie A- ze stabilną perspektywą.

Wysoka niepewność w strefie euro i możliwość nasilenia się kryzysu mogłaby spowodować nagły odpływ kapitału z Europy, w tym z Polski. Wyprzedaż polskich obligacji spowodowałaby wzrost ich rentowności i obniżenie cen oraz osłabienie złotego. Mogłoby to utrudnić dalszą sprzedaż papierów wartościowych i zaspokojenie potrzeb pożyczkowych gospodarki. Podniesienie oprocentowania podniosłoby koszty obsługi zadłużenia. Trzeba pamiętać, że średnie koszty obsługi zadłużenia Polski, mimo że wg szacunków KE spadną w tym roku do 5,1% długu publicznego, są relatywnie wysokie. Nadal w skład długu wchodzą papiery wyemitowane wcześniej, o dużo wyższej rentowności niż obecnie sprzedawane. Koszt obsługi długu publicznego (wartość odsetek w stosunku do wartości długu publicznego) w 2011 r. w Polsce był wyższy niż w krajach pogrążonych w kryzysie: Grecji, Portugalii, Włoszech, Hiszpanii czy Irlandii.

Przed ewentualnym ryzykiem chroni polską gospodarkę posiadana w MFW elastyczna linia kredytowa o wartości 30 mld USD oraz poduszka finansowa budżetu państwa o wartości ok. 50 mld zł.

INTERNATIONAL SITUATION

Abstract

The dynamics of global economy has decreased and its further prospects are weak. The EU economies are in a state of a moderate recession. Current anti-crisis measures have short-term character and in the long perspective may prove ineffective. The EU countries face a challenge of mutualization of debt and banking system problems, and of finding the balance between fiscal discipline and measures for economic recovery. The downturn in the EU economy has worsened Polish export prospects. The current stage of Euro zone crisis and attempts undertaken to resolve it have increased interest in Polish securities. In effect, the share of foreign debt in total debt has risen.

Słowa kluczowe: recesja, globalne ożywienie, uwspólnotowienie długu, polityka EBC, unia bankowa.

Key words: recession, global economic recovery, mutualization of debt, the ECB policy, banks union.

Łukasz Hardt[*]

8. POLSKA W UNII EUROPEJSKIEJ

NIEROZWIĄZANEGO KRYZYSU CIĄG DALSZY

Podtrzymujemy opinię sformułowaną już w zeszłorocznej, jesiennej edycji Raportu, że kryzys Unii Europejskiej nie ma wyłącznie charakteru gospodarczego, ale dotyka również sfery zarządzania gospodarczego, co powoduje, że wyjście z niego musi oznaczać rewizję dotychczasowych mechanizmów integracyjnych.

Wydarzenia w Unii Europejskiej w drugim półroczu 2012 r. jednoznacznie wskazują na to, że zjawiska kryzysowe utrzymują się, a nawet przybierają na sile. Nie chodzi tutaj wyłącznie o kwestie *stricte* gospodarcze, ale bardziej o swoistą atrofię instytucji europejskich, które nie są w stanie sformułować przejrzystego programu walki z kryzysem. Utworzenie w 2010 r. funduszu ratunkowego (*European Financial Stability Facility* – EFSF) dla pogrążonych w długach państw strefy euro i jego wzmocnienie w kolejnym roku, połączone z przyjęciem tzw. Paktu dla Euro, nie doprowadziło do poprawy sytuacji. Co prawda, rynki zostały do pewnego stopnia uspokojone, ale problemy pozostały. W związku z tym Rada Europejska podjęła decyzję o ustanowieniu permanentnego mechanizmu mającego chronić stabilność strefy euro (*European Stability Mechanism* – ESM lub dalej: *Mechanizm*). Pierwotnie mechanizm ten miał zacząć funkcjonować od lipca 2012 r., ale jego implementacja opóźniła się w wyniku oczekiwania na decyzję Trybunału Konstytucyjnego w Karlsruhe, który ostatecznie 12 września 2012 r. orzekł o zgodności jego ratyfikacji przez Bundestag z konstytucją Niemiec. Warto jednak zauważyć, że nie jest to zgoda bezwarunkowa i rząd Niemiec nie będzie mógł podwyższyć swojego wkładu do ESM do poziomu ponad 190 mld EUR bez zgody Bundestagu. Warto teraz bliżej przyjrzeć się konstrukcji tego nowego mechanizmu i następnie zastanowić się, na ile może on pomóc w przezwyciężaniu kryzysu w UE.

Po pierwsze, logika działania ESM opiera się na metodzie międzyrządowej, a więc *Mechanizm* będzie *de facto* działał poza ramami instytucjonalnymi UE, choć odniesienie się do niego ma znaleźć się w unijnym traktacie. To jednak nie Komisja Europejska ani nie Parlament Europejski będą decydowały o jego działaniu, lecz bezpośrednio kraje członkowskie, a zwłaszcza te najsilniejsze. ESM będzie zarządzany przez radę składającą się z ministrów finansów krajów eurogrupy. Znamienne jest to, że komisarz UE ds. walutowych i gospodarczych będzie miał jedynie status obserwatora. Dobrze to oddaje obecną pozycję polityczną Komisji Europejskiej, która jest coraz bardziej marginalizowana.

Po drugie, ze względu na mocniejsze umocowanie traktatowe ESM jego dług nie będzie wliczał się do długu publicznego poszczególnych państw udziałowców *Mechanizmu*. Odmienna sytuacja miała miejsce w przypadku EFSF, gdyż emitowane przez niego instrumenty dłużne zaliczały się do długu publicznego państw członkowskich (proporcjonalnie do ich wkładu do funduszu). Trudno w tym momencie przesądzić, jakie będą efekty tej zmiany.

Po trzecie, chociaż decyzje w ramach *Mechanizmu* mają zapadać zgodnie z zasadą jednomyślności, to jednak w sytuacjach nadzwyczajnych możliwe będzie decydowanie na podstawie osiągnięcia więk-

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

szości kwalifikowanej 85% głosów, co oznacza, że bez zgody Niemiec, Francji i Włoch jakiekolwiek działania nie będą mogły być podjęte.

Po czwarte wreszcie, uzyskanie pomocy z *Mechanizmu* będzie obwarowane szeregiem warunków, z których najistotniejszy sprowadza się do ratyfikacji przez państwo beneficjenta pomocy traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (tzw. traktat fiskalny). Nie ulega wątpliwości, że *Mechanizm* ma silniejsze podstawy prawne i polityczne niż wcześniejszy fundusz ratunkowy. W rezultacie jego potencjał do stabilizowania sytuacji w strefie euro jest niewątpliwie większy – czy jednak wystarczający, żeby na trwałe ustabilizować strefę euro? Nie wydaje się to możliwe, gdyż jest to kolejny z mechanizmów jedynie w ograniczony sposób wpływający na podstawowe przyczyny kryzysu. Ponadto trudno się spodziewać, aby pogrążone w recesji kraje południa Europy mogły dalej kontynuować politykę zacieśniania fiskalnego. Wreszcie tenże nowy i wzmocniony fundusz ratunkowy nadal nie rozwiązuje problemu dekonwergencji południa i północy UE, która to w zdecydowany sposób przyczyniła się do obecnej sytuacji i jest jednym z efektów unii walutowej (opis szczegółowy jest zawarty w edycji jesiennej „Raportu" nr 19 INE PAN z 2011 r.). Różnorakie sposoby walki z kryzysem należy oceniać w perspektywie szans na zahamowanie tej dekonwergencji.

Podstawową słabością większości inicjatyw antykryzysowych podejmowanych w UE, w tym samego ESM, jest ich oparcie na mechanizmie międzyrządowym, a nie wspólnotowym. Niepokoi również polityzacja Europejskiego Banku Centralnego poprzez decyzję dopuszczającą skup przez niego na rynku wtórnym obligacji krajów pogrążonych w kryzysie zadłużenia.

Wielokrotnie w „Raporcie" INE PAN wskazywaliśmy na problem odchodzenia od wspólnotowego modelu integracji w UE – tracą instytucje europejskie (m.in. Komisja i Parlament), ze swojej natury dbające o możliwie sprawiedliwy podział korzyści i kosztów integracji między krajami członkowskimi, natomiast zyskują silne kraje członkowskie, zawierające porozumienia *de facto* pozatraktatowe i często właściwie bez udziału instytucji europejskich. Wielu autorów mówi wręcz nie o renesansie metody międzyrządowej, ale raczej o przejściu do modelu opierającego się na polityce siły (*power politics*). Swoistym paradoksem obecnej sytuacji jest to, że przejście do *power politics* odbywa się w wyniku demokratycznej presji wyborców w najsilniejszych krajach UE, zwłaszcza w Niemczech. Złudne okazały się więc przewidywania tych, którzy liczyli, że w sytuacji kryzysu objawi się europejski *demos* i nastąpi silny powrót do oparcia integracji na zasadzie solidarności. Występuje proces odmienny – coraz bardziej widoczny jest podział na państwa centralne i peryferyjne. W kreowaniu tego nowego porządku przodują Niemcy i Francja, których elity straciły bezrefleksyjną wiarę w ideę integracyjną i powracają do tradycyjnych narodowych egoizmów. Innymi słowy, trudno w tej sytuacji liczyć na ich działania służące realnej konwergencji północy i południa. Niemiecka silna i rosnąca świadomość konstytucyjna (wzrost znaczenia dla procesu integracji decyzji niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego) nie pozwala na podzielenie się Niemiec w dużo większym stopniu niż obecnie korzyściami z euro z krajami znad Morza Śródziemnego. Powyższe nie idealizuje oczywiście modelu wspólnotowego, gdyż jego porażka wynika z wielu problemów w jego funkcjonowaniu, a zwłaszcza tendencji do ignorowania roli mechanizmów demokratycznych na poziomie narodowym przy jednoczesnym braku tego rodzaju mechanizmów na poziomie wspólnotowym (tzw. problem deficytu demokracji w UE). Nie ulega też wątpliwości, że to same kraje członkowskie skutecznie przez wiele lat osłabiały mechanizm wspólnotowy, realizując przy jego udziale te projekty, na które społeczeństwa tychże państw nigdy by się nie zgodziły (tzw. *excuse mechanism*). Wydaje się więc, że nie ma prostego powrotu do dawnej metody wspólnotowej. Z drugiej strony pozostawienie integracji na obecnej międzyrządowej ścieżce jest niebezpieczne i może grozić dekompozycją Wspólnoty. Związana z tym próba przerzucenia kosztów wychodzenia z kryzysu na najsłabsze państwa eurolandu może skończyć się niepowodzeniem i doprowadzić do jeszcze większych perturbacji.

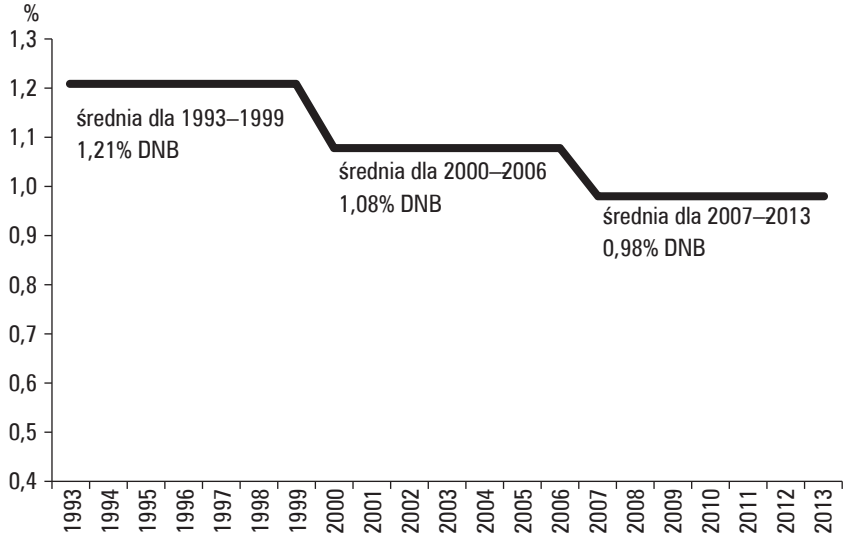
O wzroście znaczenia różnych pozatraktatowych mechanizmów zarządzania gospodarczego w strefie euro świadczy również narastająca polityzacja Europejskiego Banku Centralnego, który

bezpośrednio włączył się w walkę z kryzysem poprzez decyzję o umożliwieniu właściwie nieograniczonego skupu na rynku wtórnym obligacji krajów strefy euro pogrążonych w kryzysie. EBC stał się więc jednym z głównych rozgrywających na froncie walki z kryzysem, a pozycja jego prezesa jeszcze nigdy nie była tak znacząca, a jego działania upolitycznione. Niektórzy eksperci wręcz twierdzą, że M. Draghi działa na granicy mandatu prezesa EBC, gdyż pierwszoplanowym zadaniem kierowanego przez niego banku powinno być trzymanie inflacji w ryzach, a ewentualny nielimitowany skup obligacji presję inflacyjną niewątpliwie zwiększy. Co prawda, interwencja EBC będzie mogła wystąpić dopiero w drugim kroku, po wykorzystaniu potencjału ESM, ale środki *Mechanizmu* w przypadku Hiszpanii i Włoch są zdecydowanie niewystarczające, dlatego też w sytuacji zaostrzenia kryzysu interwencja EBC może pozostać jedynym narzędziem ratunkowym. W takiej sytuacji to EBC zacznie rzeczywiście finansować kraje pogrążone w kryzysie, co w długim okresie nie tylko będzie zwiększało presję inflacyjną, ale spowoduje, że kraje te nadal pozostaną w pętli rosnącego zadłużenia. Pozostaje mieć nadzieję, że uspokojenie sytuacji na rynkach wywołane decyzją EBC zostanie wykorzystane przez polityków na podjęcie strukturalnych decyzji zwiększających konkurencyjność południa UE i porządkujących ich systemy finansów publicznych.

Wyjście przez UE z kryzysu musi wiązać się ze zwiększeniem roli mechanizmów sprawiedliwej dystrybucji korzyści z integracji, w tym z utrzymaniem silnej polityki spójności.

Problem nierównego podziału korzyści i kosztów integracji nie pojawia się w UE po raz pierwszy. Zawsze, gdy zacieśniano wspólny rynek, najbardziej zyskiwały gospodarki silnie ukierunkowane na eksport, zwłaszcza Niemcy. Zawsze jednak pogłębianiu integracji towarzyszyło wprowadzanie mechanizmów mających kompensować ewentualne straty krajów najsłabszych. Podręcznikowym przykładem tego rodzaju mechanizmu jest polityka spójności UE, która była swoistą zapłatą dla krajów południa za ich zgodę na pogłębienie wspólnego rynku. Niestety wprowadzeniu euro nie towarzyszyła implementacja nowych mechanizmów kompensujących zmianę dystrybucji korzyści/kosztów integracji. Co więcej, rola samej polityki spójności zaczęła maleć, co związane jest z generalnym spadkiem znaczenia budżetu wspólnotowego – jego wielkość w relacji do DNB UE systematycznie maleje (rys. 8.1).

Rysunek 8.1. **Relatywne znaczenie budżetu Unii Europejskiej w latach 1993–2013**



Źródło: Komisja Europejska.

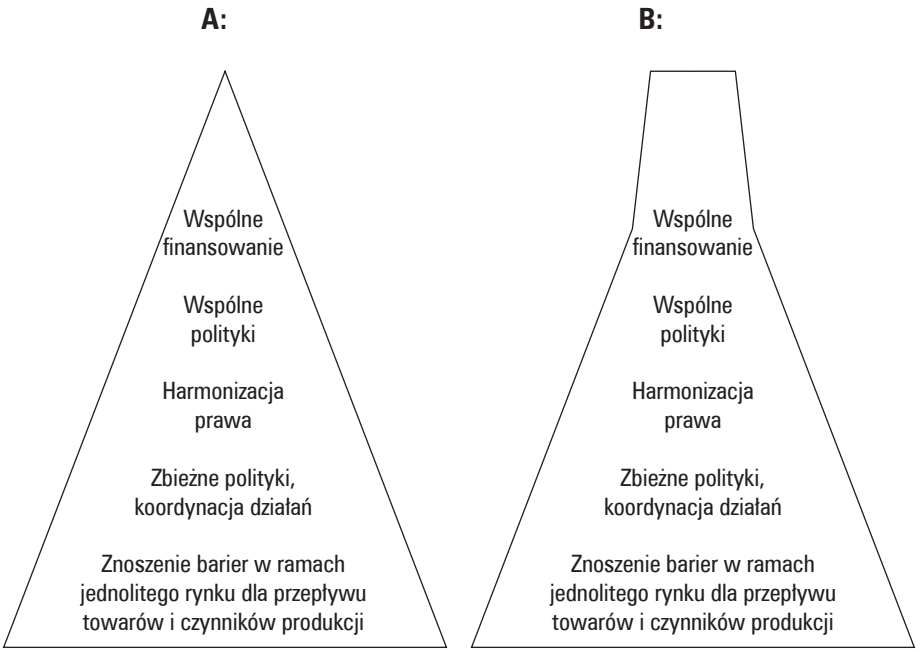
Brakowi mechanizmów powstrzymujących stymulowany wprowadzeniem euro proces dekonwergencji pomiędzy południem a północą UE towarzyszy ponadto silne żądanie bogatych krajów UE,

szczególnie Niemiec, aby to południe samo rozwiązało swoje problemy. To sytuacja bez precedensu w historii procesu integracji. Z drugiej jednak strony jest ona konsekwencją silnego osłabienia zasady solidarności w traktacie lizbońskim. Wielu wybitnych ekspertów, m.in. A. Moravcsik w głośnym artykule *Europe After the Crisis* („The New York Times" z 22.04.2012) stwierdza, że najskuteczniejszą drogą wyjścia z kryzysu jest taka zmiana narodowych polityk gospodarczych państw członkowskich zarówno biednego południa, jak i bogatej północy, aby w większym stopniu ich kształt był pochodną dbałości o finansową stabilność UE, co musi oznaczać przezwyciężenie różnego typu narodowych egoizmów. W tym kontekście niemiecka recepta na kryzys, a więc żądanie od krajów południa oddania części suwerenności w zamian za pomoc, i to oddanie tejże suwerenności *de facto* innym krajom UE (m.in. poprzez ESM) a nie instytucjom wspólnotowym, jak często się działo w ramach wcześniejszych procesów integracyjnych, nie jest dobrym rozwiązaniem, gdyż będzie to tylko pogłębiało antagonizmy w ramach UE.

Wzmocnienie mechanizmów solidarnościowych w UE, w tym zwłaszcza polityki spójności, jest kluczem do przezwyciężenia kryzysu we Wspólnocie i jest korzystne dla Polski.

Europejski model integracyjny opierał się dotychczas przede wszystkim na tzw. integracji negatywnej, tj. eliminacji różnego typu barier między krajami członkowskimi. Towarzyszyły temu oczywiście pewne działania z zakresu tzw. integracji pozytywnej (m.in. polityka spójności i wspólna polityka rolna), ale ich znaczenie nie było pierwszoplanowe. Liczył się przede wszystkim wspólny rynek, a nie wspólne finansowanie. Schematycznie przedstawia to rysunek 9.2 (panel A), gdzie najszersza jest podstawa trójkąta (budowanie jednolitego rynku w ramach integracji negatywnej), a wierzchołek jest dużo mniejszy (wspólnie finansowane polityk w ramach tzw. integracji pozytywnej).

Rysunek 8.2. **Hierarchia znaczenia instrumentów integracji dla rozwoju gospodarczego UE**



Źródło: Zmodyfikowany wykres na podstawie: J. Pietras, *Przyszłość budżetu Unii Europejskiej. Spójność celów, polityk i finansów unijnych*, demosEuropa, Warszawa 2008, s. 18.

Postulowane tutaj przez nas wzmocnienie mechanizmów solidarnościowych w UE powinno oznaczać wzrost znaczenia wspólnego finansowania polityk i generalnie poszerzenie kompetencji insty-

tucji wspólnotowych, co przedstawia przejście od modelu integracji przedstawionego na panelu A rysunku 9.2 do modelu opisanego na panelu B, gdzie następuje odejście od „modelu trójkąta" i ma miejsce wzrost znaczenia wspólnego finansowania i wspólnych polityk. Podstawa nadal jest jednak taka sama i stanowi ją wspólny rynek, opierający się w swoim działaniu na modelu integracji negatywnej. Wzmocnienie polityki spójności w przypadku krajów południa UE powinno oznaczać, iż z jednej strony nie będą one traciły wsparcia ze względu na przenoszenie interwencji tejże polityki do krajów, które do UE przystąpiły w 2004 r. (rola tzw. efektów statystycznych). Z drugiej strony, nowi beneficjenci polityki spójności, m.in. Polska, nie powinni zostać dotknięci redukcją transferów unijnych ze względu na konieczność silniejszej interwencji w krajach południa. W takim modelu integracji wzmacnia się legitymizacja polityki spójności. Po pierwsze, jest to polityka ukierunkowana na bardziej sprawiedliwy podział korzyści/kosztów dla krajów członkowskich z tytułu działania na jednolitym rynku i posługiwania się wspólną walutą. Po drugie, jest to polityka zmniejszająca różnice pomiędzy wschodem a zachodem, a więc niejako polityka redukująca ryzyko wystąpienia silnej dekonwergencji tych krajów wraz z przyjęciem przez nie w przyszłości wspólnej waluty. Argument tutaj może być zresztą jeszcze inny – lepsze i mniej kosztowne jest inwestowanie w te kraje teraz w ramach polityki spójności niż ponoszenie w przyszłości wysokich kosztów transferów wyrównawczych, gdy te kraje w strefie euro się już znajdą. Co więcej, jeśli jednym z fundamentalnych powodów obecnego kryzysu jest niska konkurencyjność gospodarek południa, to lepszym mechanizmem jej podnoszenia są różne działania w ramach polityki spójności niż *quasi*-transfery do tych krajów w ramach różnych mechanizmów ratunkowych. Biorąc pod uwagę obecne doświadczenie kryzysu, jest oczywiste, że dostęp do tej nowej, bardziej (potencjalnie) hojnej polityki spójności powinien zostać obwarowany silnymi warunkami, tj. m.in. zobowiązaniem krajów jej beneficjentów do reform strukturalnych i redukcji deficytu budżetowego oraz długu publicznego.

Na koniec warto zaznaczyć, iż korzyści z polityki spójności nie będą ulokowane wyłącznie w krajach jej beneficjentów, lecz również w tym państwach, które poprzez zwiększone kontrybucje do budżetu UE będą ją finansowały. Można tutaj tylko wspomnieć, że w samych latach 2004–2015 korzyści krajów UE-15 z tytułu realizacji polityki spójności tylko w Polsce wyniosą w sumie aż 87,63 mld zł (24,9 mld euro) w cenach stałych z 2008 roku[1]. Składają się na nie oczywiście bezpośrednie zakupy finansowane ze środków tej polityki w krajach UE-15, ale kluczowe znaczenie ma tutaj pośrednie stymulowanie wzrostu w Polsce, co prowadzi do jej zwiększonego popytu na dobra i usługi importowane. Mówiąc obecnie, że wyjście z kryzysu nie może ograniczać się wyłącznie do zacieśniania fiskalnego w UE, warto wykorzystać narzędzia polityki spójności i traktować tę politykę jako swoisty fundusz na rzecz wzrostu w UE i przekonywać do tego inne kraje członkowskie.

POLAND IN THE EUROPEAN UNION

Abstract

We maintain our opinion formulated last year in the autumn edition of the Report that the crisis of the Euro Zone is not purely economic in nature, but it also affects the sphere of economic governance in the EU. Therefore, overcoming the crisis requires revision of integration mechanisms. The basic weakness of the most of anti-crisis initiatives, including the ESM, undertaken in the EU is their reliance on intergovernmental method of integration rather than the community one. The politicization of the European Central Bank, as expressed in the decision authorizing the unlimited purchase of bonds issued by countries affected by debt crisis, is a worrisome process. Overcoming the crisis in the EU requires strengthening of the mechanisms aiming at just distribution of the benefits of integration, including the preservation of the strong cohesion policy. Strengthening the solidarity dimension of the EU, including the cohesion policy, is a key to overcoming the current crisis and is beneficial for Poland.

Słowa kluczowe: Unia Europejska, kryzys gospodarczy, integracja europejska, zarządzanie gospodarcze w UE.

Key words: European Union, economic crisis, European integration, economic governance in the EU.

[1] Według raportu IBS pt. *Ocena korzyści uzyskiwanych przez Państwa UE-15 w wyniku realizacji polityki spójności w Polsce*, Warszawa 2010.

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 także interakcje między zmiennymi, zachowanie modelowanego zbioru zmiennych uzależnia się w modelach VAR od zachowania w przeszłości wszystkich modelowanych zmiennych.

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

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

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

Modele, na których opierają się prognozy INE PAN, zbudowane są na danych kwartalnych (od I kwartału 1994 r. do II kwartału 2012 roku). W przypadku niektórych zmiennych do prognozowania wykorzystano także dane miesięczne. Zmiany w doborze prognozowanych zmiennych spowodowane są chęcią doboru takiego zbioru wzajemnie powiązanych i łatwych do zinterpretowania zmiennych, które najlepiej obrazują sytuację gospodarczą Polski.

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

9.2. TABELA STATYSTYCZNA

Lata	Kwartały	Produkt krajowy brutto				Budżet			Bezrobocie	
		nominalnie (w mln zł)	nominalnie per capita na miesiąc (w zł)	*per capita* na miesiąc (w euro)	wzrost realny (analogiczny okres roku poprzedniego = 100%)	dochody budżetu w % ustawy budżetowej	wydatki budżetu w % ustawy budżetowej	deficyt budżetu w % ustawy budżetowej	wg BAEL	wg BAEL, osoby w wieku 15–24
2006	I	242 784,9	2 113,0	551,4	105,4	24,1	24,8	29,4	16,1	34,3
	II	255 497,1	2 223,6	564,0	106,3	47,3	48,7	57,8	14,1	30,0
	III	261 510,9	2 276,0	575,3	106,6	73,9	70,3	47,4	13,0	27,9
	IV	300 238,5	2 613,0	678,9	106,6	101,2	98,6	82,1	12,2	27,0
2007	I	270 132,1	2 351,0	604,9	107,5	24,3	23,4	16,1	11,3	25,6
	II	282 921,9	2 462,3	647,5	106,6	50,4	45,9	12,3	9,6	21,6
	III	291 058,5	2 533,1	668,5	106,6	76,4	67,5	–	9,0	20,7
	IV	332 624,2	2 894,9	792,0	106,6	103,1	97,7	56,4	8,5	18,7
2008	I	299 128,7	2 603,4	728,0	106,3	23,4	20,3	–	8,1	18,9
	II	310 865,5	2 705,5	793,6	106,1	45,3	42,4	12,8	7,1	17,0
	III	314 721,8	2 739,1	828,4	105,2	68,3	63,6	15,5	6,6	16,1
	IV	350 716,3	3 052,4	808,7	103,2	90,1	90,2	90,8	6,7	17,1
2009	I	313 028,0	2 724,4	606,0	100,4	21,9	24,0	58,3	8,3	19,2
	II	325 455,6	2 832,5	637,1	101,0	44,3	47,0	91,6	7,9	19,1
	III	332 447,9	2 893,4	688,9	101,7	74,2	74,6	79,0	8,1	21,8
	IV	373 452,0	3 250,2	778,0	103,2	100,5	99,4	87,5	8,5	22,3
2010	I	323 070,0	2 811,7	704,2	102,8	22,9	26,5	43,5	10,6	24,6
	II	344976,8	3 002,4	749,0	103,7	45,9	50,1	70,5	9,5	23,1
	III	350956,9	3 054,5	762,0	104,3	72,8	73,3	75,7	9,1	23,4
	IV	398 071,5	3 464,5	873,0	104,7	100,5	97,9	85,4	9,3	23,6
2011	I	349 374,3	3 040,7	770,3	104,6	23,0	25,5	43,1	10,0	26,7
	II	369 803,5	3 218,5	812,8	104,2	49,2	49,4	50,7	9,5	24,6
	III	376 124,2	3 273,5	789,4	104,2	75,0	72,4	54,5	9,3	25,4
	IV	429 376,5	3 737,0	845,7	104,3	101,6	96,6	62,5	9,7	26,5
2012	I	370 450,1	3 224,1	761,5	103,5	21,6	26,3	65,6	10,5	27,8
	II	388 399,0	3 380,3	794,0	102,4	48,3	49,5	59,8	9,9	25,2

TABELA STATYSTYCZNA CD.

Lata	Kwartały	Stosunki z zagranicą					Wynagrodzenia		Ceny**		Pieniądz***	
		kurs zł/euro	kurs zł/USD	saldo wymiany handlowej z zagranicą* (w % PKB)	rachunek bieżący bilansu płatniczego (w % PKB)	*terms of trade*	średnia płaca nominalna brutto	średnia płaca brutto w przeliczeniu na euro	zmiana indeksu cen konsumpcyjnych CPI	zmiana indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu PPI	stopa referencyjna	wzrost (w %) podaży pieniądza (M3)
2006	I	3,83	3,19	–1,17	–3,6	98,8	2 530,2	660,2	100,6	100,6	4,00	10,9
	II	3,94	3,14	–1,8	–3,5	96,5	2 427,3	615,6	100,8	102,3	4,00	12,2
	III	3,96	3,10	–2,3	–3,2	100,4	2 464,7	623,0	101,4	103,5	4,00	13,4
	IV	3,85	2,98	–1,9	–4,9	103,3	2 662,5	691,8	101,3	102,8	4,00	16,0
2007	I	3,89	2,97	–2,4	–5,6	101,7	2 709,1	697,0	102,0	103,3	4,00	18,0
	II	3,80	2,82	–3,3	–7,0	103,0	2 644,3	695,3	102,4	102,0	4,50	14,7
	III	3,79	2,76	–2,9	–5,7	104,5	2 703,4	713,5	102,0	101,7	4,75	14,4
	IV	3,66	2,52	–2,9	–6,3	99,1	2 899,8	793,4	103,5	102,3	5,00	13,4
2008	I	3,58	2,39	–3,6	–6,4	100,6	2 984,0	834,5	104,1	102,6	5,75	13,6
	II	3,41	2,18	–4,2	–6,9	99,5	2 951,4	865,7	104,3	102,1	6,00	16,3
	III	3,31	2,20	–4,1	–6,1	98,5	2 968,6	897,8	104,7	101,7	6,00	17,3
	IV	3,77	2,86	–4,0	–6,8	97,9	3 096,6	820,4	103,5	102,4	5,00	18,6
2009	I	4,50	3,45	0,0	–2,9	104,7	3 185,6	708,7	103,0	105,0	3,75	17,5
	II	4,45	3,27	0,4	–3,7	102,7	3 081,5	693,1	103,5	104,2	3,50	14,4
	III	4,20	2,94	–0,1	–3,7	103,8	3 113,9	741,4	103,4	102,2	3,50	9,6
	IV	4,18	2,83	0,0	–5,0	106,2	3 243,6	776,4	103,3	102,0	3,50	8,1
2010	I	3,99	2,89	–0,5	–3,3	98,0	3 316,4	830,5	103,0	98,4	3,50	5,5
	II	4,01	3,15	–0,1	–3,3	101,2	3 197,9	797,8	102,3	101,2	3,50	7,1
	III	4,01	3,11	–1,7	–6,7	98,2	3 203,1	799,1	102,2	104,0	3,50	8,9
	IV	3,97	2,92	–2,3	–6,7	97,4	3 438,2	866,4	102,9	104,9	3,50	8,7
2011	I	3,95	2,89	–0,5	–4,1	99,3	3 466,3	878,1	103,8	107,7	3,75	10,9
	II	3,96	2,75	–1,1	–4,4	98,7	3 366,1	850,0	104,6	106,9	4,25	7,2
	III	4,15	2,93	–0,9	–5,6	98,0	3 416,0	823,7	104,1	107,0	4,50	10,2
	IV	4,42	3,28	–1,8	–5,3	96,3	3 586,8	811,7	104,6	108,6	4,50	12,6
2012	I	4,23	3,42	–1,0	–5,2	96,8	3 646,1	861,2	104,1	106,1	4,50	9,3
	II	4,26	3,32	0,04	–2,4	96,7	3 496,8	821,4	104,6	104,7	4,75	11,1

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

Wsparcia finansowego udzielił

BIURO INFORMACJI KREDYTOWEJ

Patroni medialni

tvn CNBC

Polish Market
ECONOMIC MAGAZINE

Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk

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

Do zadań Instytutu należy m.in.:

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

Instytut prowadzi badania z zakresu:

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

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

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

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