

DODATEK KWARTALNY

Ryzyko refinansowania długu Skarbu Państwa w Polsce

Tomasz Uryszek

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

Pojęcie ryzyka refinansowania

Ryzyko refinansowania jest jednym z podstawowych rodzajów ryzyka związanego z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa. Dotyczy ono problemów związanych ze zgromadzeniem środków finansowych niezbędnych na spłatę wcześniej zaciągniętego długu. Jego poziom rośnie w sytuacji, w której występują trudności z pozyskaniem środków niezbędnych na obsługę zaciągniętych zobowiązań, lub co gorsza – środki te w ogóle nie mogą zostać pozyskane. Najczęściej są one pozyskiwane z kolejnych emisji skarbowych instrumentów dłużnych. W ten sposób dochodzi do tzw. rolowania emisji skarbowych papierów wartościowych. Zjawisko to jest powszechne w większości krajów. Problemy z rolowaniem długu, pociągające za sobą

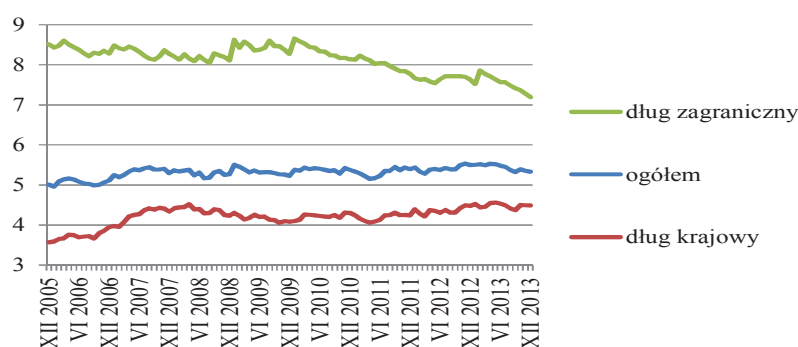
często wzrost kosztów jego obsługi oraz niekorzystne rozłożenie spłat w czasie mogą prowadzić do kryzysu finansów publicznych i problemów w całej gospodarce. Do pomiaru poziomu tego rodzaju ryzyka wykorzystuje się szereg narzędzi. Do najczęściej wykorzystywanych należą wska-

źniki przeciętej wymagalności długu oraz jego struktura terminowa.

Przeciętny okres wymagalności długu Skarbu Państwa w Polsce

Syntetyczną miarą ryzyka refinansowania długu Skarbu Państwa jest tzw. średni okres wymagalności zobowiązań (lub – zapadalności instrumentów dłużnych), *average time to maturity* – ATM. Jest to wyrażona w latach, średnia długość okresu, po którym zaciągnięty dług jest spłacany. Wysokie wartości wskaźnika przeciętej zapadalności oznaczają więc stosunkowo niskie ryzyko refinansowania. Jego poziom dla długu Skarbu Państwa w Polsce w okresie XII.2005–XII.2013 zaprezentowano na wykresie 1.

Wartości wskaźnika ATM dla polskiego długu Skarbu Państwa ogółem są relatywnie stabilne w ostatnich latach i oscylują wokół 5 lat i kilku miesięcy. Jednocześnie warto zauważyć, że dla długu zaciąganego na rynkach krajowych były



Wykres. 1. Przeciętny okres wymagalności
Skarbu Państwa w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

one znacząco niższe, niż w przypadku długu zaciąganego za granicą. Wynika to z różnic w preferowanym horyzoncie czasowym lokowania środków przez inwestorów w Polsce i za granicą. Ministerstwo Finansów dostosowuje instrumenty do oczekiwań rynku. Warto w tym miejscu zauważyć, że popyt zgłaszany na polskie skarbowe instrumenty dłużne przekracza ich podaż, co oznacza, że inwestorzy są zainteresowani zakupem naszych obligacji. Traktują je jako relatywnie bezpieczną inwestycję przynoszącą stabilny dochód. Ma to swoje odzwierciedlenie w wysokich ratingach przyznawanych Polsce przez międzynarodowe agencje.

W latach 2009–2013 przeciętny okres wymagalności zobowiązań Skarbu Państwa zaciąganych za granicą znacząco się obniżył. Jest to wynikiem kryzysu gospodarczego, towarzyszącej mu rosnącej niepewności na rynkach finansowych i – w związku z tym – skrócenia okresu, na jaki inwestorzy skłonni byli lokować swoje środki.

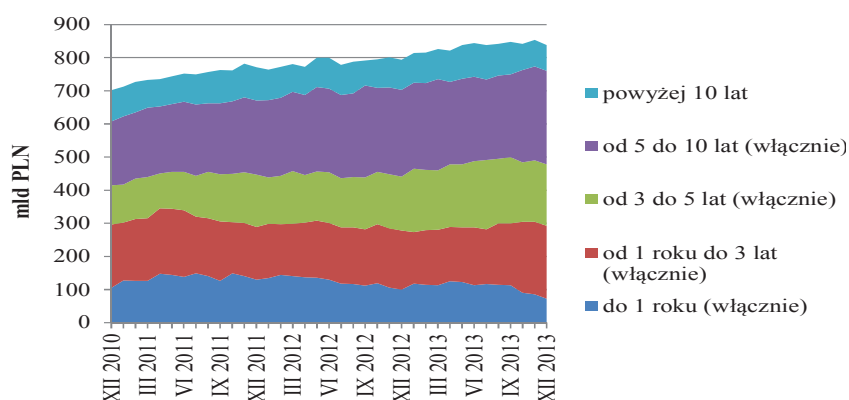
Wartości wskaźnika ATM dla Polski można uznać za bezpieczne. Kilkuletnie przeciętne terminy wymagalności zobowiązań dają Ministerstwu Finansów niezbędny czas na przygotowanie środków związanych z wykupem zapadających instrumentów. Jednocześnie wydają się na tyle krótkie, by Ministerstwo mogło prognozować zmiany zachodzące na rynku finansowym i odpowiednio na nie reagować. Należy jednak pamiętać, że wartości wskaźnika przeciętnej wymagalności informują jedynie o średnich okresach, na jaki zaciągany jest dług i ich interpretacja może być

obciążona błędem. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na terminową strukturę zobowiązań Skarbu Państwa.

Struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa

Struktura terminowa długu wywiera olbrzymi wpływ na koszty oraz sposób jego obsługi. Implikuje ponadto kolejne emisje instrumentów dłużnych, sprzedawane w celu spłaty zapadającego długu. Strukturę wymagalności zobowiązań można oceniać według kryterium wymagalności pierwotnej oraz rzeczywistej. Długie terminy wymagalności zobowiązań oznaczają niższe ryzyko refinansowania (konieczność pozyskiwania środków na spłatę wcześniej zaciągniętego długu zdarza się wtedy relatywnie rzadko). Ryzyko refinansowania wzrasta w sytuacji dużego udziału papierów krótkoterminowych w strukturze długu Skarbu Państwa oraz kumulacji spłat (wykupów) skarbowych instrumentów dłużnych.

Z punktu widzenia oceny realnego poziomu ryzyka refinansowania, szczególną uwagę należy zwrócić na drugą z nich. Informuje ona, po jakim czasie (od konkretnej daty) istniejące zobowiązania będą musiały zostać spłacone. Strukturę terminową zobowiązań Skarbu Państwa według rzeczywistych terminów ich wymagalności przedstawia wykres 2.



Wykres. 2. Struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce według rzeczywistych terminów wymagalności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

Rzeczywista struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa jest stabilna w ostatnich kilku latach. Wraz z ograniczeniem zjawiska spowolnienia gospodarczego spadło wykorzystanie instrumentów krótkoterminowych. Wzrasta natomiast stopniowo wykorzystanie instrumentów długoterminowych. W 2013 r. instrumenty,

do których wykupu (spłaty) pozostało co najmniej 5 lat, stanowiły 44% łącznej kwoty zobowiązań Skarbu Państwa. Wiąże się to z emisjami obligacji długoterminowych na coraz większą skalę. Skłania to do bardziej szczegółowej analizy działalności emisyjnej państwa związanej z instrumentami o relatywnie długich terminach wymagalności.

Wykorzystanie instrumentów dłużnych o długich terminach zapadalności

Należy pamiętać, że wykorzystywanie instrumentów o coraz dłuższych terminach zapadalności przyczynia się do zwiększenia wydatków publicznych przyszłych okresów. Są one związane z kosztami obsługi długu. Ma to wpływ na powiększanie deficytów w przyszłych budżetach i generuje większe zapotrzebowanie sektora publicznego na środki finansowe w przyszłości. Problem dotyczący tego, do jakiego stopnia można pozwolić na wydłużanie okresu zapadalności papierów wartościowych i obciążać kosztami obsługi długu przyszłe pokolenia ciągle jest dyskutowany. Wykorzystanie przez polskie władze instrumentów dłużnych o terminach zapadalności 15 lat lub dłuższych zaprezentowano w tab. 1. Analiza danych w niej zawartych wyraż-

Tabela 1. Dług Skarbu Państwa w Polsce z tytułu instrumentów o terminach zapadalności co najmniej 15 lat

Rok	15–30 lat		Powyżej 30 lat	
	mld PLN	udział w kwocie długu ogółem (%)	mld PLN	udział w kwocie długu ogółem (%)
2005	50,1	11,4	1,9	0,4
2006	43,7	9,1	6,5	1,3
2007	38,5	7,6	7,7	1,5
2008	44,5	7,7	10,1	1,7
2009	50,9	7,9	17,9	2,8
2010	63,4	8,6	18,5	2,5
2011	81,5	10,0	21,2	2,6
2012	85,3	10,1	19,0	2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

nie wskazuje na wzrost kwot zadłużenia związanych z instrumentami o bardzo długich terminach zapadalności. Dług Skarbu Państwa z tytułu instrumentów wyemitowanych na ponad 30 lat wzrósł dziesięciokrotnie w latach 2005–2012. Ich udział w łącznej kwocie zobowiązań skarbowych nie jest wysoki, lecz także

znacząco wzrósł w ciągu tego okresu. Wartość długu o terminach wymagalności między 15 a 30 lat wzrosła o 70%, a jego udział w zadłużeniu Skarbu Państwa oscyluje wokół 10%. Kwoty tego zadłużenia są więc znaczące i stale rosną.

Będzie to miało negatywne skutki dla przyszłych budżetów przez wiele lat. Ponadto, przy tak długich okresach wymagalności zobowiązań, pojawia się problem obciążania długiem przyszłego pokolenia. Część bieżącej konsumpcji będzie finansowana właśnie przez przyszłe pokolenie.

Podsumowanie

Sumując można stwierdzić, że wzrost kwot zadłużenia Skarbu Państwa nie spowodował wzrostu poziomu ryzyka refinansowania. Wartości wskaźnika ATM oraz rzeczywista struktura terminowa długu są na stabilnym poziomie i nie zmienił tego nawet okres spowolnienia gospodarczego. Należy jednak zwrócić szczególną uwagę na przyrost zobowiązań o bardzo długich terminach wymagalności. Będą one stanowiły obciążenia dla wielu przyszłych budżetów i mogą częściowo dotyczyć nawet przyszłego pokolenia.

Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w 1. kwartale 2014 r.

Artur Zimny

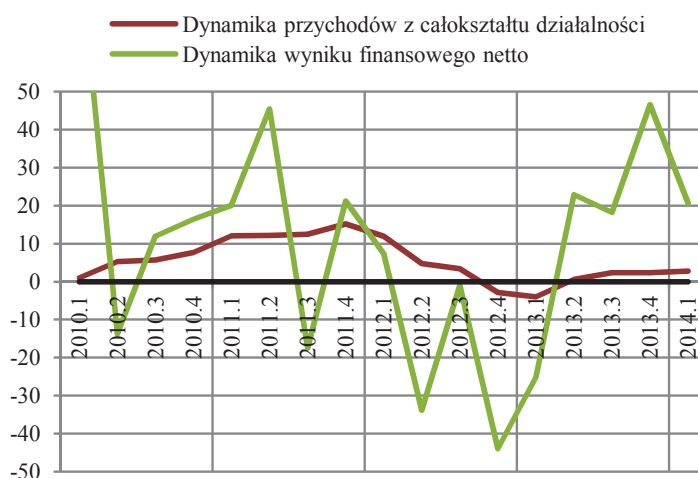
Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

Podsumowanie roku 2013 w zakresie przychodów z całokształtu działalności przedsiębiorstw niefinansowych wypada słabo: wzrosły one jedynie o 0,4% w stosunku do całego roku 2012; w poprzednich latach były to wyraźnie lepsze wyniki (zwłaszcza w roku 2011, w którym odnotowano wzrost przychodów rocznych o 13%). Bardziej optymistyczny obraz dają wskaźniki kwartalne: w ostatnich trzech kwartałach notowane są przychody o 2,3% – 2,7% wyższe niż w analogicznych okresach rok wcześniej (co oznacza wzrost realny, bowiem inflacja nie przekracza 1%, a wskaźnik wzrostu cen produkcyjnych jest wręcz ujemny). Przyrost przychodów wykazały wszystkie ważniejsze sekcje gospodarki, z wyjątkiem energetyki, która już w drugim z rzędu kwartale notuje ich spadek. Większe niż przed rokiem przychody wykazało nawet mocno dotknięte niedawnym spowolnieniem budownictwo (jeszcze w 4. kwartale 2013 r. dynamika ta była w tej sekcji ujemna).

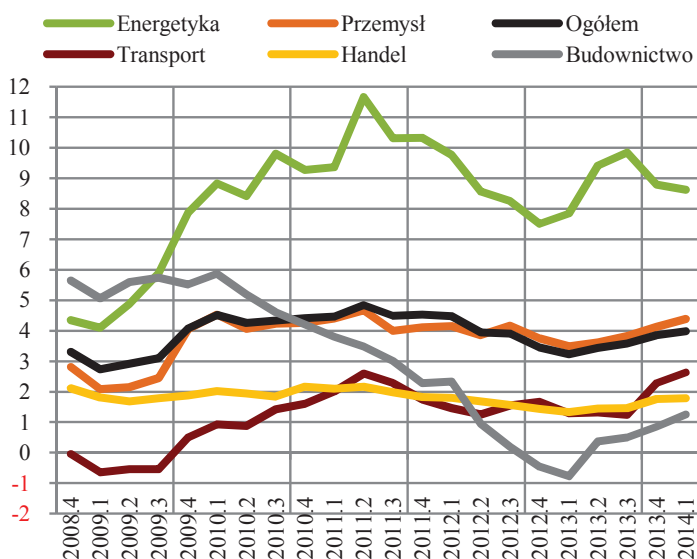
Wzrosty przychodów notowane ostatnio przez przedsiębiorstwa nie są co prawda oszałamiające (zwłaszcza jeśli porównać je ze

wspomnianą dynamiką w roku 2011), ale należy podkreślić wyraźną stabilność pozytywnej tendencji – utrzymuje się ona już przez pełny rok.

Dodatnia dynamika odnotowywana jest także w czwartym kwartale z rzędu na poziomie wyniku finansowego. Ożywienie



Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych
[analogiczny kwartał roku poprzedniego = 0]



Wykres 2. Rentowność obrotu netto
za ostatnie 4 kwartały [w %]

gospodarcze, sygnalizowane danymi w poprzednich kwartałach, staje się więc trendem potwierdzonym. Widoczne jest to również w dynamice wzrostu PKB, którego realny, wyrównany sezonowo wzrost w 1. kwartale 2014 r. wyniósł (według wstępnych szacunków) 3,5% – jest to wynik najwyższy od dwóch lat.

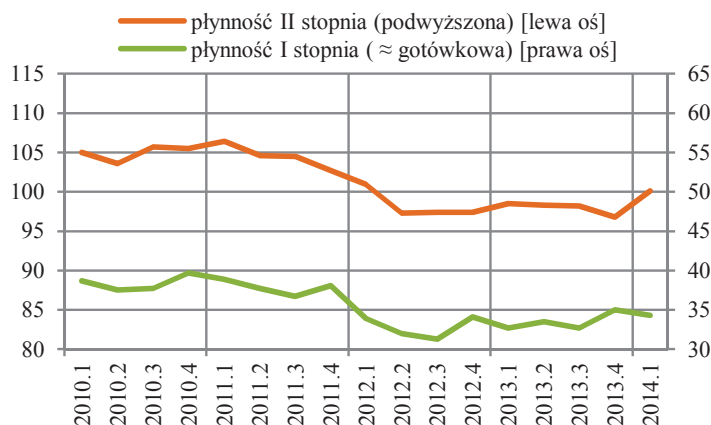
Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały (pozwalająca śledzić zmiany rentowności z kwartału na kwartał bez zniekształcenia sezonowości) wykazuje od początku 2013 r. stabilny trend wzrostowy, najświeższa wartość to 4,0%. Rentowność ogółem jest determinowana

przez dominującą wartościowo sekcję przemysłową, stąd bardzo zbliżone wartości tych wskaźników. Zyskowność znacznie wyższą od średniej wykazuje energetyka, dla której wskaźnik jednak nieco spadł (do 8,6% za ostatnie 4 kwartały), inne branże notują zyskowność niższą od przeciętnej, ale również rosnącą (w tym także budownictwo, którego rentowność za ostatnie cztery kwartały wyniosła 1,3%).

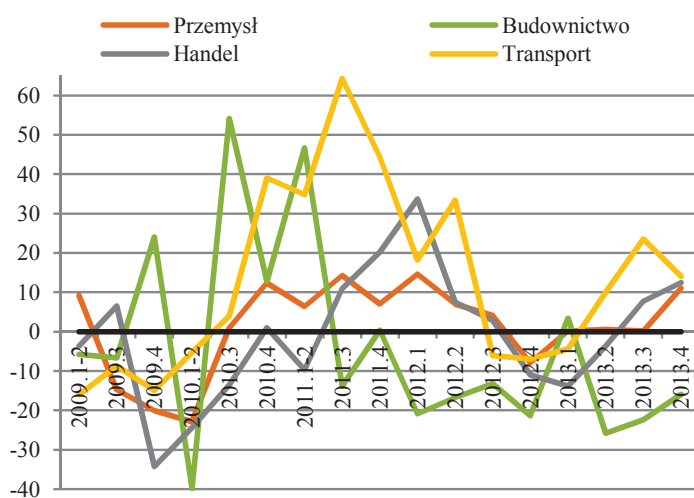
Płynność przedsiębiorstw jest ciągle jeszcze daleka od wysokich poziomów z roku 2010, ale można już dostrzec pewną poprawę, zarówno w płynności II stopnia

(100,1 % na koniec 1. kwartału 2014 r.), jak i I stopnia (34,3%). Tradycyjnie wysoką płynność wykazuje branża energetyczna (odpowiednio 137,6% oraz 68,7%), a niską – branża handlowa (74,7% i 19,6%).

Nakłady inwestycyjne ogółem w 4. kwartale 2013 r. były o niemal 12% wyższe niż w 4. kwartale 2012 r. i był to trzeci z kolei kwartał o nakładach wyższych niż rok wcześniej; co więcej, dynamika tych wzrostów też jest coraz wyższa. Z głównych sekcji gospodarki dalszy spadek inwestycji wykazuje jedynie budownictwo (nakłady niższe o 16% w porównaniu z 4. kwartałem 2012 r.). Impulsem motywującym do podejmowania inwestycji jest zapewne poprawa nastrojów społecznych (wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej, choć wciąż ujemny, wykazuje ciągły wzrost od początku 2013 r.), sprzyja im również tani pieniądź (Wibor 3M od czerwca 2013 r. utrzymuje się stale poniżej poziomu 2,75%).



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [analogiczny kwartał (półrocze) roku poprzedniego = 0]

Dodatkowym bodźcem inwestycyjnym będzie niewątpliwie dofinansowanie unijne z nowych programów (Perspektywa 2014–2020), których uruchomienia oczekuje się jeszcze w tym roku. Pewne obawy

dotyczące kondycji polskich firm (przynajmniej niektórych branż, np. energetycznej, mięsnej) może natomiast rodzić niestabilna sytuacja w relacjach z Rosją w związku z kryzysem ukraińskim.

Koniunktura giełdowa

Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

Na warszawskiej giełdzie trend wzrostowy, trwający w drugim półroczu 2013 r., uległ zatrzymaniu. Obecna korekta zredukowała rentowność inwestycji, na 30.05.2014 stopa zwrotu z indeksu WIG wynosiła 10,4% w skali ostatnich 12 miesięcy, –3,2% w skali kwartalnej oraz 0,3% w samym maju 2014.

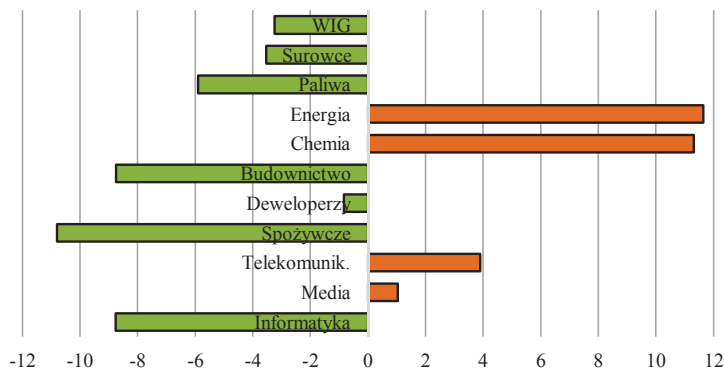
Ostatnie zmiany WIGu nie tworzą jeszcze wyraźnego nowego trendu, ale można dostrzec kształtującą się formację trójkąta zwężającego. Uważa się, że dalsze zachowanie kursu (kontynuacja wzrostów lub wejście w trend spadkowy) będzie sygnalizowane wyjściem kursu z tej formacji (odpowiednio, górą lub dołem), przy czym za bardziej prawdopodobną uznaje się kontynuację trendu (w tym przypadku – wzrostowego).

Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy branżami wzrostowymi okazały się: telekomunikacja (33,7% stopy zwrotu), media (29,7%) oraz energetyka (20,2%), przy czym tylko ta ostatnia wykazuje nadal wyraźny trend wzrostowy. W ostatnich trzech miesiącach oprócz energetyki wzrosty wykazuje też

branża chemiczna, natomiast do dołączających indeksów firm budowlanych dołączyły branże spożywcza i informatyczna. W ostatnich dwóch miesiącach „nieśmiało” wzrosty odnotowują też branże surowcowa oraz deweloperska, przy czym ta ostatnia charakteryzuje się częstymi znacznymi skokami kursów, dlatego jej wyższe od WIG stopy zwrotu za ostatni miesiąc czy dwa (odpowiednio 1,8% oraz 2,0%) trudno uznać za wystarczająco wiarygodny prognostyk inwestycyjny.



Wykres 1. WIG w okresie 03.06.2013–30.05.2014
[dane za: Stooq.pl]



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksu WIG i indeksów branżowych w okresie 28.02.2014–30.05.2014
[w %; dane za: Stooq.pl]

Sytuacja gospodarcza w Polsce na koniec 1. kwartału 2014 r.

Michał Zygmunt

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania
Gospodarczego 4Future, Uniwersytet Łódzki, Wydział
Ekonomiczno-Socjologiczny

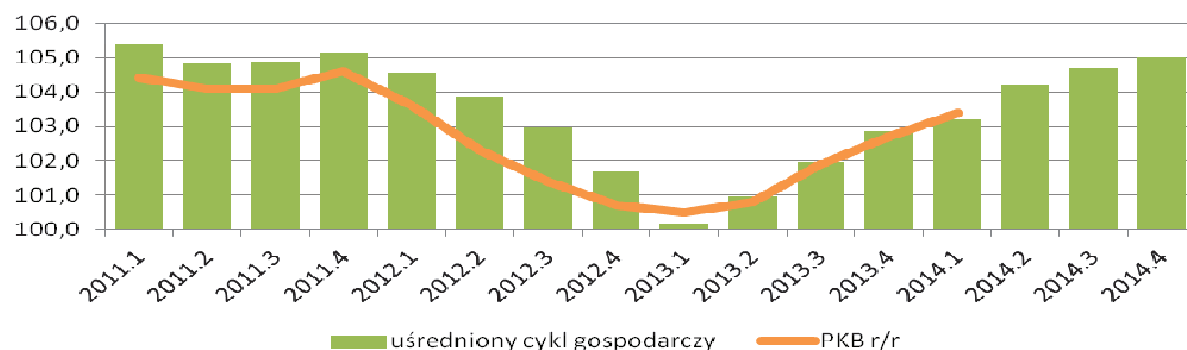
Wzrost gospodarczy

Ostatnie miesiące mijają pod znakiem ożywienia gospodarczego w Polsce. Dynamiczny wzrost koniunktury ma miejsce – tak jak przewidywało wielu ekonomistów – od drugiej połowy 2013 r. W IV kwartale ubiegłego roku wzrost PKB wyniósł 2,7%, natomiast w całym 2013 roku PKB Polski wzrósł realnie o 1,6%. Odczyt PKB za I kwartał 2014 r. był jeszcze lepszy i wyniósł 3,4%. Na wzrost gospodarczy decydującego wpływu nie ma już saldo obrotów z zagranicą (0,5 p.p. udziału we wzroście), ale przede wszystkim popyt wewnętrzny – indywidualny (1,7 p.p. udziału we wzroście) i publiczny (0,1 p.p. udziału we wzroście) oraz inwestycje w środki trwałe (1,2 p.p. udziału we wzroście). Jedyną składową, która pomniejszyła wzrost PKB w I kwartale 2014 r. były inwestycje w środki obrotowe (–0,1 p.p. udziału we wzroście). Wartym zauważenia jest fakt, że obecny wzrost jest bezinflacyjny co na pewno przyczynia się do poprawy sytuacji finan-

sowej gospodarstw domowych. W 2014 r. konsensus rynkowy wzrostu PKB wynosi od 3% do 3,5%. Po I kwartale możemy stwierdzić, że jest to realne założenie. Za ziszczeniem się takich prognoz przemawia wiele przesłanek.

Produkcja przemysłowa rośnie od początku roku w średnim tempie 5% przy jednoczesnym spadku cen producentów w średnim tempie –1,2%. Poprawia się sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Z badań GUS dotyczących koniunktury w przemyśle wynika, że coraz więcej firm pozytywnie ocenia swoją obecną i przyszłą pozycję finansową. PMI czyli indeks aktywności ekonomicznej przedsiębiorstw wytwórczych utrzymuje się od początku roku powyżej wartości 50, co oznacza rozwój sektora. Jednakże w kwietniu PMI spadł nieoczekiwanie z poziomu 55,9 punktów do 52 punktów. Jest to spowodowane zmniejszoną produkcją i ilością nowych zamówień w części ankietowanych przedsiębiorstw. Na tym samym poziomie w większości przedsiębiorstw pozostaje zatrudnienie i ceny sprzedaży.

Sprzedaż detaliczna również rosła w I kwartale 2014 r. w średnim tempie 5%. W marcu jednak odnotowano wzrost o wiele niższy od przewidywań ekspertów.



Wykres 1. Wzrost Produktu Krajowego Brutto i uśrednionego PKB

Źródło: opracowanie własne, dane GUS.

Prawdopodobnie było to spowodowane jedynie efektem bazy. Kwietniowy odczyt wykazał już wzrost sprzedaży detalicznej na poziomie ponad 10% w stosunku do roku poprzedniego. Badania ufności konsumenckiej prowadzone przez GUS pokazują najlepsze dane od wielu lat.

Za spełnieniem się prognoz analityków dotyczących tegorocznego wzrostu PKB przemawiają nie tylko podstawy makroekonomiczne, ale również historyczne kształtowanie się tego wskaźnika. Prognozy bazujące na ekstrapolacji przebiegu dotychczasowych cykli gospodarczych w Polsce (por. wykres 1) wskazują, że w całym 2014 r. odczyty kwartalne wzrostu PKB będą rosły.

Rynek pracy

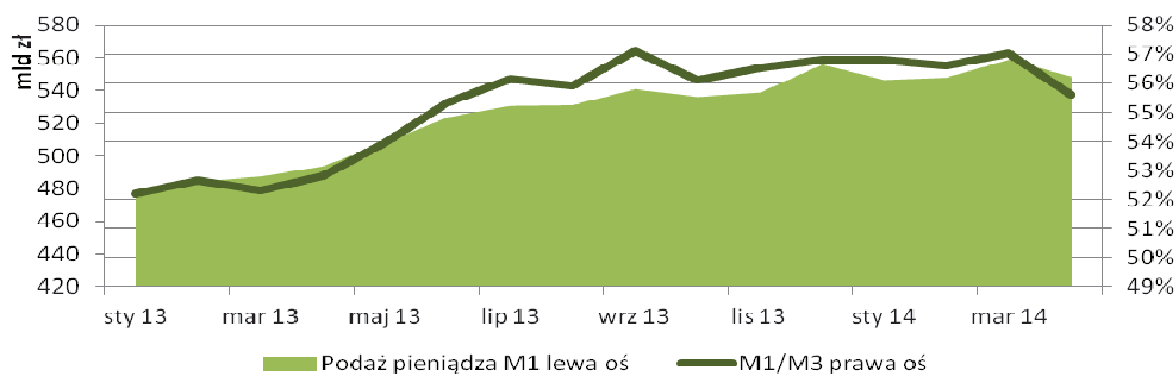
Poprawa sytuacji gospodarczej jest widoczna na rynku pracy. Wprawdzie przeciętne zatrudnienie w 2013 r. było o 1% niższe niż w roku poprzednim, to obecnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw od początku bieżącego roku rośnie i w kwietniu wyniosło 5 515 tys. osób. Jest to najlepszy wynik od końca 2012 r. Największy wzrost zatrudnienia obserwuje się wśród producentów mebli, samochodów oraz wyrobów z tworzyw sztucznych. Stopa bezrobocia rejestrowanego maleje i to nie tylko ze względu na czynniki sezonowe. Można zaobserwować odwrócenie się trendu wzrostu liczby bezrobotnych – spadek o 7,8% w kwietniu w stosunku do kwietnia ubiegłego roku. Przy tak szybkim spadku bezrobocia można oczekiwać, że minimalna stopa w 2014 r. wyniesie poniżej 12,5%, a liczba bezrobotnych w sezonie letnim spadnie poniżej 2 mln. Płace rosną w szybkim tempie. W marcu przeciętne wynagrodzenie przekroczyło już 4 tys. zł. Wynagrodzenia rosną we wszystkich sektorach gospodarki – najbardziej w transporcie, budownictwie i przetwó-

stwie przemysłowym. Dzięki niskiej stopie wzrostu cen rośnie siła nabywcza gospodarstw domowych. Przy jednoczesnym wzroście średniej płacy, spadku liczby bezrobotnych rośnie wydajność pracy. W sektorze przedsiębiorstw wzrosła ona w 2013 r. o 3,2% w stosunku rocznym. Wzrosła też liczba godzin przepracowanych przez zatrudnionych w 2013 r. Ogółem jeden zatrudniony w ubiegłym roku przepracował przeciętnie 1692 godziny.

Inflacja i stopy procentowe

Inflacja od kilku miesięcy utrzymuje się na niskim poziomie poniżej celu inflacyjnego NBP. Taka sytuacja występuje po raz pierwszy w polskiej gospodarce po transformacji. Również podstawowa stopa procentowa NBP utrzymywana jest na historycznie najniższym poziomie. RPP zapowiedziała, że stopa referencyjna pozostanie niezmienną do końca III kwartału 2014 r. W sytuacji, gdy inflacja będzie pozostawała na niskim poziomie najprawdopodobniej do końca roku nie będzie podwyżek stóp procentowych. Obserwując kwotowania kontraktów FRA na Wibor 3M możemy wywnioskować, że rynek również nie spodziewa się podwyżek stóp. Kontrakty 9x12 są kwotowane na poziomie 2,8%, natomiast w pierwszym kwartale 2014 r. średni poziom Wibor 3M wyniósł 2,7%.

Na wzrost cen w wakacje nie powinny mieć wpływu ceny roślin uprawnych. Z badań GUS wynika, że większość upraw przezimowało zdecydowanie lepiej niż w roku ubiegłym, przy czym powierzchnia upraw była na tym samym poziomie co w roku poprzednim. Najmniejszy odczyt wskaźnika CPI zanotujemy prawdopodobnie w lipcu. Wynika to z efektu bazy – w zeszłym roku w lipcu weszły w życie opłaty za wywóz śmieci co spowodowało skokowy wzrost CPI.



Wykres 2. Podaż pieniądza M1 i jego udział w ogólnej podaży

Źródło: opracowanie własne, dane NBP.

Niskie stopy procentowe przekładają się na niższe oprocentowanie kredytów i depozytów. Od początku roku obserwujemy znaczny wzrost podaży pieniądza M1. Jest to zgodne z ogólną teorią popytu na pieniądź, tj. im mniejsza cena pieniądza, tym większy popyt. W ostatnich miesiącach stopniowo rósł również udział podaży pieniądza M1 w ogólnym, najszerszym agregacie tj. M3. Niektórzy analitycy twierdzą, że obserwowana sytuacja, zwiększonej podaży „gorącego pieniądza” napędzającego gospodarkę, może być oznaką, że wkrótce możemy oczekiwać szczytu obecnego ożywienia gospodarczego.

Finanse publiczne

Zadłużenie Skarbu Państwa w I kwartale 2014 r. spadło po umorzeniu 29 serii obligacji na łączną sumę 126,1 mld zł (kwota ta odpowiada 7,7% PKB Polski za 2013 r.). Były to obligacje znajdujące się w posiadaniu Otwartych Funduszy Emerytalnych. Umorzenie obligacji spowodowało, że obecnie już 60% długu Skarbu Państwa znajduje się w posiadaniu nierezydentów. Uzależnienie się od zagranicznego kapitału może być ryzykowne z punktu widzenia refinansowania długu. W wyniku tej operacji państwowy dług publiczny w stosunku do PKB znacznie spadnie. Spowoduje to oddalenie się od progów ostrożnościowych

zapisanych w ustawie o finansach publicznych, których przekroczenie powoduje wprowadzenie procedur sanacyjnych.

Na rynku wtórnym polskich obligacji skarbowych obserwujemy znaczny wzrost cen. Rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa spadła poniżej 4% z poziomu 4,75% odnotowanego pod koniec stycznia. Rentowność obligacji na rynku wpływa na koszt rolowania długu. Nowe emisje obligacji są plasowane z rentownością od 3,4% (obligacje 5-letnie) do 4,2% (10-latki). Wzrost zainteresowania obligacjami skarbowymi jest obserwowany również wśród innych krajów zaliczanych do grupy emerging markets. Papiery skarbowe Turcji, Węgier oraz Czech również drożeją. Warty zauważenia jest fakt, że Polska ma jedną z najniższych rentowności obligacji w naszym regionie geograficznym.

Perspektywy na przyszłość

Obecnie wydaje się, że przyszła sytuacja gospodarcza zależy m. in. od poziomu inflacji, a w konsekwencji od stóp procentowych NBP. Ewentualny wzrost stóp procentowych ograniczyłby akcję kredytową. Jednak nie powinno mieć to decydującego wpływu na wzrost gospodarczy. Przede wszystkim dlatego, że inwestycje w najbliższym okresie będą napędzane

m. in. przez wehikuł inwestycyjny Skarbu Państwa – Polskie Inwestycje Rozwójowe. Zaakceptowano już 5 projektów inwestycyjnych o wartości 4,93 mld zł przy szacunkowym udziale PiR około 1,5 mld zł. Nie należy również zapominać o fakcie, że na rozwój Polski wpływa rozwój gospodarczy w krajach Unii Europejskiej i w Stanach Zjednoczonych oraz prowadzona przez EBC i FED ekspansywna polityka pieniężna. Nie wszy-

scy ekonomiści dzielą optymistyczne prognozy rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce. Wskazuje się przede wszystkim na zagrożenia płynące z wschodniej granicy. Jednak zmniejszony eksport na wschód powinien zostać skompensowany zwiększoną ekspansją polskich przedsiębiorstw za zachodnią granicą. Pewne jest, że pod wieloma względami rok 2014 będzie lepszy od roku ubiegłego.

Nowe narzędzia komunikacji banków centralnych z otoczeniem finansowym (forward guidance)

Andrzej Bugus

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Zakład Bankowości

Polityka pieniężna banków centralnych w ostatnich latach uległa zasadniczym zmianom. Przede wszystkim uznana została za ważny element prorozwojowego oddziaływania na gospodarkę. Stała się instrumentem pobudzania koniunktury. Szczególnym impulsem tej zmiany był kryzys finansowy i spadek wzrostu gospodarczego w warunkach bardzo niskich stóp procentowych w wysoko rozwiniętych gospodarkach. To szczególne sprzężenie zjawisk recesyjnych i monetarnych ograniczyło możliwości wykorzystywania konwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, w tym przede wszystkim obniżania stóp procentowych. Skłoniło to banki centralne do stymulowania gospodarki poprzez:

- zwiększenie płynności sektora finansowego poprzez zakup aktywów finansowych określane jako polityka ilościowego poluzowania (quantitative easing);
- poszerzenie zakresu i narzędzi komunikacji z instytucjami finansowymi

w zakresie przewidywanej polityki monetarnej w przyszłości (forward guidance).

Nowym zjawiskiem w zmienionej polityce pieniężnej stała się większa transparentność i przewidywalność nie tylko aktualnych działań banków centralnych, ale również zmniejszenie niepewności dotyczącej kształtowania się parametrów monetarnych w przyszłości. Można więc przyjąć, że forward guidance to komunikowanie przez banki centralne otoczenia finansowego, jaką politykę pieniężną zamierzają prowadzić w dłuższym horyzoncie czasowym. Deklaracje te mogą dotyczyć zarówno stóp procentowych, jak i skali luzowania ilościowego. To nowe zjawisko komunikowania się banków centralnych z otoczeniem gospodarczym traktować należy jako istotny element wspierania koniunktury poprzez zmniejszenie ryzyka dzięki zakotwiczeniu oczekiwań podmiotów gospodarczych dotyczących przede wszystkim kosztu kapitału i płynności finansowej.

W dotychczasowych praktycznych działaniach banków centralnych wykorzystujących stabilizacyjną rolę forward guidance wyróżnić można trzy modele:

1/ Jakościowy forward guidance, który polega na ogólnym określeniu okresu prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej (np. „polityka może pozostać akomodacyjna przez znaczny okres”). Właściwością takiej komunikacji jest pozostawienie bankom centralnym dużego pola możliwych wyborów. Z drugiej strony jej wartość informacyjna dla otoczenia nie ma dużego znaczenia.

2/ Forward guidance na czas określony. Bank centralny wskazuje datę, do której prawdopodobnie polityka pieniężna nie ulegnie zmianie. Jest to komunikacja jednoznaczna w interpretacji, ale ogranicza możliwość elastycznego dostosowania instrumentów monetarnych do zmieniających się uwarunkowań makroekonomicznych (np. ożywienia gospodarczego, wzrostu inflacji itp.)

3/ Warunkowy forward guidance. Polega na wskazaniu przez bank centralny warunków ekonomicznych (rynkowych), które muszą być spełnione, aby był uzasadniony wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej (głównie podniesienie stóp procentowych). W praktyce stosujące ten model banki centralne wybierają najczęściej poziom stopy bezrobocia lub wskaźnik inflacji. I tak np. Fed przyjął w grudniu 2013 r. warunki utrzymania niskich stóp procentowych przynajmniej na czas, gdy stopa bezrobocia będzie powyżej 6,5 %, a prognozowana inflacja w horyzoncie 1–2 lat nie przekroczy poziomu 2,5% (0,5% powyżej celu inflacyjnego 2%).

Dotychczas nowe narzędzia komunikowania szczególnie zaznaczają się w funkcjonowaniu Fed, Banku Anglii oraz EBC. Są one alternatywne i wybór konkretnego modelu zależy od specyficznych warunków funkcjonowania konkretnej gospodarki. Niemniej jednak model warunko-

wego prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej ma szczególne znaczenie, gdyż ogranicza arbitralność decyzji banków centralnych i w sposób bardziej spójny łączy restrykcyjność polityki pieniężnej z cyklem koniunkturalnym. Model ten jest najbardziej wykorzystywany w polityce monetarnej Fed i Banku Anglii, w których wyznaczniki rynku pracy i inflacji stały się głównymi jej determinantami.

W Polsce, po obniżeniu w lipcu 2013 r. stóp procentowych do najniższego poziomu, RPP zdecydowała o wprowadzeniu forward guidance w ograniczonym zakresie. Wykorzystano model określania terminu, do którego polityka pieniężna nie ulegnie zmianie. W lipcu 2013 r. ogłoszono, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do końca 2013 r., a w listopadzie przedłużono ten termin do końca półrocza 2014 r. Deklarowane półroczne terminy stabilizacji polityki pieniężnej świadczą o dużej ostrożności wprowadzenia nowych narzędzi komunikowania się NBP.

Wynikać to może z trzech powodów:

- oczekiwanego wyraźnego ożywienia gospodarczego i możliwości wzrostu inflacji,
- względnej stabilności systemu finansowego w Polsce,
- polaryzacji poglądów członków RPP dotyczących roli polityki pieniężnej w oddziaływaniu na koniunkturę gospodarczą i stabilizującą systemu finansowego.

Mimo specyfiki tych uwarunkowań sam mechanizm komunikowania się banku centralnego z otoczeniem finansowym stał się trwałym elementem realizowanej polityki pieniężnej w Polsce.

Zmiany w świecie finansów (podatków)

Radosław Witczak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Instytut Finansów

Ustawa o podatku od towarów i usług (dalej VAT) jest bardzo często nowelizowana. Jedną z ostatnich ważnych dla praktycznie wszystkich podatników zmian weszła w życie 1 kwietnia 2014 r. Nowości dotyczą reguł odliczania podatku naliczonego w związku z korzystaniem z samochodów zakupionych dla potrzeb prowadzonej działalności. Idea wprowadzenia nowych przepisów jest spowodowana faktem, że przedsiębiorcy szczególnie prowadzący działalność w niewielkim zakresie wykorzystują nabyte samochody nie tylko na przejazdy firmowe, ale także na własne prywatne potrzeby. Używanie składników majątkowych na cele prywatne powinno wiązać się z jego opodatkowaniem, ewentualnie ograniczeniem prawa do odliczania podatku naliczonego. Zagranicą występują różne sposoby ujęcia skutków wykorzystania samochodu firmowego na prywatne cele. W Polsce zdecydowano się na wprowadzenie ograniczeń w odejmowaniu podatku naliczonego związanego z zakupami. Na przestrzeni lat 1993–2014 reguły odliczania podatku naliczonego zmieniały się wielokrotnie. Zmieniały się również definicje określające jakie pojazdy uważane są za samochody osobowe, a jakie za ciężarowe. Zaklasyfikowanie danego pojazdu do kategorii samochodów ciężarowych dawało uprawnienia do zwiększenia odpisu podatku naliczonego.

Od 1 kwietnia 2014 r. określono nowe zasady odliczeń podatku naliczonego. Wskazano rodzaje samochodów ciężarowych oraz różnych pojazdów, których nabycie daje prawo do pełnego odliczenia podatku zawartego w fakturze. Zarazem dla samochodów osobowych w rozumieniu regulacji VAT wprowadzono do wyboru dwie opcje: odliczenie całościowe lub częściowe. Przy odliczeniu całościowym przyjmuje się, że podatnik wykorzystuje samochód jedynie na cele firmowe, a nie korzysta z przejazdów prywatnych. Wówczas istnieje możliwość pełnego odliczenia podatku naliczonego. Warunkiem pełnego odliczenia jest jednak prowadzenie ewidencji przebiegu pojazdu według zasad określonych w przepisach. W przypadku odliczenia częściowego podatnik ma prawo do odliczenia 50% podatku naliczonego związanego z zakupem oraz używaniem samochodu. Przyjmuje się bowiem założenie, że pojazd może być użytkowany dla potrzeb prywatnych. Zamiana sposobu użytkowania samochodu z firmowego na prywatny powoduje obowiązek skorygowania odliczonego podatku VAT, czyli utraty prawa do pełnego stu procentowego odliczenia (por. art. 86a VAT). Istnieje ryzyko, że każde prywatne (nawet jednokrotne) użycie samochodu spowoduje brak pełnego odliczenia. Należy także zauważyć, że dla samochodów o wartości powyżej 15.000 zł przewidziano specjalne zasady przeprowadzania korekty rocznej podatku naliczonego w związku ze zmianą przeznaczenia samochodu (art. 90b VAT).