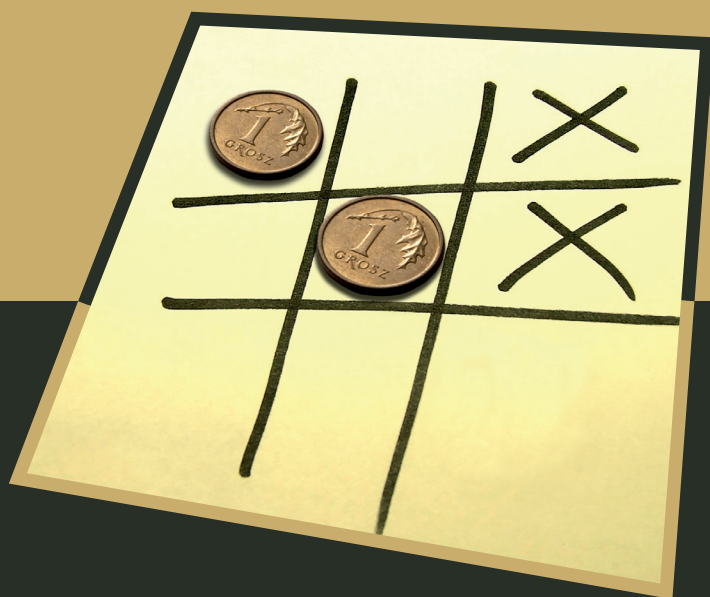


KRYZYS FINANSOWY

WYBRANE ZAGADNIENIA



Wydawnictwo Sejmowe

Biuro Analiz Sejmowych

KRYZYS FINANSOWY

WYBRANE ZAGADNIENIA



Wydawnictwo Sejmowe
Warszawa 2009

Kolegium redakcyjne: Jolanta Adamiec, Dorota Grodzka (sekretarz redakcji), Ewa Karłowicz (redaktor naczelna), Jan Lipski, Justyna Osiecka-Chojnacka, Mirosław Sobolewski

Redaktor prowadzący: Jolanta Adamiec

Redakcja i korekta: Teresa Muś

Skład: Janusz Świnarski

© Copyright by Kancelaria Sejmu
Warszawa 2009

Biuro Analiz Sejmowych
ul. Zagórną 3, 00-441 Warszawa
tel. (22) 694 22 79
faks (22) 694 18 65
e-mail: punkt_konsultacyjny@sejm.gov.pl
wydawnictwa_BAS@sejm.gov.pl

Wszelkie prawa zastrzeżone. Żadna część ani całość opracowania nie może być bez zgody wydawcy – Kancelarii Sejmu – reprodukowana, użyta do innej publikacji oraz przechowywana w jakiegokolwiek bazie danych.

ISBN 978-83-7059-933-1



Kancelaria Sejmu
Wydawnictwo Sejmowe
Warszawa 2009

Spis treści

Wprowadzenie	5
---------------------	---

Jolanta Adamiec, Piotr Russel

Światowy kryzys gospodarczy a sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce	7
Geneza i rozszerzanie się kryzysu	7
Oddziaływanie kryzysu na Polskę	10
Wpływ kryzysu na sektor przedsiębiorstw w Polsce	13
Pogorszenie warunków działalności	13
Upadłości polskich przedsiębiorstw	16
Działania restrukturyzacyjne	17
Skutki kryzysu dla sektora gospodarstw domowych w Polsce	19
Zaostrzenie polityki kredytowej	19
Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych i kosztów jego obsługi	23
Spadek wartości oszczędności zainwestowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych	25
Spadek wartości aktywów OFE	27
Zmiany na rynku pracy	28
Bilans kryzysu w sferze realnej	30

Grzegorz Gołębiowski, Kamilla Marchewka-Bartkowiak

Kryzys finansowy a dług publiczny	35
Wstęp	35
Kryzys finansowy a dług publiczny na świecie	36
Rządowe programy antykryzysowe	36
Pogorszenie wskaźników budżetowych	38
Średnio- i długoterminowy wzrost kosztu pozyskania kapitału	41
Kryzys finansowy a dług publiczny w Polsce	43
Rządowy program antykryzysowy	43
Prognoza wskaźników budżetowych	44
Dług publiczny a wzrost ryzyka fiskalnego	48
Podsumowanie	51

Wprowadzenie

Wybuch kryzysu jest następstwem wielu współzależności, które mają swoje źródło w przemianach w sektorze bankowym oraz w oddziaływaniu tzw. megatrendów, do których zalicza się globalizację podziału pracy i wiedzy; narastanie ryzyka gospodarczego i finansowego; zmiany demograficzne; a także wyłanianie się nowego porządku ekonomicznego i politycznego. Skutkiem pojawienia się kryzysu, niezależnie od przyczyny, towarzyszy niemal jednocześnie załamanie cyklu koniunkturalnego, objawiającego się zjawiskiem recesji. Gospodarki poszczególnych państw różnią się od siebie stopniem wrażliwości przyjmowania negatywnych symptomów płynących z zewnątrz. Wynika to z jednej strony ze strukturalnych cech danej gospodarki, a z drugiej strony może być pochodną działań stabilizacyjnych czy restrukturyzacyjnych. Najczęściej przyjmuje to postać dylematu pomiędzy wyborem łagodzenia przejściowych dolegliwości – z pominięciem konsekwencji dla niedalekiej przyszłości – a pozostawieniem tych dolegliwości, na rzecz budowania podstaw do lepszego startu i wyższej dynamiki wzrostu przy ponownym wejściu gospodarki w stan poprawy koniunktury.

Skuteczność obserwowanych dziś różnych działań antykryzysowych nie jest jasno określona. W dotychczasowej historii gospodarczej nie było kryzysu, który został wywołany takimi okolicznościami jak dziś. Jest to trochę czas nauki na błędach zarówno cudzych, jak i własnych. Pomimo ugruntowanej już teorii ekonomii spada prestiż ekonomistów i odradzają się gdzieś tam stare stereotypy gospodarcze, m.in. dotyczące bankowości, aktywnej polityki interwencyjnej państwa czy funkcjonowania zasad wolnego rynku.

Na tle szumu informacyjnego o światowym kryzysie finansowym tematem, który nadal nurtuje i niepokoi opinię publiczną w Polsce, jest skala i zakres oddziaływania kryzysu finansowego na naszą gospodarkę. W niniejszym opracowaniu eksperci z Biura Analiz Sejmowych podjęli się próby analizy dwóch obszarów eksponowanych na wpływ zjawisk kryzysowych napływających z gospodarki światowej. W pierwszym artykule omówione zostały dwa segmenty tzw. sfery realnej gospodarki, czyli przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. To one ostatecznie kreują przeważającą część wytworzonego w danym kraju

Produktu Krajowego Brutto. W drugim autorzy zajęli się sektorem finansów publicznych, wobec którego postuluje się podejmowanie różnorodnych działań. Sektor ten należy obserwować przez pryzmat jego salda w krótko- i długoterminowym ujęciu, tj. deficytu i długu publicznego. W obu obszarach eksperci starali się zwrócić uwagę na stan faktyczny i mniej lub bardziej szczegółowe uwarunkowania ich funkcjonowania w obliczu wpływu zjawisk kryzysowych ograniczających popyt na rynku oraz zwiększających poziom ryzyka płynności na rynku finansowym.

Przedkładane opracowanie wpisuje się w tę część oferty publikacyjnej Biura Analiz Sejmowych, która nie jest związana z odpowiadaniem na konkretne pytania posłów i komisji. Dostrzegając potrzebę przekazania specjalistycznej wiedzy w danej dziedzinie w możliwie przystępny sposób, kontynuujemy tym opracowaniem cykl publikacji informacyjnych (poradnikowych), zapoczątkowany *Przewodnikiem poselskim*, wydanym w roku 2007. Mamy nadzieję, że lektura zawartych w tomie tekstów przyczyni się do lepszego zrozumienia obserwowanych obecnie procesów gospodarczych.

*Michał Królikowski
Grzegorz Gołębiowski*

Światowy kryzys gospodarczy a sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce

Geneza i rozszerzanie się kryzysu

Gwałtowny wzrost gospodarczy w latach 2003–2006, zwłaszcza tzw. rynków wschodzących (*emerging economies*¹), doprowadził w 2007 r. do pierwszych symptomów przegrzania gospodarki, przejawiających się niewystarczającymi mocami produkcyjnymi w stosunku do popytu, ograniczeniami w dostępie do siły roboczej o wymaganych kwalifikacjach, presją inflacyjną, rosnącym deficytem handlowym. Normalny cykl koniunkturalny prowadzi w takich warunkach do stopniowego spowolnienia wzrostu i powrotu do dynamiki zgodnej z potencjałem gospodarczym.

Rytm ten zaburzyła jednak rażąca nierównowaga na rynku nieruchomości (tzw. bańka budowlana). Amerykański sektor nieruchomości wykazywał wieloletni, stabilny trend wzrostowy, który szczególnie przyspieszył od 2003 r. Rosnące ceny i skala kredytowania stymulowały budownictwo mieszkaniowe, doprowadzając do powiększania się liczby niesprzedanych domów, a w efekcie do spadku cen. Do września 2008 r. średnie ceny nieruchomości w Stanach spadły o ponad 20% w porównaniu z ich szczytowym poziomem w połowie 2006 r.

¹ Określenie używane w stosunku do niektórych regionów świata ze względu na ich charakterystyczne cechy rozwoju gospodarczego i aktywności rynków finansowych. W pojęciu tym mieszczą się wszystkie państwa, które znalazły się na drodze od gospodarki rozwijającej się do gospodarki rozwiniętej, np. Chiny, Indie, Malezja, Rosja czy kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

Kredyty hipoteczne, a zwłaszcza instrumenty pochodne bazujące na różnorodnych zabezpieczeniach ustanawianych na podstawie wartości hipotek, były tak długo skuteczne, jak długo wartość samych nieruchomości wykazywała tendencję zwyżkową. Obniżenie cen nieruchomości sprawiło, że jakość tak tworzonego zabezpieczenia dramatycznie spadła. Sytuację pogorszyła wcześniejsza presja na stały wzrost aktywności kredytowej banków, prowadząca do udzielania kredytów osobom o wątpliwej zdolności i negatywnej historii kredytowej (tzw. kredyty *subprime*). Narastające trudności dłużników w spłacie tych kredytów przełożyły się na pogorszenie płynności banków – kredytodawców.

Symbolicznym początkiem krachu stała się upadłość czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego w Stanach Zjednoczonych – Lehman Brothers – we wrześniu 2008 r., co uruchomiło lawinę zaburzeń na światowym rynku finansowym. Doszło do kryzysu zaufania na rynku międzybankowym, objawiającego się gwałtownym wzrostem stóp procentowych i skracaniem okresu zawierania transakcji; na niepewność na rynku finansowym błyskawicznie zareagowały światowe giełdy ostrymi spadkami notowań. Ze względu na znaczenie USA w świecie i rosnącą współzależność gospodarek narodowych, problemy amerykańskie szybko przełożyły się na zaburzenia w większości centrów finansowych.

Najpierw odczuła to Wielka Brytania, najsilniej związana z Ameryką. Jeszcze we wrześniu blisko bankructwa znalazł się Halifax Bank of Scotland (HBOS), wykupiony przez Lloyds TSB, a kolejny brytyjski bank – Bradford&Bingley – specjalizujący się w kredytowaniu nieruchomości został znacjonalizowany. Bardzo szybko kryzys finansowy przeniósł się na resztę Europy. Do najbardziej spektakularnych symptomów kryzysu należą: wspólne wsparcie przez trzy kraje Beneluxu belgijskiego banku Fortis poprzez przejęcie 49% udziałów za kwotę 11,2 mld euro²; bankructwo należącego do Rothschildów Österreichische Credit-Anstalt, największego banku Europy Środkowej; udzielenie przez rząd niemiecki pilnej pomocy ratunkowej w wysokości 35 mld euro Hypo Real Estate (HRE)³; wezwanie do dokapitalizowania przez włoski UniCredit, właściciela m.in. Pekao SA⁴.

² Wydatki poniesione na ratowanie banku tak bardzo obciążły budżet Belgii, że w ogłoszonym w kwietniu 2009 r. „programie stabilności” powrót do równowagi budżetowej przewidziany jest dopiero na rok 2015.

³ Bezpośrednim następstwem problemów HRE jest przyjęte na początku 2009 r. prawo wyłączeniowe, umożliwiające przejęcie udziałów przez państwo w sytuacji zagrożenia upadłością, jeśli inne środki okażą się niewystarczające.

⁴ Ostatecznie z ratunkiem przyszedł Bank Centralny Libii, który jak na razie wyłożył 750 mln euro, przejmując 6% udziałów UniCredit, zrównując się tym samym z dotychczasowym największym udziałowcem tego banku – fundacją CariVerona.

Do końca marca 2009 r. łączna pomoc państw członkowskich UE dla sektora bankowego sięgnęła 3 bln euro, z czego zdecydowaną większość (blisko 2,3 bln euro) stanowią gwarancje bankowe. Kwota faktycznego dokapitalizowania sektora bankowego wyniosła niecałe 300 mld euro, a pozostałe środki dotyczą działań *ad hoc*, służących ratowaniu i restrukturyzacji. Do tej pory najwięcej na bezpośrednie wsparcie swoich banków wydały Niemcy (80 mld euro) i Wielka Brytania (63 mld euro), podczas gdy na gwarancje bankowe najwięcej przeznaczyła Dania (580 mld euro), trzeba jednak zaznaczyć, że nie wiadomo jeszcze, ile faktycznie wyniosą kwoty gwarancji przewidziane przez Irlandię i Włochy (tabela 1).

Tabela 1. Gwarancje bankowe i dokapitalizowanie sektora bankowego w krajach UE w mld euro, stan na 31 marca 2009 r.

Kraj	Gwarancje bankowe	Kwota dokapitalizowania
Austria	90	15
Dania	580	13,5
Finlandia	50	
Francja	265	21,5
Grecja	15	5
Hiszpania	200	50
Holandia	200	
Irlandia	*	
Łotwa	4,24	
Niemcy	400	80
Portugalia	20	
Słowenia		12
Szwecja	150	4,8
Węgry	4,95	1,04
Wielka Brytania	294,26	63
Włochy	*	20
Razem	2285,45	273,84

* Kwota gwarancji nie może być z góry określona; państwo udzieliło nieograniczonych gwarancji dla określonych kategorii zobowiązań – w Irlandii – do 29 września 2010 r., we Włoszech – do 31 grudnia 2009 r.

Źródło: na podstawie *State Aid Scoreboard – Spring 2009 update*, COM(2009) 164, <http://ec.europa.eu> [dostęp: 9 kwietnia 2009 r.].

Zapaść systemów bankowych USA i Europy przełożyła się wkrótce na problemy w pozostałych obszarach globalnej gospodarki, poprzez ograniczenie możliwości finansowania wpływając na spadek popytu zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego, a co za tym idzie – ograniczenie wymiany handlowej

i rozmiarów produkcji oraz wstrzymanie działalności inwestycyjnej. Tendencje te szybko znalazły odzwierciedlenie w globalnych wskaźnikach gospodarczych, zwłaszcza w zmianach poziomu PKB. W czwartym kwartale 2008 r. w krajach strefy euro oraz w Stanach Zjednoczonych PKB spadł o 1,6% w porównaniu z kwartałem poprzednim, a w przypadku wszystkich krajów członkowskich UE – o 1,5%. Najbardziej dramatyczny spadek w gronie państw wysoko rozwiniętych odnotowała Japonia – o 3,2%⁵.

Oddziaływanie kryzysu na Polskę

Polska długo była uważana za odporną na światowy kryzys; zmiany w globalnej gospodarce okazały się jednak zbyt głębokie, aby jakkolwiek kraj mógł się przed nimi uchronić. Jak dotychczas, kryzys dotyka nas w relatywnie mniejszym stopniu niż większość krajów uprzemysłowionych czy też niektóre z krajów naszego regionu (tzw. nowe kraje członkowskie UE). Różnice te są szczególnie wyraźne w porównaniu z krajami nadbałtyckimi, Słowenią i Węgrami, które odnotowały w czwartym kwartale 2008 r. spadek PKB sięgający nawet 4%.

We współczesnych warunkach głębokiej współzależności gospodarek poszczególnych krajów żadne państwo nie może czuć się odporne na zachodzące w globalnej skali zjawiska. Przenikają one w sposób najbardziej bezpośredni i niemal natychmiastowy skutek przepływów kapitałowych. Większość banków polskich jest częścią większych spółek z innych krajów⁶, a więc w zasadzie reagują one tak jak spółki matki. Niepewność na rynku finansowym i wycofywanie kapitału sprawia, że niemal jednocześnie reagują światowe giełdy, a reakcje giełdy warszawskiej są często zdecydowanie mocniejsze niż większych i starszych od niej giełd zachodnioeuropejskich.

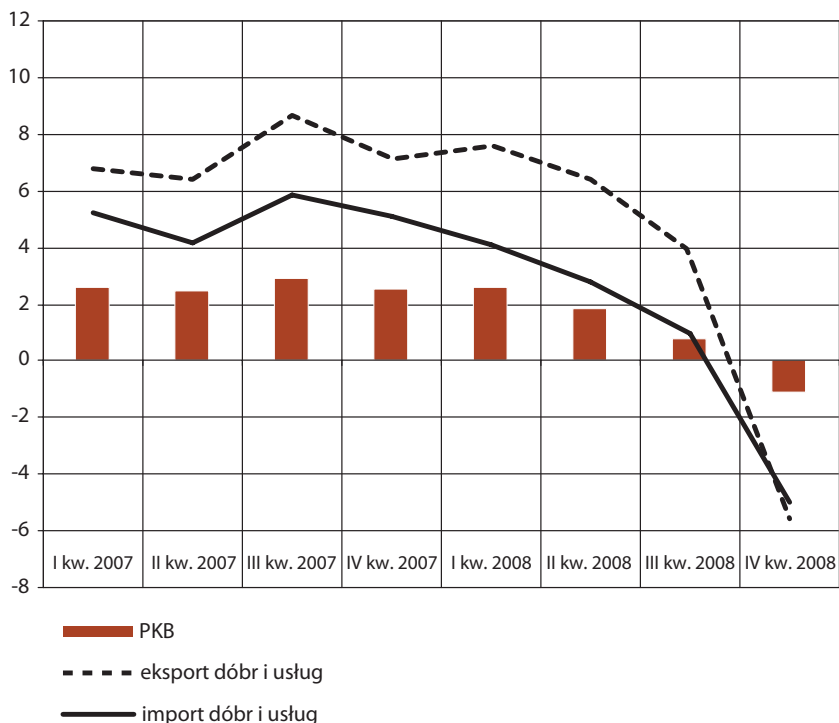
Przeniesienie problemów ze sfery finansowej na gospodarkę realną skutkuje zmniejszeniem popytu: jeśli następuje to u naszych głównych partnerów handlowych prędzej czy później ograniczenie popytu przyniesie załamanie produkcji także u polskich przedsiębiorców wskutek znacznego spadku możliwości eksportowych. Według ocen Światowej Organizacji Handlu (WTO) w styczniu 2009 r. na 45 krajów w 37 eksport spadł o ¼ w porównaniu ze styczniem 2008 r.

⁵ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> [dostęp: 8 kwietnia 2009 r.].

⁶ Udział podmiotów zagranicznych w polskim rynku bankowym wynosi 67%, dla porównania w „starych” krajach członkowskich UE wskaźnik ten wynosi średnio 25%. W. Smoczyński, *Kłopoty jak w banku*, „Polityka” z dn. 28 lutego 2009 r.

Kraje tak różne, jak: Francja, Indonezja, Ekwador, Japonia czy Rosja, zanotowały ponad 30-procentowy spadek eksportu. W grupie krajów OECD zniżkowa tendencja w handlu zagranicznym widoczna była już od początku 2008 r., lecz od końca trzeciego kwartału dynamika zarówno importu, jak i eksportu przyjęła wartości ujemne (wykres 1).

Wykres 1. Zmiany PKB, eksportu i importu w krajach OECD, 2007–2008, w %



Źródło: dane WTO w: „Press Release” z 24 marca 2009 r., <http://www.wto.org> [dostęp: 30 marca 2009 r.].

Na pogorszenie sytuacji gospodarczej reaguje wreszcie rynek pracy, skutkując spadkiem zatrudnienia. W przypadku Polski trudności w tym obszarze pogłębione mogą być przez powrót części emigracji zarobkowej, spowodowany rosnącym bezrobociem w krajach oferujących zatrudnienie naszym obywatelom w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego.

Z drugiej strony, gospodarka polska ma szansę przejść przez kryzys nieco łagodniej niż niektórzy z jej sąsiadów. Wiąże się to z takimi czynnikami, jak: sto-

sunkowo stabilny system bankowy, niski udział należności zagrożonych i niemal niewystępujące „aktywa toksyczne”⁷ oraz duży rynek wewnętrzny będący odbiorcą większości krajowej produkcji.

Podstawowym miernikiem stabilności systemu bankowego jest płynność poszczególnych banków. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) za trzy kwartały 2008 r.⁸ prawie wszystkie banki spełniały normy płynności ustalone przez tę instytucję w stosunku do całego sektora. Jedynie w 18 bankach (6 komercyjnych i 12 spółdzielczych) wymogi dotyczące płynności nie były zaspokojone, ale łączny udział tych instytucji w aktywach całego sektora wynosił tylko 3,7%.

W trakcie 2008 r. nastąpiło nasilenie działalności kredytowej, skutkując wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych. W listopadzie 2008 r. wyniosło ono blisko 350 mld zł, czyli o ponad 91 mld zł (35%) więcej w porównaniu ze styczniem tego samego roku. Na wzrost ten w największym stopniu wpłynęły kredyty hipoteczne, których rozmiary zwiększyły się w omawianym okresie o prawie 55 mld zł, do łącznej kwoty około 172 mld zł⁹. Mimo dużej dynamiki, nadal niewielki był udział należności zagrożonych, wynosząc we wrześniu 2008 r. jedynie 4,4% (3,5% dla gospodarstw domowych i 5,6% dla przedsiębiorstw). Częstkowe dane z grudnia 2008 r. potwierdzają, że wskaźniki te utrzymały się na niezmiennym poziomie¹⁰. Umiarkowana jest także skala zadłużenia w walutach obcych, zwłaszcza w porównaniu z niektórymi krajami naszego regionu. O ile w Polsce udział kredytów walutowych wynosi 24% ogólnej kwoty kredytów, to w krajach nadbałtyckich, na Węgrzech, w Rumunii i Bułgarii przekracza 50%¹¹.

Wreszcie, dzięki lokalnemu charakterowi działalności polskich banków, nie posiadają one w swoich bilansach „toksycznych aktywów”, które mogłyby generować straty prowadzące do zachwiania ich fundamentami. Na koniec września 2008 r. łączna ekspozycja polskiego sektora bankowego na papiery dłużne zagranicznych emitentów sektora finansowego wynosiła tylko 1,7 mld zł, co stanowiło zaledwie 1,0% całości portfela papierów wartościowych i 0,2%

⁷ Pojęcie „toksycznych aktywów” jest potocznym określeniem papierów wartościowych, których wartość gwałtownie spadła, a przy tym nie funkcjonuje rynek, na którym można dokonać zbycia tych papierów.

⁸ *Informacja o sytuacji banków po trzech kwartałach 2008 r.*, KNF, <http://www.kpwig.gov.pl> [dostęp: 9 kwiecień 2009 r.]. KNF nie dysponuje jeszcze danymi za cały rok 2008.

⁹ *W 2008 roku Polacy pożyczali na potęgę*, www.money.pl [dostęp: 8 kwietnia 2009 r.].

¹⁰ *Sektor bankowy – podstawowe dane 12/2008*, KNF, <http://www.kpwig.gov.pl> [dostęp: 9 kwietnia 2009 r.].

¹¹ W. Smoczyński, *Kłopoty*, *op. cit.*

aktywów sektora bankowego. Z pewnością też nie wszystkie z tych papierów można uznać za „aktywa toksyczne”.

W miarę stabilny system bankowy pozwolił nieco zamortyzować szok, jaki nastąpił na światowych rynkach finansowych. Dodatkowo odporność polskiej gospodarki podnosi duża zależność krajowych podmiotów gospodarczych od popytu wewnętrznego, który wykazuje relatywną stabilność¹². Z tego punktu widzenia, wsparciem okazał się także zdecydowany spadek kursu złotego w stosunku do euro i dolara, a więc walut większości naszych partnerów handlowych, poprawiając pozycję konkurencyjną polskich eksporterów. Dzięki temu spadek wartości eksportu nie był tak gwałtowny jak wyjściowy spadek popytu w krajach w pierwszej kolejności dotkniętych kryzysem.

Szanse Polski podnosi zauważalne wreszcie zróżnicowanie postrzegania przez inwestorów sytuacji w poszczególnych państwach Europy Środkowej. W początkowej fazie kryzysu cała grupa tzw. rynków wschodzących traktowana była w sposób jednolity przez większość inwestorów. Zareagowali oni wycofywaniem kapitałów z całego regionu, za czym poszła gwałtowna wyprzedaż walut narodowych i spadek ich kursów. W ostatnim okresie pojawiają się pierwsze sygnały, że analitycy – a za nimi inwestorzy – zaczynają różnicować ocenę sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach. Badania zaprezentowane przez Polsko-Niemiecką Izbę Handlową na początku kwietnia br. wskazują Polskę jako najatrakcyjniejszy cel inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej, jednoznacznie wyróżniając nasz kraj na tle regionu¹³.

Wpływ kryzysu na sektor przedsiębiorstw w Polsce

■ ■ ■ ■ ■ Pogorszenie warunków działalności

Pierwszym impulsem, który odbił się na działalności przedsiębiorstw, było zachwianie możliwości finansowania. Spadek zaufania na rynku finansowym i osłabienie funkcjonowania rynku międzybankowego prowadzi do zmniejszenia dostępu do kredytu i wzrostu jego kosztów. Szczególnie dotyka to małe

¹² Udział eksportu w PKB Polski stanowi niewiele ponad 30%, w porównaniu z 40% dla Niemiec czy ponad 50% dla Estonii. „Trade Profiles”, WTO, Genewa 2008.

¹³ *Polska najatrakcyjniejsza w regionie*, „Rzeczpospolita” z dn. 3 kwietnia 2009 r.

i średnie przedsiębiorstwa uznawane przez banki za bardziej ryzykowne. Duże firmy mogą z kolei mieć kłopot z pozyskaniem kredytu konsorcjalnego, czyli kredytu udzielanego przez grupę banków w celu sfinansowania dużego projektu. W marcu br. banki udzieliły firmom nowych kredytów na kwotę zaledwie 400 mln zł, w porównaniu z 4,1 mld zł w lutym i 5,33 mld zł w styczniu 2009 r.¹⁴.

Jednocześnie nastąpiło wycofywanie kapitału z warszawskiej giełdy, skutkujące przeceną wartości spółek notowanych na giełdzie oraz zablokowaniem możliwości pozyskania nowego kapitału tą drogą. W okresie pierwszych trzech miesięcy br. akcje takich spółek, jak producent mebli Swarzędz czy spółka odzieżowa Monnari, straciły ponad 70% wartości (tabela 2).

Tabela 2. Spółki giełdowe o największych spadkach notowań w okresie od 31 grudnia 2008 r. do 31 marca 2009 r.

Nazwa spółki	Zmiana (%)
Swarzędz Meble SA	-71.43
Monnari Trade SA	-71.24
Krośnieńskie Huty Szkła KROSNO SA	-65.91
Odlewnie Polskie SA	-63.09
Skyline Investment SA	-60.39
Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego w Łapach SA	-58.15
Rainbow Tours SA	-52.54
Polski Koncern Mięsny Duda SA	-52.50
ING Bank Śląski SA	-50.70
KREDYT BANK SA	-46.60
BRE BANK SA	-46.56
Amica Wronki SA	-44.95
BAKALLAND SA	-44.68
ZPUE SA	-42.86
Beef-San Zakłady Mięsne SA	-41.94
BBI Zeneris NFI SA	-41.73
Travelplanet.pl SA	-40.40
Sanwil Holding SA	-40.00

Źródło: na podstawie danych z portalu www.money.pl [dostęp: 10 kwietnia 2009 r.].

Znaczące spadki, sięgające 40%, dotknęły w tym czasie blisko 20 spółek giełdowych z rozmaitych branż, od finansów, poprzez usługi, do sfery produkcyjnej. Oczywiście jest, że w tej sytuacji pozyskanie nowego kapitału za pośred-

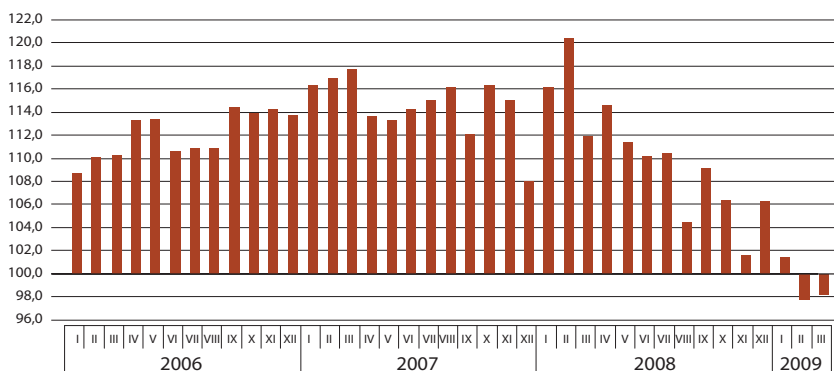
¹⁴ M. Kuk, *Zastój w kredytach dla firm*, „Rzeczpospolita” z dn. 15 kwietnia 2009 r.

nictwem giełdy jest niezmiernie utrudnione, co bezpośrednio przekłada się na możliwości finansowania działalności.

Znaczna część kapitału wycofywanego z giełdy to kapitał zagraniczny, którego ucieczka skutkowałą jednocześnie deprecjacją złotego, podnosząc koszty produkcji korzystającej z surowców i materiałów importowanych. Poprawiły się wprawdzie warunki finansowe eksportu, lecz zostały one zniwelowane dramatycznym spadkiem popytu zewnętrznego. W czwartym kwartale 2009 r. wolumen eksportu zmniejszył się o 2,6%, a pogarszające się prognozy dotyczące światowego PKB są podstawą do oczekiwania dalszego spadku polskiego eksportu – może on wynieść nawet 8,3% w ciągu całego roku 2009¹⁵. Spadek eksportu dotyka w pierwszej kolejności producentów mebli oraz sprzętu AGD i RTV, ale stopniowo przenosi się na ich poddostawców, a wraz z ograniczaniem działalności kolejnych branż – odbija się na całej gospodarce.

Pogłębiające się trudności przedsiębiorstw przenoszą się z kolei na rynek pracy, przejawiając się zarówno faktyczną redukcją zatrudnienia, jak i narastającymi obawami przed zwolnieniem. Skutkuje to ograniczeniem popytu konsumpcyjnego: w marcu sprzedaż detaliczna spadła o 1,8% w ujęciu rocznym. Jest to już drugi miesiąc kurczenia się popytu, w lutym spadek sprzedaży wyniósł 2,3% (wykres 2).

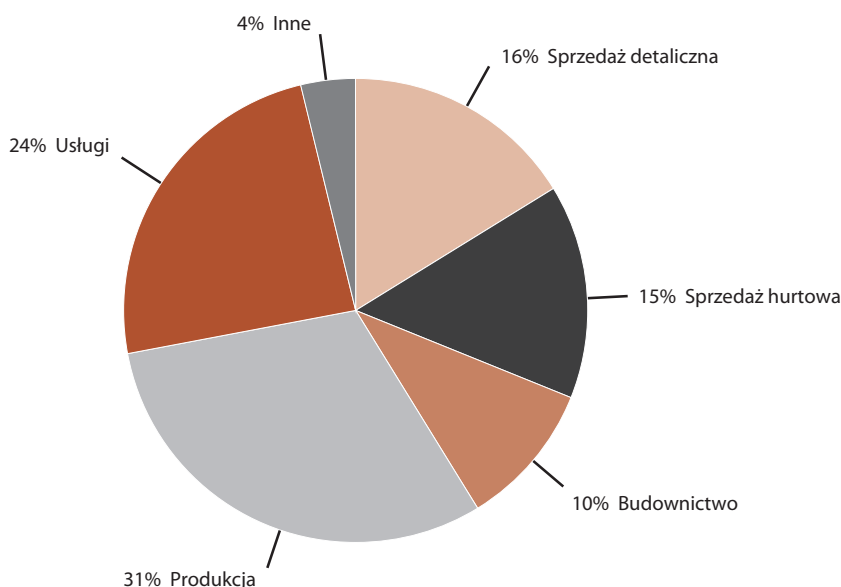
Wykres 2. Dynamika sprzedaży detalicznej w okresie styczeń 2006 r.–marzec 2008 r. (ceny stałe) analogiczny okres roku poprzedniego =100



Źródło: Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju, I kwartał 2009 r., <http://www.stat.gov.pl> [dostęp: 23 kwietnia 2009 r.].

¹⁵ J. Przystupa, *Scenariusze na niepogodę*, „Nowe Życie Gospodarcze”, 23 marca/12 kwietnia 2009 r.

Wykres 3. Upadłości w pierwszym kwartale 2009 r. w podziale na sektory



Źródło: Raport grupy Euler Hermes dotyczący upadłości firm w Polsce z dn. 6 kwietnia 2009 r., <http://www.eulerhermes.pl> [dostęp: 23 kwietnia 2009 r.].

■ ■ ■ ■ ■ Działania restrukturyzacyjne

Ratunkiem dla przeżywających trudności firm jest restrukturyzacja, prowadząca z jednej strony – do obniżenia kosztów działalności, z drugiej – do modyfikowania działalności w celu m.in. zdywersyfikowania produkcji czy poszukiwania nowych kierunków zbytu, a więc także nowych inwestycji.

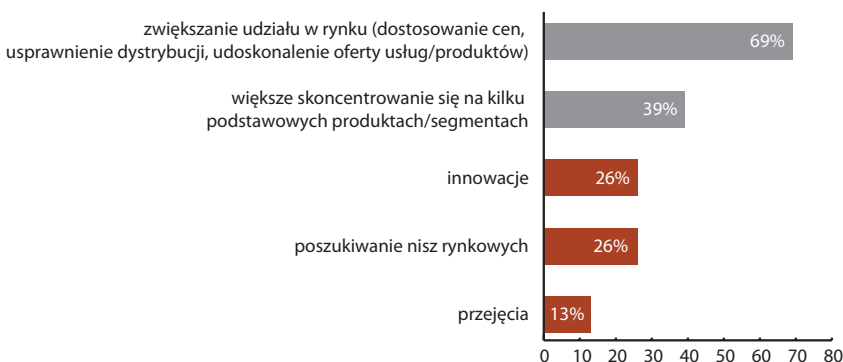
Raport sporządzony przez firmę KPMG¹⁸, opublikowany po pierwszym kwartale br., wskazuje, że prawie 80% polskich przedsiębiorstw już podjęło działania mające na celu obniżenie kosztów działalności, a kolejne 15% planuje takie działania w najbliższym czasie. Większość z tych działań ma na razie dość łagodny charakter – planowana skala oszczędności nie przekracza 15% obecnych kosztów. Jedynie co dziesiąte przedsiębiorstwo zmuszone jest do ograniczenia

¹⁸ Redukcja kosztów – doraźna potrzeba czy długofalowe działanie? Jak polskie przedsiębiorstwa podchodzą do optymalizacji kosztów, www.kpmg.pl [dostęp: 23 kwietnia 2009 r.].

wydatków o co najmniej 25%. Jednocześnie ponad 30% firm nie jest w stanie określić, jak duże będą to cięcia.

Pocieszający jest fakt, że jedynie 5% firm deklaruje skupienie się wyłącznie na redukcji kosztów. Dla zdecydowanej większości równie ważne są działania zwiększające przychody, takie jak: zwiększenie udziału w rynku (np. poprzez dostosowanie cen, usprawnienie dystrybucji, udoskonalenie oferty) oraz większe skoncentrowanie się na kilku podstawowych produktach czy segmentach. Niestety, tylko niewielka grupa zamierza podjąć działania strategiczne związane z innowacjami (26%) lub przejęciami (13%). Ten typ działań ma charakter zdecydowanie bardziej długofalowy i wiąże się z większym ryzykiem, oczywiście jest więc, że w obecnych warunkach niepewności podejmowany jest jedynie przez najsilniejszych przedsiębiorców. Wymaga też poniesienia dodatkowych nakładów inwestycyjnych, co w sytuacji ograniczonego dostępu do źródeł finansowania jest istotną barierą.

Wykres 4. Deklarowane przez przedsiębiorców działania dla zwiększenia przychodów



Źródło: *Redukcja kosztów – doraźna potrzeba czy długofalowe działanie? Jak polskie przedsiębiorstwa podchodzą do optymalizacji kosztów*, www.kpmg.pl [dostęp: 23 kwietnia 2009 r.].

Deklaracje przedsiębiorstw wskazują, że oszczędności mają wynikać z działań restrukturyzacyjnych i optymalizacji procesów biznesowych, poprzez wydzielenie na zewnątrz pewnych działań, stosowanie efektywniejszych kanałów dystrybucji czy lepszą koordynację zakupów. Jednak dla 80% firm jedną z podstawowych metod obniżania kosztów jest optymalizacja zatrudnienia, począwszy od zmniejszenia liczby pracowników, przez stosowanie zróżnic-

przeprowadzonego przez NBP wynika, iż zastrzone zostały wszystkie warunki udzielania kredytów mieszkaniowych, tj.²¹:

- około 75% banków podniosło marże kredytowe,
- prawie 90% banków zwiększyło wymagany wkład własny,
- ponad 40% banków zwiększyło pozaodsetkowe koszty kredytu,
- około 20% banków skróciło maksymalny okres kredytowania,
- około 75% banków zastrzyło inne, nieuwzględnione w ankiecie warunki i kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych, w tym m.in. w zakresie wyliczania zdolności kredytowej, dokumentów poświadczających dochód kredytobiorcy czy też zasad wyceny nieruchomości.

Z badań NBP wynika również, iż większość banków znacznie bardziej zastrzyła kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych denominowanych we franku szwajcarskim niż w przypadku analogicznych kredytów udzielanych w złotych. W IV kwartale ubiegłego roku część banków całkowicie zrezygnowała z udzielania kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich (m.in. Bank Millennium, ING Bank Śląski) i proces ten jest kontynuowany w bieżącym roku. Do najistotniejszych przyczyn zastrzenia polityki kredytowej w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych banki zaliczyły:

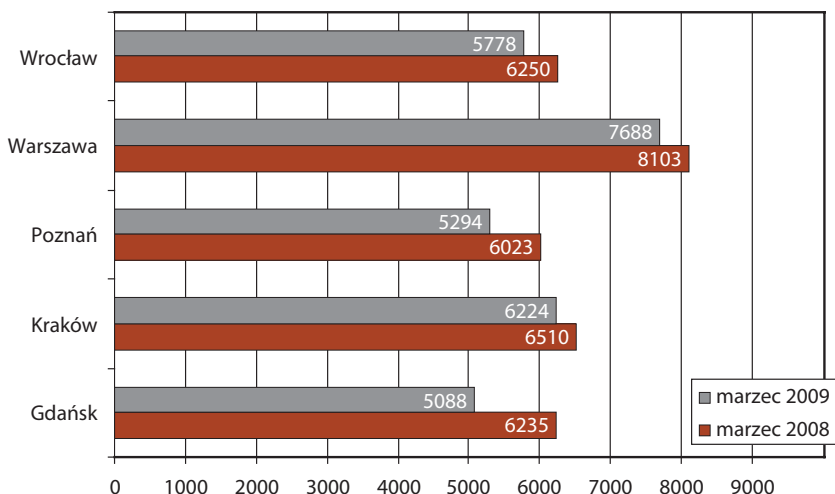
- ryzyko związane z sytuacją gospodarczą w kraju,
- prognozy dotyczące sytuacji na rynku mieszkaniowym,
- niekorzystną ocenę bieżącej i przewidywanej własnej sytuacji kapitałowej²².

Jednym ze skutków zastrzenia polityki kredytowej było obniżenie popytu na kredyty mieszkaniowe. Już w IV kwartale ubiegłego roku spadek ten zanotowało 70% ankietowanych banków, przy czym połowa z nich określiła ten spadek jako znaczny. Stało się tak pomimo obserwowanego spadku cen nieruchomości (wykres 5).

²¹ *Ibidem.*

²² Wśród innych, nieuwzględnionych w ankiecie przyczyn zastrzenia polityki kredytowej, banki wymieniły trudności w zabezpieczeniu ryzyka walutowego i stopy procentowej, wysoki koszt finansowania oraz skutki wynikające z wydanej przez nadzór bankowy tzw. rekomendacji S, dotyczącej dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie.

Wykres 5. Cena transakcyjna 1 m kw. mieszkania w wybranych miastach Polski w okresie marzec 2008 r. – marzec 2009 r. (w zł)



Źródło: Raport Open Finance opracowany na podstawie transakcji przeprowadzonych przez klientów firmy, www.open.pl [dostęp: 8 kwietnia 2009 r.].

Część osób zainteresowanych kupnem mieszkania, obserwując spadkową tendencję na rynku nieruchomości, wstrzymuje decyzje dotyczące zakupu, licząc na dalsze spadki cen. Dla części kupujących kredyt mieszkaniowy, po zastrzeżeniu warunków kredytowych przez banki, stał się niedostępnym źródłem finansowania. Kolejnym powodem rezygnacji z zakupu własnego mieszkania jest niechęć do zaciągania długoterminowych zobowiązań ze względu na niepewną sytuację na rynku pracy.

Należy również podkreślić, że kryzys spowodował obniżenie presji inflacyjnej, co stanowiło jedną z przesłanek umożliwiających Radzie Polityki Pieniężnej (RPP) podjęcie decyzji o obniżaniu stóp procentowych w Polsce. W wyniku pięciu następujących po sobie obniżek podstawowa stopa procentowa²³ uległa obniżeniu w okresie od listopada 2008 r. do marca 2009 r. z 6% do rekordowo

²³ Tzw. stopa referencyjna, która określa minimalną cenę, po jakiej bank centralny organizuje operacje otwartego rynku międzybankowego polegające na zakupie (*repo*) bądź sprzedaży (*reverse repo*) krótkoterminowych papierów wartościowych w celu przywrócenia równowagi na rynku.

niskiego poziomu 3,75%. W wyniku decyzji RPP tzw. stopa WIBOR 3M²⁴, od której uzależnione jest oprocentowanie dużej części złotych kredytów mieszkaniowych, spadła w analogicznym okresie z poziomu około 6,7% do około 4,2%²⁵. W wyniku tego oprocentowanie już udzielonych złotych kredytów mieszkaniowych uległo redukcji o około 2,5 punktów procentowych (p.p.), co np. przy kredycie w wysokości 300 tys. zł zaciągniętym na okres 30 lat i spłacanym w równych ratach oznacza zmniejszenie wysokości miesięcznej raty o około 500 zł. Niestety, nowi kredytobiorcy, którzy zdecydowali się na zaciągnięcie kredytu w okresie ostatnich kilku miesięcy bądź dopiero zamierzają zaciągnąć kredyt hipoteczny, zazwyczaj nie odczuwają skutków zmniejszonych przez RPP stóp procentowych. Dzieje się tak dlatego, że obniżeniu stawki WIBOR towarzyszy podwyższanie marży banku będącej składową ostatecznego oprocentowania kredytu mieszkaniowego. O ile bowiem w 2007 r. oraz w pierwszej połowie 2008 r. średnia marża dla kredytów mieszkaniowych wynosiła około 1–1,5%, o tyle obecnie wzrosła ona do około 3%. Dzieje się tak dlatego, iż na skutek radykalnego ograniczenia możliwości pozyskania finansowania na rynku międzybankowym banki kalkulując oprocentowanie kredytu opierają się teraz nie na stawce WIBOR, ale na koszcie pozyskania depozytów. Ten ostatni, w przypadku depozytów trzymiesięcznych jest obecnie o około 1,5–2 p.p. wyższy od stawki WIBOR 3M. Tak więc decyzje RPP powodują obniżenie się oprocentowania kredytów już udzielonych (które oparte są na stawce WIBOR), natomiast nie przekładają się na redukcję oprocentowania dla potencjalnych nowych kredytobiorców.

Z badania przeprowadzonego przez Narodowy Bank Polski wynika, iż zaostrzenie polityki kredytowej nastąpiło nie tylko w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, ale również w przypadku kredytów konsumpcyjnych. Jednakże w przeciwieństwie do kredytów mieszkaniowych, zmiana nastawienia banków w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych była zgodna z ich przewidywaniami wyrażanymi już w III kwartale. Zaostrzenie polityki kredytowej polegało m.in. na:

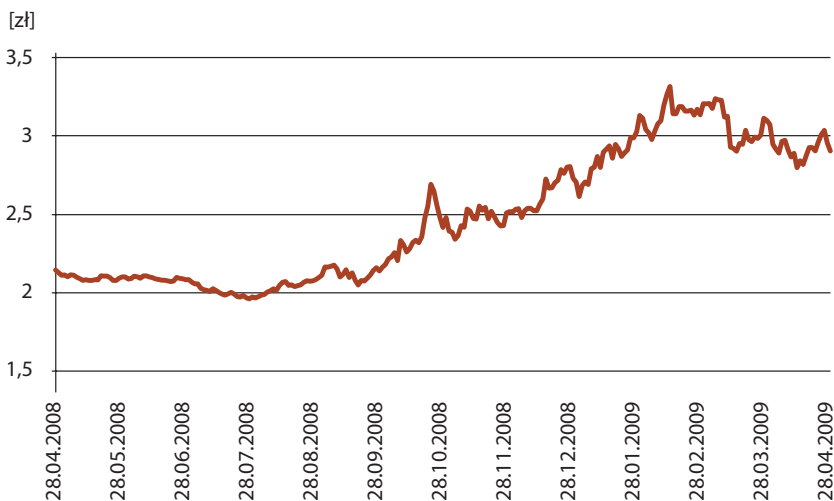
- podwyższeniu marż – 40% banków,
- podniesieniu pozaodsetkowych kosztów kredytów – 13% banków,
- zwiększeniu wymagań dotyczących zabezpieczeń – 22% banków,
- zmniejszeniu maksymalnych kwot kredytu – 15% banków.

²⁴ WIBOR – *Warsaw Interbank Offer Rate* – stopa procentowa, po jakiej największe banki w Polsce są skłonne udzielać pożyczek w złotych innym bankom na ustalony okres; WIBOR 3M – oznacza stopę procentową dla 3-miesięcznego okresu.

²⁵ Wg stanu na 18 kwietnia 2009 r.

Tak duży przyrost zadłużenia nie wynikał wyłącznie z dynamicznie rozwijającej się akcji kredytowej. Jednym ze skutków kryzysu na rynkach finansowych była gwałtowna deprecjacja polskiej waluty w stosunku do głównych walut światowych. Z punktu widzenia gospodarstw domowych najważniejsze znaczenie ma osłabienie się złotego w stosunku do franka szwajcarskiego (wykres 6). Wynika to z faktu, iż ze względu na zdecydowanie niższe oprocentowanie w tej walucie denominowana jest większość kredytów walutowych udzielonych gospodarstwom domowym.

Wykres 6. Średni kurs złotego wobec franka szwajcarskiego w NBP w okresie 30 kwietnia 2008 r.–30 kwietnia 2009 r.



Źródło: <http://www.money.pl/pieniadze/nbparch/srednie/> [dostęp: 7 maja 2009 r.].

Gwałtowne osłabienie złotego w stosunku do innych walut, w tym przede wszystkim franka szwajcarskiego, spowodowało, że zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych wzrosło w okresie od 30 września do 31 grudnia 2008 r. z 96,8 mld zł do blisko 135 mld zł, tj. o ponad 48%. Ze względu na zdecydowaną zmianę nastawienia banków do udzielania kredytów walutowych (radikalne zaostrenie procedur kredytowych bądź rezygnacja z ich udzielania) większość przyrostu zadłużenia wynika wyłącznie z deprecjacji waluty krajowej. W wyniku deprecjacji złotego udział walutowych kredytów mieszkaniowych w relacji do kredytów mieszkaniowych ogółem wzrósł w IV kwartale 2008 r. z 62,7% do blisko 70%.

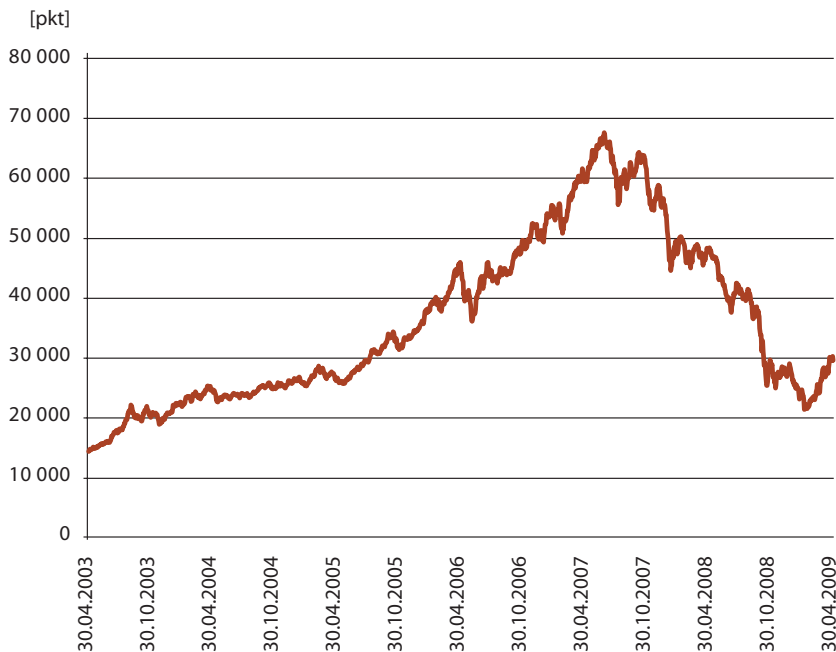
Wzrost kursu franka szwajcarskiego wobec złotego spowodował również wzrost miesięcznej raty z tytułu zaciągniętych kredytów walutowych. Należy jednak podkreślić, iż w przypadku wielu osób, które zaciągnęły kredyt mieszkaniowy denominowany we franku szwajcarskim, niekorzystne skutki wynikające ze zmiany kursu walutowego są częściowo lub w pełni rekompensowane przez dużo niższy niż w Polsce poziom stóp procentowych w Szwajcarii. W wyniku redukcji stóp przez Szwajcarski Bank Centralny, aktualna wartość LIBOR 3M²⁷ dla franka wynosi 0,4%, a więc jest około 3,8 p.p. niższa od aktualnej stawki WIBOR 3M. Tak więc osoby, które np. rok czy dwa lata temu zaciągały kredyty mieszkaniowe denominowane we franku szwajcarskim, mimo wzrostu miesięcznej raty z tytułu istotnego osłabienia się złotego, aktualnie i tak płacą zazwyczaj niższe raty niż kredytobiorcy, którzy w analogicznym okresie zaciągnęli kredyty złotowe.

■ ■ ■ ■ ■ Spadek wartości oszczędności zainwestowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych

Kryzys finansowy spowodował gwałtowne spadki na giełdach na całym świecie, w tym również w Polsce. Niemniej należy podkreślić, że zanim nastąpiła przecena spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) przez ponad 4 lata trwała hossa, która w lipcu 2007 r. wywindowała Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) do rekordowego poziomu ponad 67 tys. punktów (wykres 7). W tym czasie wartość wielu spółek przekroczyła poziom wynikający z ich kondycji ekonomiczno-finansowej (podstaw fundamentalnych) oraz realnych perspektyw rozwoju. Zatem spadek notowań, który obserwujemy od połowy 2007 r., był naturalną konsekwencją przewartościowania wielu spółek giełdowych, a kryzys na rynkach finansowych zadziałał w tym przypadku jako katalizator tego procesu.

²⁷ LIBOR – London Interbank Offered Rate – stopa procentowa kredytów międzybankowych oferowanych w Londynie przez cztery główne banki. Stanowi bazową stopą procentową na rynku międzybankowym. LIBOR 3M odnosi się do depozytów 3-miesięcznych

Wykres 7. Kształtowanie się Warszawskiego Indeksu Giełdowego w okresie 29 kwietnia 2003 r.–30 kwietnia 2009 r.



Źródło: <http://www.money.pl/gielda/archiwum/indeksy/>

Spadki na GPW w Warszawie spowodowały istotne skurczenie się oszczędności gospodarstw domowych zainwestowanych zarówno indywidualnie, jak również za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, które dużą część zebranych środków lokują w akcje (tzw. fundusze agresywne oraz zrównoważonego wzrostu). Należy podkreślić, iż w okresie wspomnianej giełdowej hossy dużo osób decydowało się na przeniesienie swoich oszczędności z tradycyjnych lokat bankowych, które dają niewielkie, ale stabilne zyski, do funduszy inwestycyjnych, które wykorzystywały okres dobrej koniunktury gospodarczej do przyciągnięcia jak największej liczby klientów. Straty z inwestycji giełdowych są szczególnie dotkliwe w przypadku osób, które dokonały jednorazowych inwestycji w połowie 2007 r. Oczywiście straty te, wynoszące nierzadko ponad 50% całości inwestycji, są stratami potencjalnymi – stają się one stratami rzeczywistymi dopiero w momencie wyjścia z inwestycji, tj. sprzedaży akcji bądź jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

■ ■ ■ ■ ■ Spadek wartości aktywów OFE

Spadki na GPW wpływają w sposób bezpośredni na wyniki inwestycyjne Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), od których zależy wysokość przyszłych emerytur osób, które do nich przystąpiły. W br. po raz pierwszy w historii trzyletnia średnia ważona stopa zwrotu dla wszystkich OFE (tabela 4) osiągnęła wartość ujemną. Spowodowane to zostało dużymi stratami w okresie od końca marca 2008 r. do końca marca 2009 r., gdyż 36-miesięczna średnia ważona stopa zwrotu za okres od 31 marca 2005 r. do 31 marca 2008 r. wynosiła ponad 31% (we wcześniejszym okresie sprawozdawczym była jeszcze wyższa i wyniosła ponad 53%).

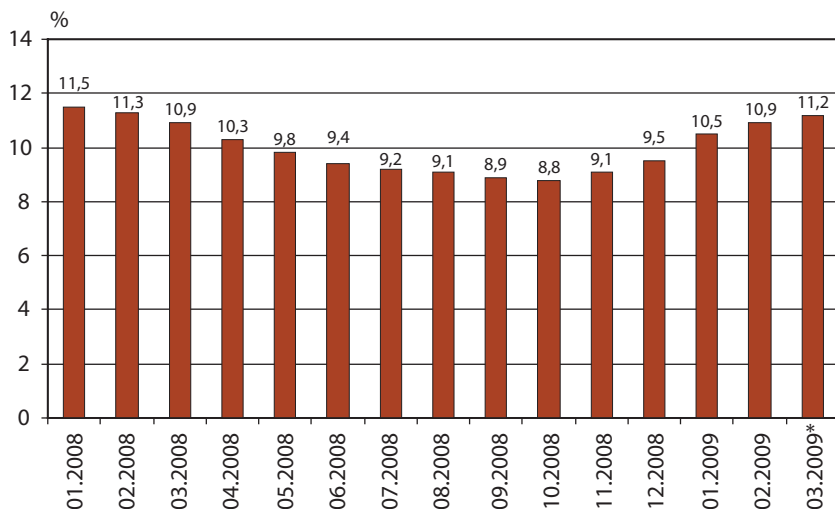
Tabela 4. Kształtowanie się 36-miesięcznych stóp zwrotu OFE

Nazwa OFE	Stopa zwrotu w okresie od 31.03.2006 do 31.03.2009 r.	Stopa zwrotu w okresie od 31.03.2005 do 31.03.2008 r.	Stopa zwrotu w okresie od 31.03.2004 do 31.03.2007 r.
OFE Allianz Polska	-0,045%	29,26%	46,31%
Generali OFE	-0,245%	33,64%	56,61%
Pekao OFE	-0,755%	35,24%	61,22%
AXA OFE	-1,060%	30,67%	54,48%
AIG OFE	-1,932%	34,20%	55,25%
Nordea OFE	-2,20%	29,08%	49,97%
AEGON OFE	-2,227%	28,83%	53,83%
OFE Pocztylion	-2,828%	32,54%	54,33%
OFE PZU „Złota Jesień”	-2,911%	31,86%	53,88%
OFE Polsat	-4,080%	34,280%	60,80%
Bankowy OFE	-4,257%	25,92%	48,03%
ING OFE	-4,628%	31,27%	54,92%
Commercial Union OFE BPH CU WBK	-4,766%	31,07%	52,96%
OFE WARTA	-5,544%	29,88%	55,27%
Średnia ważona stopa zwrotu dla wszystkich OFE	-2,930%	31,48%	53,66%

Źródło: jak pod tabelą 3.

Należy podkreślić, iż negatywne konsekwencje obecnie gorszych wyników finansowych generowanych przez poszczególne OFE dotyczą jedynie osób, które w najbliższym czasie będą przechodzić na emeryturę. Aczkolwiek także

Wykres 8. Stopa bezrobocia rejestrowanego w Polsce w okresie styczeń 2008 r.–marzec 2009 r.

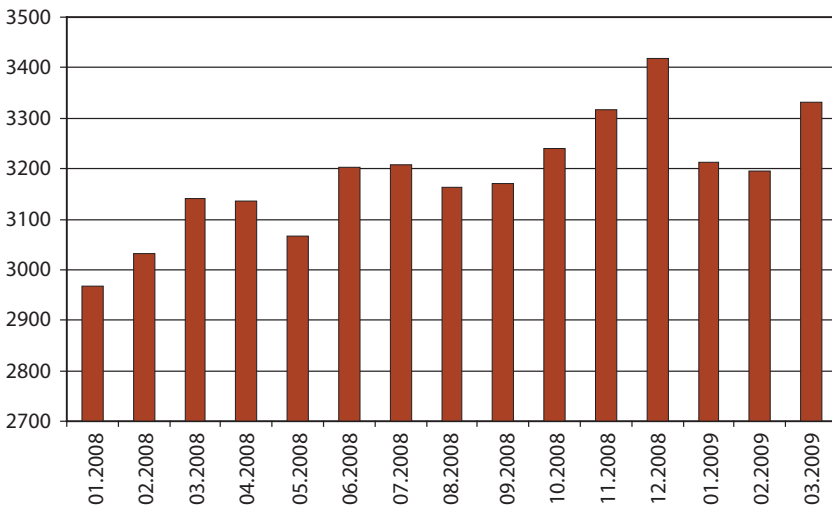


* dane wstępne.

Źródło: na podstawie danych GUS (<http://www.stat.gov.pl>) oraz Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej (<http://www.mpips.gov.pl>), [dostęp: 17 kwietnia 2009 r.].

Sytuacja na rynku pracy powoduje, że zmniejsza się presja na podwyżki płac. Wynagrodzenia nie rosną już w takim tempie jak to następowało jeszcze w roku ubiegłym. O ile w 2008 r. można mówić o stabilnej tendencji wzrostowej, o tyle w 2009 r. zaobserwować można początki odwracania się jej. Potwierdzają to dane za styczeń i luty br. W okresie tym nastąpił – liczony w stosunku do poprzedniego miesiąca – wyraźny spadek płac (wykres 9). W marcu 2009 r. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ponownie wzrosło (liczone r/r o 5,7%, zaś m/m o 4,3%), co może świadczyć o tym, że przedsiębiorcy chętniej decydują się na redukcję zatrudnienia niż na obniżki płac dla pozostałych pracowników.

Wykres 9. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (bez nagród z zysku) w okresie styczeń 2008 r.–marzec 2009 r.



Źródło: na podstawie danych GUS, www.stat.gov.pl [dostęp: 14 kwietnia 2009 r.].

Zmiany zachodzące na rynku pracy powodują, że coraz więcej osób obawia się utraty swojego etatu. Z badania przeprowadzonego w lutym br. przez Interaktywny Instytut Badań Rynkowych i portal pracuj.pl na próbie ponad 3,6 tys. respondentów wynika, że aż 60% badanych niepokoi się o swoje miejsce pracy³¹. To z kolei może mieć wpływ na zmniejszenie skłonności do konsumpcji oraz powodować niechęć do zaciągania zobowiązań, zwłaszcza o charakterze długoterminowym.

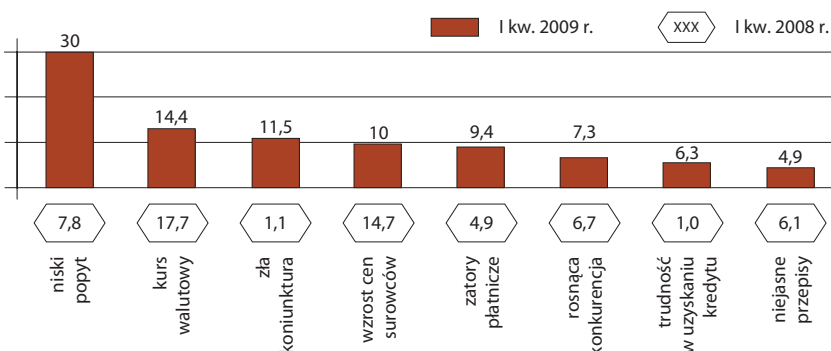
Bilans kryzysu w sferze realnej

Skutki globalnego kryzysu gospodarczego odczuwają zarówno polskie przedsiębiorstwa, jak również konsumenci. Dla przedsiębiorstw największym obecnie problemem jest niski popyt, który w połączeniu z utrudnionym dostępem do kredytu oraz zatorami płatniczymi sprawia, że firmy mają coraz

³¹ Polacy coraz bardziej niepewni swojego etatu, „Gazeta Prawna” z dn. 6 kwietnia 2009 r.

większe problemy z płynnością finansową. Potwierdza to najnowsze badanie NBP (wykres 10). Trudności przedsiębiorstw spowodowały istotne zmiany na rynku pracy – począwszy od września 2008 r. ponownie zaczęła rosnąć stopa bezrobocia rejestrowanego, a kolejne miesiące najprawdopodobniej przyniosą pogłębienie się tej niekorzystnej tendencji.

Wykres 10. Główne bariery rozwojowe wg polskich firm (w %)



Źródło: „Rzeczpospolita” z dn. 24 kwietnia 2009 r.

Skutkiem powyższych zjawisk może być niebezpieczna spirala wzajemnie nakręcającego się spadku popytu (ograniczenie możliwości nabywczych społeczeństwa) i hamowania działalności przedsiębiorstw (spadek możliwości zbytu). W tym świetle niezwykle istotne są działania wspierające możliwości sprzedaży produkcji i usług, poprzez m.in. stymulowanie popytu (np. zamówienia publiczne) lub ochronę miejsc pracy (zachowanie potencjału konsumpcyjnego). Temu ostatniemu służyć ma pakiet antykryzysowy negocjowany obecnie przez Trójstronną Komisję ds. Społeczno-Gospodarczych. Jednym z jego zasadniczych założeń jest zaangażowanie państwa w utrzymanie zatrudnienia i uniknięcie zwolnień grupowych.

Stymulowaniu popytu mogłoby z kolei służyć maksymalnie sprawne wykorzystanie środków Unii Europejskiej. Niestety, mimo wielu deklaracji, dostęp do środków unijnych jest nadal niełatwy na wszystkich etapach ich wykorzystywania – począwszy od skomplikowanych procedur administracyjnych przy składaniu wniosków i udziale w konkursach, poprzez długotrwałe procedury przetargowe aż do uciążliwych zasad sprawozdawczych i rozliczeniowych. Co gorsza, kryzys te trudności jeszcze pogłębił, prowadząc do pogorszenia współpracy z bankami, wydłużającymi procedury i ograniczającymi możliwości kredy-

towania firm ubiegających się o środki unijne. Sondaż przeprowadzony wśród firm średniej wielkości³² wykazał, że teraz tylko 23% przedsiębiorstw tego typu uzyskuje pomoc ze strony banków przy pozyskiwaniu środków z UE, w porównaniu z ponad 62% rok temu.

Kryzys spowodował również, iż gwałtownie stopniały oszczędności gospodarstw domowych. Spadki notowań na WGPW stały się dla wielu inwestorów indywidualnych przykrą i kosztowną lekcją, pokazującą, że inwestowanie w akcje lub fundusze inwestycyjne jest zawsze obarczone większym ryzykiem niż lokata bankowa czy zakup obligacji Skarbu Państwa. Wniosek z tego, że oferowaniu zakupu jednostek funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza poprzez sieć oddziałów banków, powinna towarzyszyć adekwatna do skali ryzyka polityka informacyjna, być może wymuszona stosownymi rozwiązaniami prawnymi. Niestety, w okresie dobrej koniunktury gospodarczej fundusze inwestycyjne, reklamując swoje produkty, informowały – powołując się na dane historyczne – o wysokich potencjalnych zyskach, a zazwyczaj pomijały rzetelne informowanie swoich klientów o możliwych stratach z tytułu realizacji tego typu inwestycji. Spadki na GPW przyczyniły się również do zmniejszenia stóp zwrotu osiąganych przez poszczególne OFE, przy czym konstrukcja obecnego systemu emerytalnego sprawia, iż skutki dla przyszłych emerytów nie są w tym przypadku mocno dotkliwe. Zasadne natomiast jest wydłużenie okresu, dla którego liczona jest stopa zwrotu OFE z obecnych 36 miesięcy do co najmniej 60 miesięcy.

W wielu sferach życia zauważa się, że kryzysy są jedną z immanentnych cech rozwoju, stymulujących zmiany i przejście na inny poziom rozwoju. Także kryzys gospodarczy może mieć pozytywne skutki. Dla przedsiębiorstw jest on bodźcem do przeprowadzenia zmian restrukturyzacyjnych, bowiem pozwala z większą ostrością zauważyć niedociągnięcia organizacyjne czy nieefektywność finansową. Zmiany te, odkładane w okresie dobrej koniunktury, teraz zostają wymuszone kondycją finansową danego przedsiębiorstwa, a zatem napotykają na mniejszy opór ze strony pracowników i dzięki temu mogą być, paradoksalnie, łatwiejsze do przeprowadzenia niż w okresie boomu gospodarczego.

Dla gospodarstw domowych utrudniony dostęp do kredytów – przy całych trudnościach psychologicznych związanych z potencjalnym obniżeniem poziomu bieżącej konsumpcji – prowadzi do lepszego dostosowania wydatków do bieżących dochodów rodziny. Zaostrzenie procedur kredytowych wywarło też bezpośredni wpływ na urealnienie cen nieruchomości. Stosunkowo łatwy do-

³² Badanie przeprowadzone przez Centrum Badań Marketingowych INDICATOR i Warszawski Instytut Bankowości „Rzeczpospolita” z dn. 28 kwietnia 2009 r.

stęp do kredytów hipotecznych³³, jaki występował do połowy 2008 r., był jednym z czynników wpływającym na stale rosnący poziom cen mieszkań. Dzięki ich spadkowi więcej osób będzie mogło skorzystać z rządowego programu „Rodzina na swoim”, który zakłada okresowe pokrywanie z budżetu państwa części odsetek od kredytów hipotecznych zaciągniętych na pierwsze mieszkanie lub dom.

Skuteczność radzenia sobie ze zjawiskami kryzysowymi przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe może być wzmocniona działaniami podejmowanymi przez państwo. Wymaga to przede wszystkim znacznego zaangażowania środków budżetowych, a zatem ma bezpośrednie przełożenie na równowagę finansów publicznych. Wpływ kryzysu na tę sferę gospodarki przeanalizowany jest szczegółowo w kolejnym artykule.

³³ W okresie dobrej koniunktury gospodarczej, której towarzyszył dynamiczny wzrost wartości nieruchomości, banki chętnie udzielały kredytów na 100% i więcej wartości nieruchomości.

Kryzys finansowy a dług publiczny

Wstęp

Kryzys finansowy obciąża finanse publiczne nie tylko obecnie, ale niesie też istotne średnio- i długoterminowe konsekwencje. Globalne spowolnienie gospodarcze oraz wprowadzenie licznych rządowych programów antykryzysowych, mających na celu wsparcie wybranych sektorów oraz stymulowanie całych gospodarek, oddziałuje niekorzystnie na budżet państwa, ograniczając wpływy podatkowe przy jednoczesnym wzroście wydatków publicznych. Efektem jest rozluźnienie dyscypliny budżetowej. Stosowane dotychczas zasady dyscyplinujące władze publiczne szczególnie restrykcyjnie określały dopuszczalny poziom deficytu budżetowego oraz wielkość bieżących wydatków budżetowych, w tym zakres pomocy publicznej. Odejście od tych zasad na czas kryzysu rodzi obawy co do stanu finansów publicznych po jego zakończeniu.

Zagadnieniem, które coraz wyraźniej podkreśla się w licznych dyskusjach nad długoterminowymi skutkami kryzysu finansowego, jest wzrost zadłużenia publicznego. Jest to konsekwencja działań interwencyjnych, polegających na dofinansowywaniu gospodarki poprzez zaciąganie przez władze publiczne nowego długu (zarówno w postaci konwencjonalnej, czyli w wyniku emisji papierów skarbowych, jak i pozabilansowej poprzez udzielanie gwarancji publicznych). Jest to też wynik postępującego wzrostu zobowiązań budżetowych wynikających z konieczności wsparcia systemu zabezpieczeń emerytalnych i zdrowotnych.

Polskę, podobnie jak wiele państw na świecie, wkrótce czekać będzie konieczność podjęcia działań stabilizujących budżet państwa i budżety innych jednostek sektora finansów publicznych. Nie ominie nas także dodatkowe ryzy-

dla których potencjalny poziom zobowiązań z tego tytułu szacuje się nawet do 20% ich łącznego PKB.

W przypadku niektórych państw konieczna była także pomoc zewnętrzna, głównie z MFW. Pomoc w postaci kredytów obwarowanych koniecznością zdyscyplinowania finansów państwa otrzymały m.in. takie kraje, jak Pakistan, Łotwa, Islandia, Ukraina oraz Węgry, a ich wielkość szacuje się na ponad 20% sumy ich PKB.

Oprócz programów pomocy zastosowanych w pierwszej fazie kryzysu, obecnie wiele rządów wprowadziło także programy stymulacyjne. Po stronie dochodów budżetowych ich podstawowym instrumentem stały się obniżki i ulgi podatkowe. Jednym z nowych rozwiązań w tym zakresie są dopłaty za złomowane samochody. W ten sposób m.in. rządy Niemiec, Francji, Austrii, Hiszpanii i Portugalii zdecydowały się na bezpośrednie stymulowanie konsumpcji oraz wsparcie sektora motoryzacyjnego. Z kolei po stronie wydatków najważniejsze jest zwiększenie publicznego dofinansowania inwestycji (głównie infrastrukturalnych), rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw oraz edukacji².

Jak ocenia Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), wielkość pakietów stymulacyjnych krajów członkowskich wyniosła średnio 3,5% PKB z 2008 r., liczone jako skumulowana zmiana salda budżetowego, po uwzględnieniu działań po obu stronach budżetu państwa. Najsilniejsze wsparcie programów rządowych widoczne będzie w 2009 r., choć w niektórych krajach (np. w USA, Irlandii, Danii, Niemczech czy Włoszech) będą one kontynuowane w 2010 r. w podobnej wysokości³.

Programy antykryzysowe nakierowane zostały przede wszystkim na interwencje publiczne, a ich konsekwencją jest pogorszenie dotychczasowego wyniku budżetu państwa i zwiększenie długu w celu finansowania coraz wyższych wydatków, przy obniżających się wpływach budżetowych. Według ostatnich szacunków łączny wzrost zadłużenia publicznego dla państw wysoko rozwiniętych grupy G-20 w latach 2008–2009 wyniesie 14,4% PKB⁴.

² Na podstawie zestawienia zawartego w: *Strategies for Aligning Stimulus Measures with Long Term Growth*, OECD, Paris 2009, s. 36–38.

³ *OECD Economic Outlook, Interim Report*, OECD Paris 2008, s. 110–113.

⁴ *Group of Twenty, Meeting of the Deputies*, IMF, London, January 31–February 1 2009, s. 21.

zione zostanie o prawie 13 p.p. (do 72,7% PKB). Wskaźniki te mają się pogorszyć jeszcze w 2010 r., przy założeniu niezmiętej polityki antykryzysowej krajów członkowskich oraz braku oznak załamania gospodarczego. Głównymi przyczynami powyższych wyników jest prowadzona obecnie polityka interwencyjna i prowydatkowa większości państw UGW oraz spowolnienie gospodarcze, które strefę euro ma dotknąć w największym stopniu w 2009 r. (prognoza spadku gospodarczego na poziomie 1,9%).

Kryzys finansowy o różnym nasileniu widoczny jest we wszystkich krajach Unii Europejskiej od roku 2008. Według przewidywań Komisji Europejskiej¹⁰ w ciągu kolejnych dwóch lat tylko dwa państwa zdołają wypracować nadwyżki budżetowe, będzie to Finlandia i Bułgaria. Najgorsze dla całego obszaru wyniki budżetowe (wykres 1) osiągnie przede wszystkim Irlandia (z deficytem budżetowym powyżej 10% PKB), Wielka Brytania (deficyt budżetowy w 2010 r. szacowany na 9,6% PKB), Łotwa i Rumunia (deficyt budżetowy przekraczający 7% PKB).

Na ścieżkę powiększania zadłużenia publicznego powyżej kryterium 60% PKB (wykres 2) powrócą z kolei Włochy, Grecja, Belgia, Francja, Niemcy, Portugalia, Austria i Malta. Szczególnie wysoki wzrost długu (przeciętnie o 10 p.p.) szacuje się na rok 2010 dla Irlandii, Wielkiej Brytanii i Łotwy.

Bardzo niekorzystnie wygląda sytuacja trzeciej największej gospodarki świata i jednocześnie najbardziej zadłużonego kraju z grupy wysoko rozwiniętych, jakim jest Japonia. Już w projekcjach przedkryzysowych szacowano poziom długu publicznego tego kraju w 2009 r. na prawie 200% PKB. Obecnie prognozy MFW wskazują na 220% PKB¹¹. Deficyt budżetowy tzw. pierwotny (czyli po wyłączeniu kosztów obsługi zadłużenia) w Japonii w latach 2009–2012 ma się utrzymywać średnio na poziomie 5,0% PKB. Podawany często w celach porównawczych tzw. wskaźnik stabilizacji zadłużenia lub inaczej wskaźnik luki fiskalnej, wyznaczający poziom średniej pierwotnej nadwyżki budżetowej¹², który pozwoliłby osiągnąć wysokość długu publicznego w dłuższym okresie (w tym przypadku na koniec 2012 r.) na bezpiecznym (czyli poniżej 60% PKB¹³) poziomie, w Japonii jest obecnie najwyższy wśród krajów o gospodarce rynkowej i wynosi 9,2% PKB¹⁴.

¹⁰ *Ibidem*.

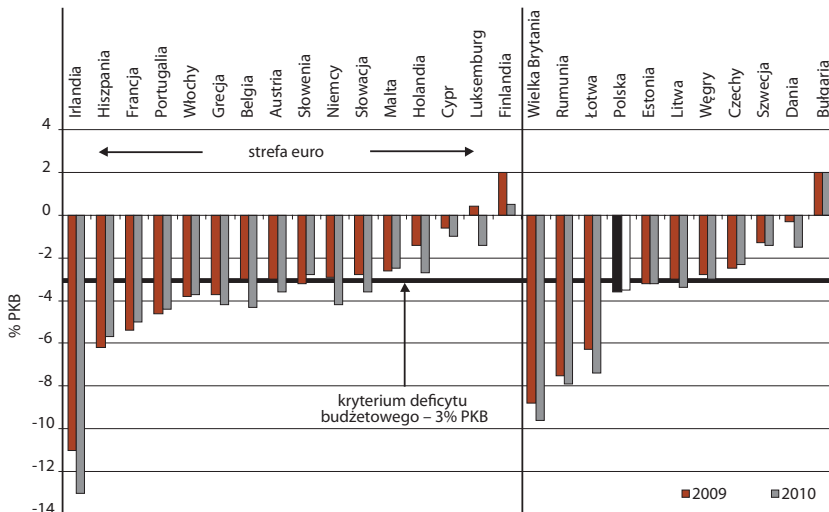
¹¹ *The State of Public Finances, op. cit., s. 35.*

¹² Inaczej luka fiskalna określa skumulowaną wartość redukcji wydatków (bez kosztów obsługi długu) lub wzrostu podatków w długim okresie niezbędnych do utrzymania długu publicznego w relacji do PKB na bezpiecznym (lub obecnym) poziomie.

¹³ Dla państw z grupy rynków wschodzących za bezpieczny poziom zadłużenia przy ocenie luki fiskalnej przyjmuje się często 40% PKB.

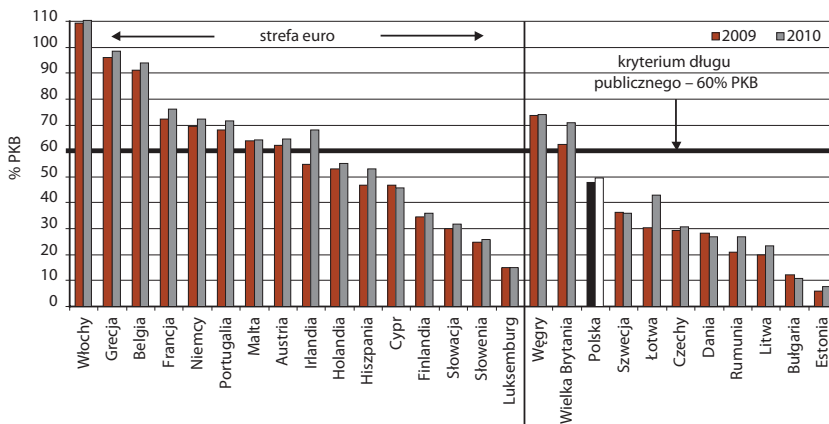
¹⁴ *Group of Twenty, Meeting of the Deputies, op. cit. s. 35.*

Wykres 1. Prognozy Komisji Europejskiej dotyczące salda budżetu państwa w krajach UE na lata 2009–2010



Źródło: na podstawie prognoz Komisji Europejskiej, styczeń 2009 r., http://ec.europa.eu/economy_finance [dostęp: 25 kwietnia 2009 r.].

Wykres 2. Prognozy Komisji Europejskiej dotyczące długu publicznego w krajach UE na lata 2009–2010



Źródło: jak pod wykresem 1.

obligacji skarbowych Niemiec oraz Grecji (264 punkty bazowe) i Irlandii (253 punkty bazowe)¹⁷.

Do zwiększenia refinansowania długu zagranicznego i kosztów jego obsługi przyczynia się także niski kurs walut narodowych. Jak wskazuje MFW, problem ten dotyczy głównie krajów z Europy Środkowo-Wschodniej, dla których prognozuje się wzrost łącznych kosztów obsługi długu zagranicznego w 2009 r. do poziomu ponad 220 mld dolarów przy wysokości zadłużenia w walutach obcych szacowanym w tym regionie na 1,267 bln dolarów¹⁸.

Dzięki obniżce stóp procentowych przez banki centralne¹⁹ na razie efekt kuli śnieżnej, czyli dodatkowego finansowania długiem wzrostu deficytu budżetowego będącego wynikiem znaczącego podwyższenia kosztów odsetkowych, został odroczony w czasie. Ekspansja fiskalna w dłuższej perspektywie prowadzi jednak do wzrostu stopy procentowej, tym samym pogarszając sytuację w sektorze finansów publicznych i w całej gospodarce. Wniosek ten potwierdza analiza nastawienia polityki fiskalnej dla 42 przypadków kryzysów bankowych z lat 1970–2007 i ich oddziaływania na realną gospodarkę, w tym sytuację sektora finansów publicznych. Te kraje, których polityka fiskalna wyrażała się większą ekspansywnością, miały w dłuższej perspektywie wyższą inflację oraz wolniejsze tempo wzrostu PKB, ponosząc większe obciążenia związane ze wzrostem długu publicznego aniżeli państwa mniej aktywne w tym względzie²⁰.

Kryzys finansowy powinien przyczynić się również do podjęcia radykalnych reform w systemach zabezpieczenia społecznego i zdrowotnego. Wyrazistym przykładem są tu Stany Zjednoczone, które stoją nadal przed problemem reformy powołanych w połowie lat 60. publicznych programów zdrowotnych oraz systemu ubezpieczeń społecznych. Podobna sytuacja dotyczy wielu państw UE. Według prognoz Komisji Europejskiej łączne wydatki budżetowe związane z zabezpieczeniem powyższych systemów w okresie od 2010 do 2030 mogą wynieść dla strefy euro średnio 2,5% PKB, a dla całej UE 2,2% PKB²¹.

¹⁷ *Quarterly Report on the Euro Area*, European Commission, Vol 8 No 1/2009, s. 6.

¹⁸ Dane statystyczne MFW, www.imf.org [dostęp: 25 kwietnia 2009 r].

¹⁹ Na koniec kwietnia główne stopy referencyjne wynosiły: System Rezerwy Federalnej – od 0% do 0,25%, Europejski Bank Centralny – 1,25%, Bank Anglii – 0,5%, Bank Centralny Japonii – 0,1%.

²⁰ L. Leaven, F. Valencia, *Systematic Banking Crises: A New Database*, IMF, Working Paper nr 8/224, 2008.

²¹ *Public Finances in EMU*, European Commission 2008, s. 57.

Kryzys finansowy a dług publiczny w Polsce

■ ■ ■ ■ ■ Rządowy program antykryzysowy

Oznaki globalnego kryzysu finansowego w Polsce widoczne są od połowy 2008 r. W ramach działań antykryzysowych rząd zaproponował program wsparcia instytucji finansowych oraz stymulacji gospodarki. Główne narzędzia programu oraz podstawy prawne ich wprowadzenia przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Program antykryzysowy w Polsce

Elementy pakietu antykryzysowego	Podstawy prawne
Ustanowienie Komitetu Stabilności Finansowej w skład którego wchodzi przedstawiciel MF, NBP oraz KNF	Ustawa z 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej, Dz.U nr 209, poz. 1317
Podwyższenie gwarancji zabezpieczających depozyty bankowe	Ustawa z 23 października 2008 r. o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym oraz o zmianie innych ustaw, Dz.U. nr 209 poz. 1315
Wsparcie płynności instytucji finansowych	Ustawa z 12 lutego 2009 r. o udzieleniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym, Dz.U. nr 39, poz. 308
Dokapitalizowanie sektora bankowego	Ustawa o rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych, po pierwszym czytaniu w Sejmie
Podwyższenie limitu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa	Ustawa budżetowa na 2009 rok, Dz.U. z 2009 r. nr 10, poz. 58
Utworzenie Rezerwy Solidarności Społecznej	Ustawa budżetowa na 2009 rok, Dz.U. z 2009 nr 10, poz. 58
Dokapitalizowanie Banku Gospodarstwa Krajowego	Ustawa z 2 kwietnia 2009 r. o zmianie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 65, poz. 545
Wzmocnienie systemu gwarancji i poręczeń publicznych	

Źródło: *Pakiet działań antykryzysowych – stan prac Ministerstwa Finansów*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 15 stycznia 2009 r., www.mf.gov.pl [dostęp: 24 kwietnia 2009 r.].

Podstawowe działania rządu w ramach powyższego programu obejmują bezpośrednią pomoc finansową m.in. przez pożyczkę albo sprzedaż bankom komercyjnym skarbowych papierów wartościowych z odroczonym lub rozłożonym terminem płatności, dokapitalizowanie oraz wsparcie finansowe Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) przez przekazanie skarbowych papierów wartościowych, jak również formalną likwidację funduszy rządowych (np. Krajowe-

go Funduszu Mieszkaniowego czy Funduszu Poręczeń Unijnych), a także wprowadzenie możliwości przejmowania instytucji finansowych przez przymusowy wykup akcji przez Skarb Państwa od akcjonariuszy.

Program przewiduje także uruchomienie i wzmocnienie szerokiego zakresu pomocy gwarancyjno-poręczeniowej. Instrument ten dotyczy przede wszystkim nowych rozwiązań obejmujących m.in. gwarancje Skarbu Państwa dla instytucji finansowych, zaciągających kredyty na rynku międzybankowym; przekazanie zadań udzielania tzw. dużych poręczeń i gwarancji w imieniu Skarbu Państwa²² do BGK; czy możliwość udzielenia przez Skarb Państwa gwarancji w celu zwiększania funduszy własnych instytucji finansowych w ramach postępowania naprawczego. Część wprowadzonych już rozwiązań dotychczas nie została uruchomiona ze względu na brak takiego zapotrzebowania, część znajduje się jeszcze w fazie przygotowań legislacyjnych.

W połowie kwietnia br. rząd polski uzyskał także dostęp do tzw. elastycznej linii kredytowej (FCL – *Flexible Credit Line*) Międzynarodowego Funduszu Walutowego w wysokości 20,5 mld dolarów na zwiększenie rezerw walutowych NBP²³. Jako drugi kraj, po Meksyku (linia kredytowa do 47 mld dolarów), Polska otrzymała zatem możliwość wykorzystania kredytów przeznaczonych głównie dla państw z grupy rynków wschodzących (*emerging markets countries*), ale o relatywnie silnych fundamentach makroekonomicznych²⁴.

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ **Prognoza wskaźników budżetowych**

Konsekwencje kryzysu finansowego dotyczą obu stron bilansu budżetu państwa oraz budżetów innych jednostek sektora finansów publicznych. W kolejnych latach pogorszenie widoczne może być szczególnie po stronie wpływów podatkowych. W połączeniu ze wzrostem wydatków budżetowych znaczne zwiększenie zadłużenia sektora finansów publicznych będzie tylko kwestią czasu.

²² Dotyczy poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa powyżej kwoty stanowiącej równowartość 10 mln euro, do równowartości 30 mln euro.

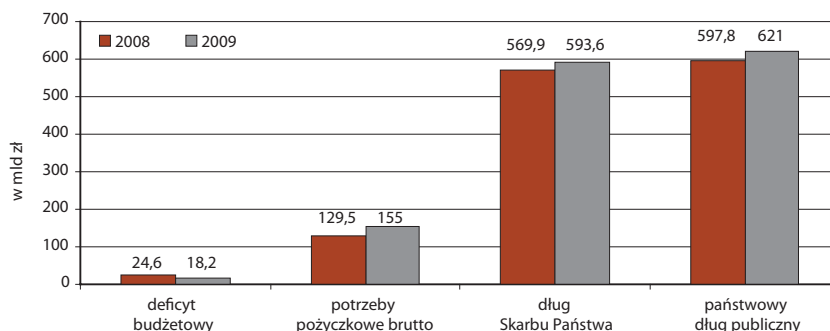
²³ *Republic of Poland: Arrangement Under the Flexible Credit Line-Staff Report*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09138.pdf> [dostęp: 8 maja 2009 r.].

²⁴ *Poland seeks \$20,5 billion Credit Line from IMF*, IMF Survey online, 14 April 2009.

W 2007 r. państwowy dług publiczny (PDP)²⁵ wyniósł 527,4 mld zł. Według prognoz zawartych w ostatniej aktualizacji Programu Konwergencji²⁶ na koniec 2009 r. przyrost zadłużenia wyniesie ponad 93 mld zł (wzrost do 621 mld zł).

Największy, bo 95% udział we wskaźniku PDP, ma dług Skarbu Państwa²⁷, będący wynikiem finansowania rocznych potrzeb pożyczkowych rządu brutto w poprzednich latach, na które składa się przede wszystkim rolowanie (inaczej refinansowanie) długu, pokrycie bieżącego deficytu budżetowego oraz przekazanie środków do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Dwie ostatnie pozycje w szczególności powodują roczny przyrost zadłużenia. Według ostatnich przewidywań Ministerstwa Finansów w 2009 r. potrzeby pożyczkowe brutto rządu mają wynieść 155 mld zł, z czego do kwietnia pozyskano już 50,3 mld zł (41,7 mld na rynku krajowym oraz 8,6 mld na rynkach zagranicznych). Wybrane wskaźniki dotyczące długu publicznego w latach 2008–2009 przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Wybrane wskaźniki budżetowe w Polsce w latach 2008–2009 (prognoza)



Źródło: na podstawie *Informacji kwartalnej o sytuacji makroekonomicznej i stanie finansów publicznych*, Ministerstwo Finansów, marzec 2009; *Program Konwergencji, aktualizacja 2008*, Warszawa, grudzień 2008 r., www.mf.gov.pl [dostęp: 20 kwietnia 2009 r.] oraz informacji uzyskanych z Departamentu Długu Publicznego Ministerstwa Finansów (odpowiedź z dn. 9 kwietnia 2009 r. na pismo z BAS).

²⁵ Państwowy dług publiczny (PDP) obejmuje wartość nominalną zadłużenia jednostek sektora finansów publicznych po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań.

²⁶ *Program Konwergencji, aktualizacja 2008*, Warszawa, grudzień 2008 r.

²⁷ Zgodnie z art. 10 ust. 2. ustawy o finansach publicznych przez dług Skarbu Państwa rozumie się wartość nominalną zadłużenia Skarbu Państwa.

Wpływ na ekspansję zadłużania się sektora finansów publicznych będzie miał także wzrost finansowania zewnętrznego samorządów terytorialnych, zarówno z tytułu pokrycia bieżących niedoborów budżetowych (wliczane do wskaźnika PDP), jak i zobowiązań zaciągniętych z tytułu realizacji inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych (nie wliczane do wskaźnika PDP). Ze wstępnych danych Ministerstwa Finansów²⁸ wynika, że w 2008 r. deficyt budżetowy jednostek samorządu terytorialnego wyniósł 1,5 mld zł²⁹ wobec nadwyżki budżetowej z roku poprzedniego w wysokości 2,2 mld zł. Mimo niewielkiej nadwyżki wypracowanej przez województwa w 2008 r., odnotowały one przyrost zadłużenia relatywnie najwyższy w gronie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Dynamika zobowiązań JST w I półroczu 2008 r. była wprawdzie na podobnym poziomie jak rok wcześniej³⁰. Pamiętać należy, że zazwyczaj najwyższy przyrost zadłużenia JST w ciągu roku następuje w ostatnich dwóch kwartałach. Prognozy kwot długu dla województw (wykres 4) i wstępne wyliczenia³¹ wskazują, iż w latach 2009–2010 należy spodziewać się zwiększania nominalnej wartości długu lokalnego. Część urzędów marszałkowskich pozostawia jednak dług na tym samym poziomie lub zmniejsza go w niewielkim stopniu.

Pogorszeniu ulegną także wskaźniki budżetowe liczone w relacji do PKB. Według prognoz Komisji Europejskiej w roku 2009 oraz 2010 Polska przekroczy kryterium deficytu budżetowego. Będzie to niestety kontynuacja tendencji z 2008 r. Zgodnie bowiem z ostatnimi danymi Eurostatu³² oraz GUS deficyt sektora finansów publicznych w zeszłym roku wyniósł 3,9% PKB, co może skutkować wszczęciem procedury nadmiernego deficytu³³.

²⁸ *Wykonanie budżetów jednostek samorządu terytorialnego w 2008 roku*, Ministerstwo Finansów, dane opublikowane 13 lutego 2009 r., www.mf.gov.pl [dostęp: 25 kwietnia 2009 r.].

²⁹ Dane szczegółowe: gminy – deficyt: 0,5 mld zł, powiaty – nadwyżka: 0,06 mld zł, miasta na prawach powiatów – deficyt: 1,5 mld zł, województwa – nadwyżka: 0,4 mld zł.

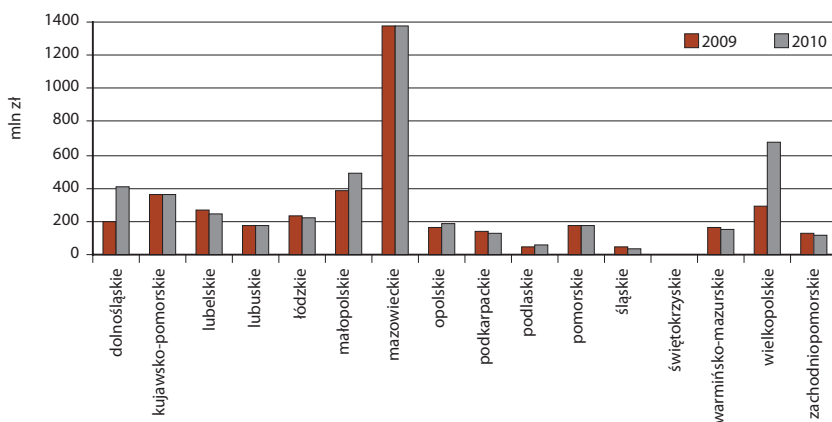
³⁰ *Informacja o stanie zobowiązań według tytułów dłużnych w I półroczu w latach 2006–2008*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, październik 2008 r.

³¹ Z prognoz zadłużenia 21 miast (powyżej 200 tys. mieszkańców oraz stolicy województw) wynika, iż w 2009 r. zadłużenie zwiększy się do ponad 15 mld zł wobec 9,6 mld w 2008 r. [za:] K. Ostrowska, *Wzrosną długi miast*, „Rzeczpospolita” z dn. 26 kwietnia 2009 r.

³² *Eurostat Newsrelease Euro Indicators*, No 56/2009, 22 April 2009.

³³ Decyzja taka została faktycznie podjęta przez Unię Europejską 14 maja br.

Wykres 4. Prognozy zadłużenia dla województw na lata 2009–2010



* Prognoza zadłużenia obejmuje kwoty po uwzględnieniu wyłączeń określonych w umowie z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi, Funduszem Spójności UE lub środkami z pomocy udzielonej przez państwa EFTA

Źródło: na podstawie prognoz kwoty długu z poszczególnych województw, załączniki do uchwał budżetowych dostępne na stronach urzędów marszałkowskich poszczególnych województw, [dostęp: 25 kwietnia 2009 r.].

W 2009 r. kryterium zadłużenia sektora *general government* prawdopodobnie zostanie spełnione, choć wskaźnik ten zbliży się do poziomu 50% PKB (wykres 2) wobec 47% PKB przekroczonych w 2008 r.³⁴. Ostatnie majowe prognozy Komisji Europejskiej na rok 2010 wskazują z kolei na możliwość zbliżenia się do poziomu 60% PKB (dokładna prognoza na poziomie 59,7% PKB)³⁵.

Jak wynika z analizy zestawienia danych w tabeli 2, tegoroczne prognozy instytucji międzynarodowych dotyczące wzrostu gospodarczego w Polsce na lata 2009–2010 są zdecydowanie bardziej pesymistyczne od tych z końca 2008 r. W ostatniej kwietniowej projekcji MFW przewiduje w naszym kraju w 2009 r. recesję na poziomie -0,7%. Natomiast Komisja Europejska na początku maja opublikowała bardziej pesymistyczną prognozę -1,4%. W Ministerstwie Finansów trwają obecnie prace nad aktualizacją wskaźników makroekonomicznych i budżetowych.

W obliczu niekorzystnych zmian, w postaci wzrostu zadłużenia Skarbu Państwa oraz długu pozostałych jednostek sektora finansów publicznych w kolejnych dwóch latach przy jednocześnie niższym wzroście gospodarczym, należy

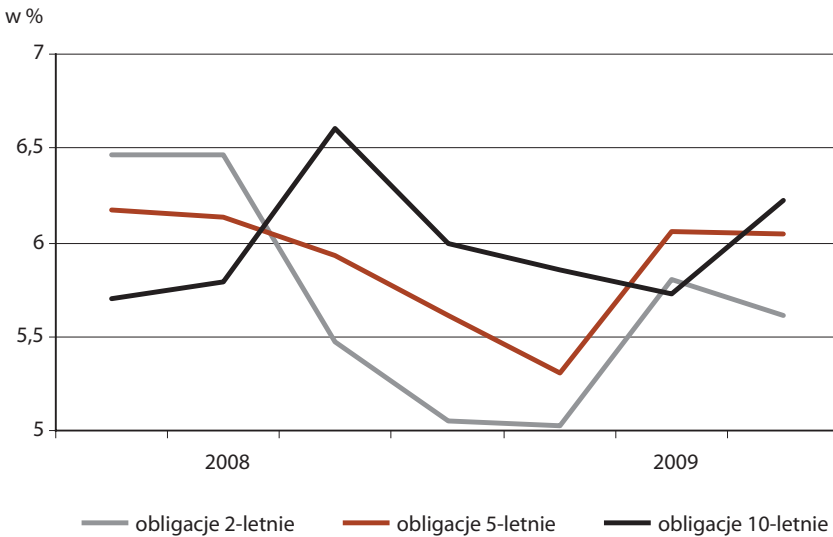
³⁴ „Biuletyn Statystyczny GUS” 2/2009, www.stat.gov.pl [dostęp: 5 maja 2009 r.].

³⁵ *Economic Forecast*, European Commission, Spring 2009, s. 95.

Należy także podkreślić, iż z roku na rok powiększa się wysokość zarówno długu potencjalnego (który w 2009 r. ma po raz pierwszy przekroczyć poziom 40 mld zł), jak i wydatków ponoszonych z tytułu wypłat w ramach udzielonych poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa, wchodzących w skład kosztów obsługi zadłużenia.

Na rok 2009 koszty obsługi długu Skarbu Państwa (czyli wydatki sztywne budżetu państwa) zaplanowano na poziomie 32,7 mld zł. Podobnie jak w latach poprzednich stanowią one zatem niemal dwukrotny poziom deficytu budżetowego. Podstawowymi czynnikami, które obecnie wpływają na wzrost głównego komponentu kosztów, czyli odsetek od emitowanych papierów skarbowych w kraju i zagranicą, jest wysoka premia za ryzyko kredytowe wymagana przez inwestorów oraz silne wahania kursowe (a w szczególności utrzymujący się od kilku miesięcy niski poziom wartości polskiej waluty).

Wykres 5. Dochodowość obligacji skarbowych w okresie styczeń 2008 r.–kwiecień 2009 r.



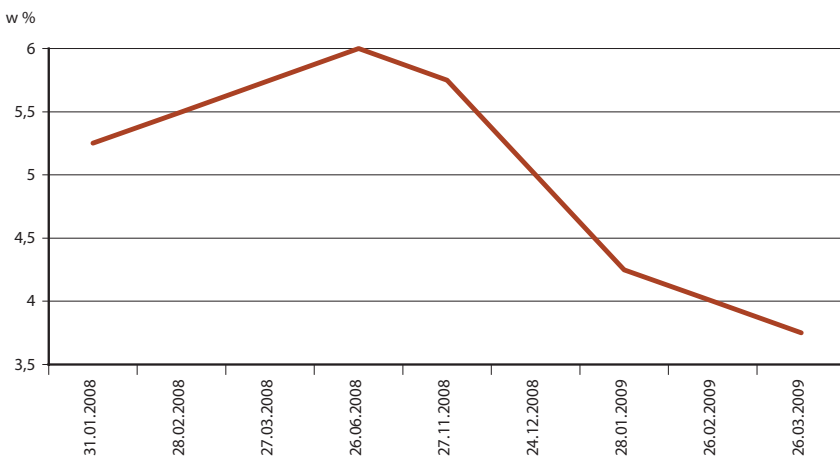
Źródło: na podstawie informacji z wyników przetargów obligacji skarbowych, www.mf.gov.pl [dostęp: 25 kwietnia 2009 r.].

Wysoka dochodowość obligacji skarbowych (wykres 5), wynosząca od 5% do 6,6%, będzie miała wpływ na podwyższenie wydatków z tytułu kosztów ich obsługi w średnim i długim terminie. Tendencja ta wymusi także konieczność

uruchomienia na większą skalę operacji umożliwiających tzw. wygładzanie (przenoszenie) ich rozkładu w czasie, czyli operacji zamiany danej serii obligacji na inną oraz swapów procentowych³⁷.

Czynnikiem, który dodatkowo mógłby wpłynąć na powiększenie poziomu kosztów od nowo zaciąganego długu, jest szybki powrót na ścieżkę wzrostu stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (wykres 6). Zatem ważne wydaje się obecnie utrzymanie jak najwyższej wiarygodności kraju przez obniżenie ryzyka kredytowego, aby w momencie pierwszych oznak ożywienia gospodarczego efekty powyższe nie nałożyły się na siebie znacząco.

Wykres 6. Stopa referencyjna w NBP w okresie styczeń 2008 r.–marzec 2009 r.



Źródło: na podstawie danych NBP, www.nbp.pl [dostęp: 25 kwietnia 2009 r.].

Nie należy także zapominać o rosnącym każdego roku deficycie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który według prognoz ZUS³⁸, opracowanych jeszcze przed wystąpieniem kryzysu w Polsce, miał wynosić w latach 2009–2010 około 54 mld zł. Jak wynika jednak z ostatnich wypowiedzi przedstawicieli ZUS,

³⁷ Swap procentowy jest umową, zgodnie z którą jedna ze stron zobowiązuje się do wymiany płatności według zmiennego oprocentowania na płatności według innego (np. stałego) oprocentowania, w określonych z góry terminach.

³⁸ *Prognoza wpływów i wydatków Funduszu Ubezpieczeń Społecznych na lata 2009–2013*, ZUS, Warszawa 2007.

spowolnienie gospodarcze będzie oddziaływało także na wpływy do FUS. Szacuje się, że konsekwencją niższego (od przyjętych przez ZUS prognoz) o jeden punkt procentowy wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń będzie zmniejszenie wpływów ze składek o prawie 2,2 mld zł³⁹.

W 2009 r. – podobnie jak rok wcześniej – dotacja budżetowa do FUS planowana jest w ustawie budżetowej na ponad 30 mld zł. Z kolei kwota refundacji dla FUS z tytułu składek do Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), czyli planowane rozchody budżetowe w ramach reformy systemu ubezpieczeń społecznych mają wynieść ponad 22 mld zł. Pozycja ta, mimo iż z zasady powinna być pokryta z przychodów z prywatyzacji⁴⁰, w większości będzie sfinansowana środkami uzyskanymi w wyniku emisji obligacji skarbowych.

Możliwe zatem warianty bieżących rozwiązań powyższych problemów FUS do zastosowania w kolejnych dwóch latach dotyczą dodatkowego zwiększenia potrzeb pożyczkowych rządu netto z tego tytułu, zaciągnięcia kredytu przez ZUS lub zwiększenia wpływów FUS przez podwyższenie emerytalnej składki ubezpieczeniowej.

Podsumowanie

Okres kryzysu, a także świadomość innych uwarunkowań ekonomicznych jest sprzyjającym momentem do refleksji nad kondycją finansów publicznych. Polska oparła się poważnym skutkom kryzysu gospodarczego na świecie, niemniej nie jest zupełnie wolna od wpływu tego globalnego zjawiska.

Dług publiczny jest zjawiskiem, w którym dostrzegalne są efekty wszystkich działań podejmowanych przez państwo. Wieloletni deficyt budżetowy, który jest jedną z przyczyn wzrostu zadłużenia państwa, a także poziom zadłużenia publicznego, obserwowane jako relacje do PKB, stają się bardziej widoczne. To właśnie spadek PKB, będący efektem wpływu zawirowań na rynkach świato-

³⁹ *Wypłata emerytur nie jest zagrożona, rozmowa z Marią Szczur, wiceprezes ZUS*, „Gazeta Prawna” z dn. 22 kwietnia 2009 r.

⁴⁰ Przychody z prywatyzacji zaplanowano w wysokości 12 mld zł przy przyjętym ich rozdysponowaniu na poziomie prawie 28 mld. Ujemne saldo z tego tytułu zostanie pokryte emisją obligacji skarbowych. W marcu 2009 roku realizacja przychodów z tytułu prywatyzacji wyniosła 382 mln zł, co stanowi 3,19% zaplanowanej kwoty brutto – dane Ministerstwo Skarbu Państwa, www.msp.gov.pl [dostęp: 28 kwietnia 2009 r.].

wych, jest podwójnym sprawcą obserwowanych trudności. Z jednej strony staje się makroekonomiczną przyczyną zmniejszania się planowanych wpływów budżetowych i prowokatorem zwiększania wydatków publicznych. Z drugiej strony jest tym czynnikiem, który spadając zwiększa skalę wzrostu obserwowanych w relacjach innych kategorii finansowych.

Ten stan rzeczy skłania rządy do podejmowania tzw. działań antykrzysowych o różnym zakresie. Jak widać na podstawie doświadczeń międzynarodowych i badań liczących się ośrodków analitycznych, nie ma gwarancji, że podejmowane działania antykrzysowe, w szczególności o charakterze stymulacji konsumpcji, przyniosą *per saldo* większe korzyści gospodarcze, takie które zrekompensują koszty ich wdrożenia. Zwiększanie w tym czasie zobowiązań publicznych będzie ciężarem w kolejnych latach. Ze względu na strukturalne cechy niemal wszystkich gospodarek (choćby np. problem demograficzny i związany z tym wzrost ciężaru systemów zabezpieczeń społecznych) udźwignięcie przyjętych teraz kolejnych zobowiązań będzie niezwykle trudne dla finansów publicznych.

Przyjęta przez Polskę strategia tzw. pasażera na gapę, tj. korzystania z zewnętrznego popytu wywołanego programami antykrzysowymi w innych krajach i oszczędnej polityki państwa, może, w przypadku gdy recesja na świecie okaże się krótkotrwała, przynieść oczekiwane rezultaty. Jeśli jednak światowa recesja będzie się przedłużać, może się okazać, że również w Polsce konieczne stanie się zwiększanie deficytu budżetowego. Pocięszające jest jednak to, że coraz więcej ekonomistów wyraża opinię, że przełamanie kryzysu można oczekiwać już pod koniec 2009 r.

Mimo pojawiających się optymistycznych prognoz, należy jednak liczyć się z tym, że presja na wzrost długu publicznego nie opuści nas jeszcze przez wiele lat. Z tej próby silniejsze wyjdą te państwa, które będą potrafiły się jej oprzeć, dokonując jednocześnie działań wyprzedzających, prowadzących do restrukturyzacji finansów publicznych. Okres kryzysu to najlepszy czas na przygotowanie koniecznych reform finansów publicznych.