

Zofia Jankiewicz, Łukasz Postek  
Katarzyna Puchalska  
Agnieszka Sawicka, Izabela Tymoczko

## NOTATKA

# Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I kw. 2013 r.

### Streszczenie

*Na początku 2013 r. sytuacja sektora przedsiębiorstw uległa dalszemu pogorszeniu w relacji do analogicznego okresu ub.r. Kolejny kwartał, choć w umiarkowanym tempie malały wpływy ze sprzedaży, a w efekcie tego również zyski z działalności podstawowej. Silniejszy negatywny wpływ na rentowność miały spadki wyniku na operacjach finansowych, związane głównie ze zwiększeniem ujemnych różnic kursowych. Obserwowane w I kw. spadki zysków nie były jednak tak silne jak pod koniec 2012 r., a w przypadku niektórych kategorii finansowych można wręcz mówić o pewnej poprawie w ujęciu kwartalnym. Trudno jednak na razie ocenić, czy była to korekta, czy też mamy do czynienia z oczekiwanym odwróceniem tendencji spadkowych, zwłaszcza że część wskaźników nadal się pogarszała.*

*Spadek przychodów sektora przedsiębiorstw wynikał przede wszystkim z malejących wpływów ze sprzedaży krajowej, natomiast wpływy ze sprzedaży zagranicznej nadal rosły, a ich dynamika przyspieszyła. Dzięki rosnącym przychodom sytuacja eksporterów jest ciągle wyraźnie lepsza niż pozostałych przedsiębiorstw, choć spadek zysków obserwowany był również przez firmy sprzedające na eksport.*

*Wzrost sprzedaży pozwolił eksporterom utrzymać dodatnią dynamikę zatrudnienia i płac. Mimo to, w całym sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie spadło, a spadek ten był głębszy niż w poprzednim kwartale.*

*Przedsiębiorstwa dostosowują się do słabszej koniunktury m.in. poprzez redukcję kosztów, co przyspiesza jeszcze spadek cen produkcji przemysłowej. W I kw. większość głównych składowych kosztów sprzedaży zmniejszyła się w ujęciu nominalnym, w tym niższe były koszty surowców i materiałów, wydatki na zakup usług obcych oraz koszty towarów zakupionych w celu dalszej sprzedaży. Natomiast tempo wzrostu płac, choć słabsze niż w poprzednim kwartale, pozostało na niewielkim plusie.*

*Na początku 2013 r. nakłady sektora przedsiębiorstw na inwestycje w dalszym ciągu malały. Spadek ten był jednak znacznie słabszy niż w IV kw. 2012 r. Najbardziej zmniejszyły się nakłady na maszyny i urządzenia oraz środki transportu, wzrosły zaś nakłady na zakup budynków i budowli oraz narzędzia i drobniejszy sprzęt. Po obserwowanych w całym 2012 r. spadkach zwiększyła się również wartość kosztorysowa inwestycji nowo rozpoczętych, przy czym o ile wcześniej większe kwoty przeznaczano na inwestycje modernizacyjne, o tyle w I kw. wzrost dotyczył ogółu planowanych wydatków, a zatem można przypuszczać, że również inwestycje w rozbudowę potencjału firm. Wskazuje to na możliwość poprawy popytu inwestycyjnego w najbliższych kwartałach.*

*Dynamika inwestycji krótkoterminowych, w tym zarówno środków pieniężnych, jak i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu pozostała ujemna, ale skala spadków wyhamowała. W I kw. płynność w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na bezpiecznym poziomie. Niemniej dalsze silne spadki płynności obserwowane były w obrębie branż odznaczających się w poprzednich latach wyraźną nadpłynnością, w tym zwłaszcza w górnictwie oraz energetyce.*

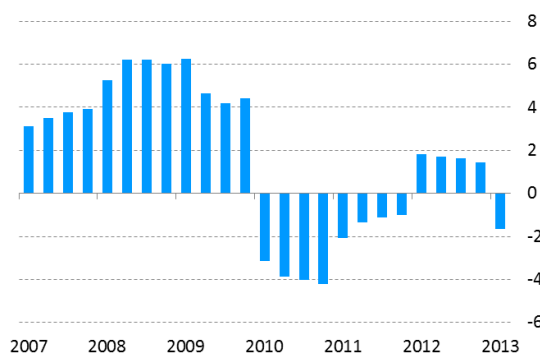
*W I kw. odnotowano wzrost popytu na kredyt bankowy, w tym zarówno długoterminowy, jak i do roku czasu. Dynamika zobowiązań wobec banków najbardziej wzrosła w sekcjach, gdzie odpływ zakumulowanych środków pieniężnych był największy. Skala zadłużenia sektora przedsiębiorstw niezmiennie pozostaje na bezpiecznym poziomie.*

*Wyraźnie zmniejszyła się liczba firm sprawozdających się do GUS. Wpływ na to mógł mieć zarówno spadek liczby zatrudnionych osób (powodujący zmianę bądź ustanie obowiązku sprawozdawczego), jak i zwiększona liczba bankructw.*

## 1. Rentowność i jej determinanty

### Demografia przedsiębiorstw

W I kw. 2013 r. liczebność populacji F-01/I-01 zmniejszyła się o 1,6% r/r (por. Rys. 1). Ponieważ występuje pewne (ok. roczne) opóźnienie pomiędzy faktycznym nałożeniem lub zwolnieniem z obowiązku sprawozdawczego a spełnianiem przez przedsiębiorstwo formalnych wymagań określających ten obowiązek, spadek liczebności populacji F-01/I-01 należałoby wiązać z niewielkim spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wysoką dynamiką liczby upadłości przedsiębiorstw w 2012 r. Według danych Coface w 2012 r. upadło o ok. 21% więcej przedsiębiorstw niż w 2011 r<sup>1</sup>. Dane za I kw. 2013 r. wskazują natomiast na wyhamowanie tempa spadku liczby upadłości przedsiębiorstw do 6,6% r/r.



Rys. 1 Dynamika (r/r) liczebności populacji przedsiębiorstw objętych sprawozdawczością F-01/I-01

### Przychody

W I kw. 2013 r. przychody ogółem (dane nominalne, odnarastowione) spadły o 4% r/r (por. Tab. 1). Podobnie jak w poprzednim kwartale najważniejszym źródłem osłabienia dynamiki przychodów ogółem był rynek krajowy – dynamika sprzedaży krajowej spadła z -3,7% do -5,5% r/r. Ze względu na stosunkowo niski udział sprzedaży zagranicznej w sprzedaży ogółem (ok. 24% w I kw. br.), przyspieszenie dynamiki eksportu z 5% do 7,6% r/r, wynikające częściowo ze zmniejszenia tempa aprecjacji złotego względem euro, nie zdołało

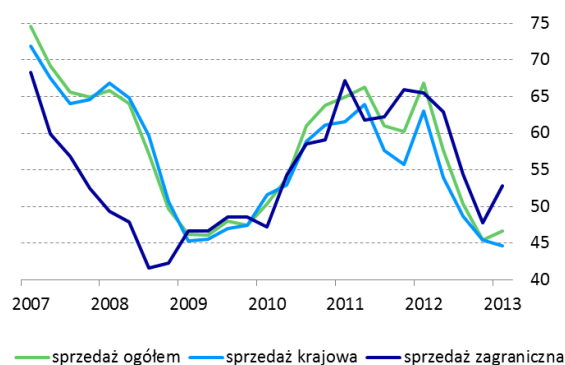
<sup>1</sup> Współczynnik korelacji pomiędzy opóźnioną o 1 rok dynamiką liczebności populacji F-01/I-01, a dynamiką liczby upadłości przedsiębiorstw wg Coface wynosi -72% (dla danych rocznych).

skompensować spadków w obszarze sprzedaży krajowej. W rezultacie dynamika przychodów ze sprzedaży (ok. 97% przychodów ogółem) wyniosła -2,7% i była niższa o 0,8 pp. niż przed kwartałem. Do pogłębienia ujemnej dynamiki przychodów ogółem przyczyniły się spadki pozostałych przychodów operacyjnych (-18,2% r/r) oraz przychodów finansowych (-44,9% r/r), przede wszystkim w obszarze różnic kursowych oraz aktualizacji inwestycji.

Tab. 1 Nominalna dynamika przychodów (r/r)

Dane kwartalne	II	III	IV	I
	2012	2012	2012	2013
przychody ogółem	4,8	3,4	-2,9	-4,0
- przychody ze sprzedaży	5,9	3,4	-1,9	-2,7
- krajowej	3,6	3,1	-3,7	-5,5
- zagranicznej	14,4	4,6	5,0	7,6
- pozostałe przych.				
operacyjne	-5,9	9,5	10,1	-18,2
- przychody finansowe	-33,6	-6,6	-51,5	-44,9

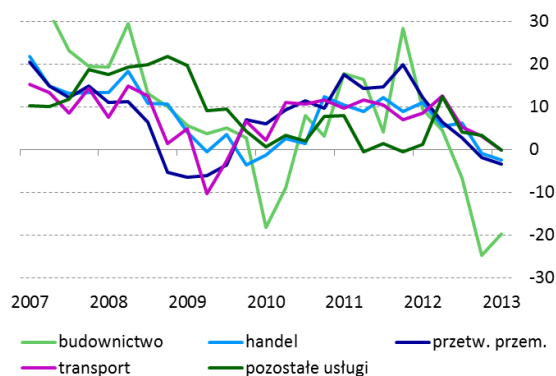
Zróznicowanie dynamiki sprzedaży krajowej i zagranicznej znajduje odzwierciedlenie w odsetkach przedsiębiorstw, które w relacji rocznej odnotowały wzrost sprzedaży. W przypadku sprzedaży krajowej odsetek ten zanotował spadek o 0,7 pp. kw/kw, natomiast w przypadku sprzedaży zagranicznej – wzrost o 1,2 pp. kw/kw. Obydwa odsetki znajdują się na poziomach dużo niższych niż przed rokiem (por. Rys. 2).



Rys. 2 Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały w relacji rocznej nominalny wzrost sprzedaży (dane kwartalne, w przypadku sprzedaży zagranicznej pod uwagę wzięto jedynie eksporterów)

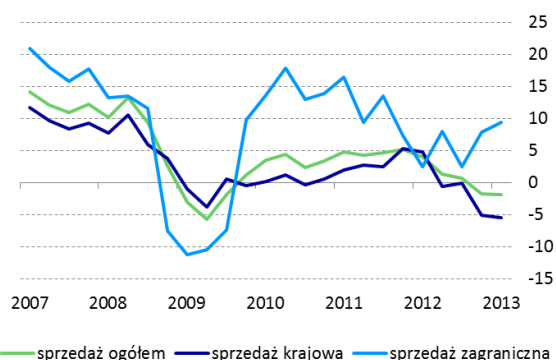
Dane (nominalne) w podziale wg sekcji PKD wskazują na szczególnie złą sytuację budownictwa. O ile roczna dynamika sprzedaży w pozostałych sekcjach wahała się od -3,4% (przetwórstwo przemysłowe) do -0,2% (transport oraz pozostałe usługi), o tyle w budownictwie wyniosła ok. -20% (por. Rys. 3),

choć jest to dynamika o 5 pp. wyższa niż w zeszłym kwartale. Negatywne wyniki firm budowlanych można powiązać z problemem bankructw w branży budowlanej<sup>2</sup>. W przekroju wg przeznaczenia produkcji i usług na tle próby uwagę zwraca wysoka (14,4% r/r) i relatywnie stabilna dynamika sprzedaży wśród podmiotów świadczących usługi nierynkowe.



Rys. 3 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale na sektory (r/r, dane kwartalne)

W ujęciu realnym (wg PPI) dynamika przychodów ze sprzedaży krajowej była wyraźnie ujemna (-5,5% r/r) i nieco niższa niż przed kwartałem (o 0,5 pp.). Przyspieszyła natomiast dynamika sprzedaży zagranicznej – w I kw. 2013 r. wyniosła ona 9,3% r/r i była wyższa o 1,5 pp. niż w ubiegłym kwartale. Realna dynamika sprzedaży ogółem wyniosła -1,8% r/r tj. podobnie jak przed kwartałem (-1,7%) (por. Rys. 4).

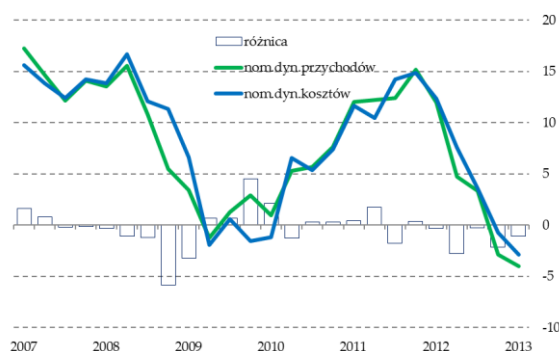


Rys. 4 Realna dynamika przychodów ze sprzedaży ogółem, krajowej i zagranicznej (r/r, dane kwartalne, wg odpowiadającego PPI)

<sup>2</sup> W świetle Raportu Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2012 r. liczba upadłości przedsiębiorstw z branży budowlanej wzrosła w 2012 r. o 53% r/r. Dane za I kw. 2013 r. (Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w I kw. 2013 r.) wskazują natomiast na zbliżoną liczbę upadłości firm budowlanych w porównaniu z I kw. 2012 r.

## Koszty

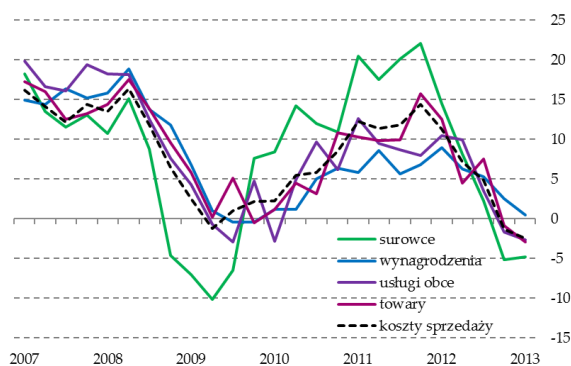
### Główne składowe kosztów



Rys. 5 Dynamika przychodów i kosztów ogółem (r/r, dane kwartalne)

W I kw. 2013 r. spadek kosztów pogłębił się względem poprzedniego kwartału, ale nadal nie nadążył za spadkiem przychodów (przychody zmniejszyły się o 4%, zaś koszty o 2,9%). Niemniej, obniżyły się wszystkie główne składowe kosztów, w tym koszty sprzedaży spadły o 2,5% r/r, koszty finansowe zmniejszyły się o 7,2%, zaś pozostałe koszty operacyjne - o 22,4%.

### Koszty sprzedaży



Rys. 6 Nominalna dynamika wybranych kosztów rodzajowych: zużycia materiałów i surowców, wynagrodzeń, usług obcych (r/r, dane kwartalne)

Nominalny spadek wydatków (r/r) obserwowany był w przypadku większości kategorii kosztów sprzedaży, poza amortyzacją, podatkami zaliczonymi w poczet kosztów oraz wynagrodzeniami. Obniżyć poziom kosztów sprzedaży r/r udało się 54% firm (42% przedsiębiorstw zmniejszyło koszty w 2012 r., 33% - w 2011 r. i 53% - w 2002 r.).

Podobnie jak kwartał wcześniej najbardziej znacząco obniżyły się w I kw. wydatki na surowce i materiały (spadek o 4,8%). Było to nadal związane zarówno z gorszą

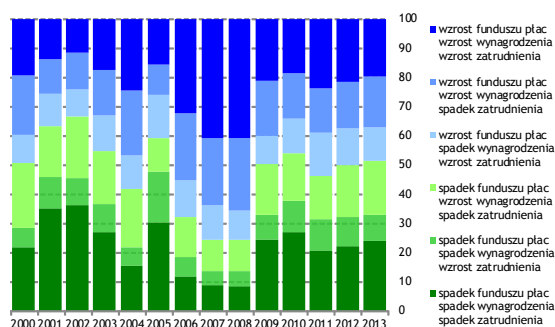
koniunkturą, jak i wysoką bazą odniesienia oraz malejącymi cenami produkcji przemysłowej. Wśród zakupionych surowców mniej niż rok temu wydano zarówno na surowce importowane (spadek o 7,5% r/r), jak i krajowe (spadek o 2,7% r/r). Spadki zakupów surowców zanotowano niemal w całej populacji, poza kilkoma branżami usługowymi, w tym hotelarstwem i gastronomią oraz ochroną zdrowia.

W I kw. mniej niż w poprzednim roku przedsiębiorstwa wydały na zakup towarów przeznaczonych do dalszej odsprzedaży o 3% r/r, w tym przede wszystkim na towary zakupione w kraju, gdzie nastąpił spadek kosztów o 5,9%, przy nadal dodatniej i wyższej niż w poprzednim kwartale dynamice kosztów towarów importowanych (wzrost o 6,7% r/r, wobec 3,5% wzrostu w IV kw. 2012 r.).

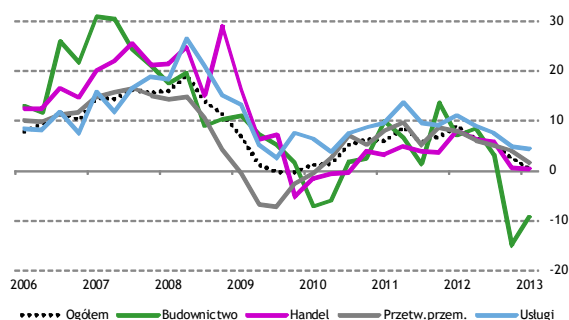
W I kw. nominalnie spadły również koszty usług obcych – o 2,7% r/r, w tym wydatki na podwykonawstwo obniżyły się o 7,5% r/r. Silne spadki kosztów usług podwykonawczych zanotowano kolejny raz w budownictwie (o ponad 18%), a ponadto w handlu, energetyce i pozostałych usługach.

### Koszty wynagrodzeń

Dynamika kosztów wynagrodzeń (wraz z ubezpieczeniami społecznymi) w I kw. 2013 r. wyniosła 0,5% r/r. (spadek o 2,1 pp.). Spadek dynamiki kosztów pracy towarzyszył spadkowi zatrudnienia (o 1,9% r/r).



**Rys. 7 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian kosztów wynagrodzeń, przeciętnego wynagrodzenia oraz zatrudnienia (r/r, dane za marzec)** – odsetek firm wg odpowiedniego profilu; próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosły koszty pracy, zielone – spadły. Dane dot. przeciętnego wynagrodzenia są szacunkowe



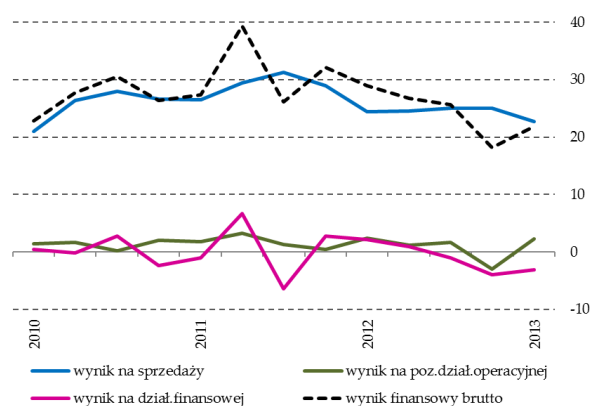
**Rys. 8 Nominalna dynamika kosztów pracy**

Wzrost kosztów wynagrodzeń odnotowano w 48,6% populacji (spadek o 1,4 pp. w relacji do poprzedniego roku). Rośnie grupa firm, w których spadek funduszu płac był efektem jednoczesnych redukcji zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia, zmniejsza się natomiast klasa przedsiębiorstw, w których obie wielkości jednocześnie rosną.

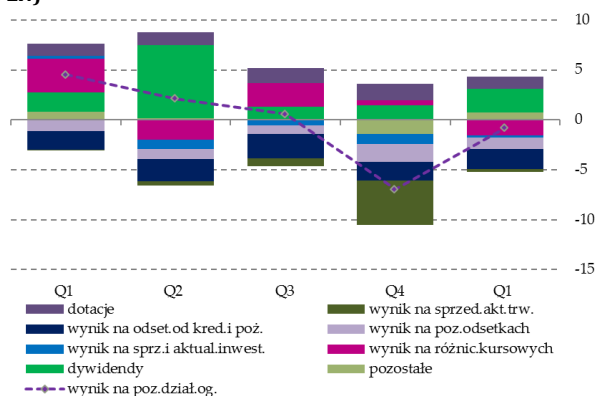
Pewna poprawa nastąpiła w spółkach budowlanych, ale nadal obserwowany jest tam głęboki spadek kosztów zatrudnienia (dynamika -9,3% r/r, wzrost o 5,7 pp.). Spadek ten to efekt nie tylko zmniejszenia zatrudnienia w tej sekcji, ale i redukcji przeciętnych wynagrodzeń. Dynamika kosztów pracy spadła we wszystkich pozostałych sekcjach (pozostaje jednak na ogół dodatnia) - w przetwórstwie przemysłowym (o 2,2 pp. do 1,6%), w handlu (o 0,4 pp. do 0,3%), w transporcie (o 2,2 pp. do 1,6%), w pozostałych usługach (o 0,6 pp. do 4,3%), w górnictwie (o 0,8 pp. do 0,1%) oraz w sekcji Dostawa wody (o 1,7 pp. do 3,5%). Dynamika kosztów pracy wprawdzie spadła u eksporterów (o 4,8 pp. do 4,2%), także wyspecjalizowanych (o 3,7 pp. do 11,2%), ale nadal fundusz płac jest tam wyraźnie rosnący. Dla jednostek działających wyłącznie na rynku krajowym spadek kosztów pracy pogłębił się (o 3,3 pp. do -5,1% r/r). Spadek dynamiki kosztów pracy nastąpił zarówno w przedsiębiorstwach dużych, jak i w firmach z sektora MSP (do odpowiednio 0,7% i -0,1%).

## Wynik finansowy i rentowność

W I kw. 2013 r. wynik finansowy brutto wyniósł 21,9 mld PLN, i był o 24,3% niższy niż przed rokiem (tj. o 7 mld). Warto jednak zauważyć, że trzy miesiące wcześniej redukcja tej kategorii była jeszcze głębsza - odnotowano 43,5%-owy spadek. Podobnie jak kwartał wcześniej na obniżenie wyniku finansowego złożył się w większym stopniu spadek wyniku nie związanego z podstawową działalnością (o 5,3 mld do minus 0,8 mld PLN), w mniejszym stopniu zaś spadek wyniku na sprzedaży (o 1,7 mld, tj. o 6,9% r/r). Wyraźne wahania wyniku finansowego obserwowane w ostatnich latach to bowiem głównie efekt wahań wyniku na pozostałej działalności (por. Rys. 9).



Rys. 9 Wynik finansowy brutto i jego główne składowe (dane kwartalne za okres I kw.2010-I kw. 2013, w mld PLN)

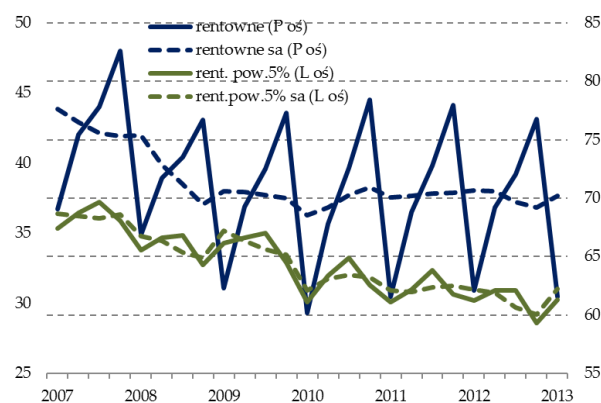


Rys. 10 Główne składowe wyniku na pozostałej działalności (dane kwartalne za okres I kw.2012-I kw. 2013, w mld PLN)

Na wahania wyniku na działalności pozostałej istotny wpływ mają w ostatnich latach m.in. zachowanie się kursu złotego względem walut obcych oraz zmiany cen na rynkach kapitałowych. I tak, w IV kw. na wynik finansowy największy wpływ miały straty na sprzedaży i aktualizacji aktywów trwałych, zaś w I kw. istotniejszy okazał się spadek wyniku na

różnicach kursowych (o 4,9 mld). Zapisy dotyczące tej ostatniej kategorii bilansowej nie muszą, choć oczywiście mogą przełożyć się na realne przepływy finansowe (mogą mieć charakter wyłącznie zapisu księgowego). Warto też zauważyć, że zmiany wyniku finansowego na różnicach kursowych zanotowane w I kw. to w dużej mierze efekt statystyczny, wynikający z wysokiej bazy odniesienia (w I kw. 2012 r. złoty umocnił się wobec euro - z 4,48 w IV kw. 2011 r. na 4,14 w I kw. 2012, czemu towarzyszył wyraźny wzrost różnic kursowych; natomiast na przełomie lat 2012 i 2013 kurs pozostawał stabilny, a wynik na różnicach kursowych ujemny, choć jego wartość była relatywnie niewielka na tle danych historycznych).

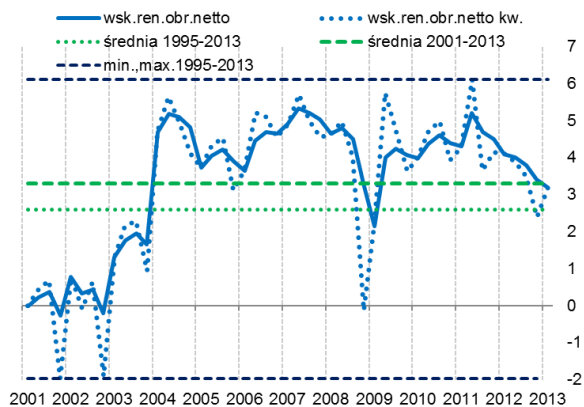
Wraz ze zmianami wyniku finansowego obserwowaliśmy również zmiany odsetka firm rentownych. Odnotowano lekki spadek względem poprzedniego roku odsetka przedsiębiorstw osiągających zyski, przy jednak pewnym wzroście w stosunku do poprzedniego kwartału. Na stabilnym poziomie w relacji do poprzedniego roku i nieznacznie wyższym poziomie w porównaniu do poprzedniego kwartału kształtował się odsetek przedsiębiorstw osiągających 5% lub wyższy wskaźnik rentowności obrotu netto.



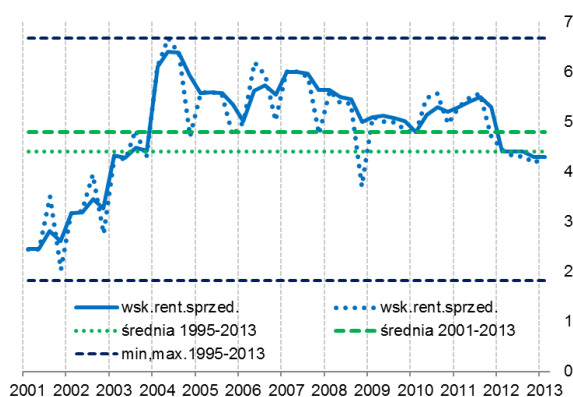
Rys. 11 Odsetek przedsiębiorstw rentownych oraz odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik rentowności obrotu netto przewyższa 5% (dane narastające)

Zachowanie się wyniku finansowego odbiło się na poziomie rentowności. Nieco silniej zareagowała rentowność obrotu netto, na którą wpływ mają wszystkie składowe wyniku finansowego, natomiast o niewielkich zmianach można mówić w przypadku stabilizującej się od kilku kwartałów rentowności sprzedaży. Wskaźnik rentowności obrotu netto wyniósł w I kw. br. 3,2%, wobec 2,4% w IV kw. 2012 i 4,1% w I kw. 2012. Wskaźnik rentowności sprzedaży przyjął wartość 4,3%, wobec 4,2% w IV kw. 2012 i 4,4% w I kw. 2012 r. Wskaźnik

rentowności sprzedaży obniżył się poniżej swojej długookresowej średniej z lat 2001-2013 i oscyluje obecnie wokół swojej długookresowej średniej za lata 1995-2013. Nieco lepiej na tle danych historycznych zachowuje się wskaźnik obrotu netto, który znalazł się nieco poniżej swojej średniej wartości długookresowej za lata 2001-2013, ale nadal jest wyraźnie powyżej średniej za lata 1995-2013.



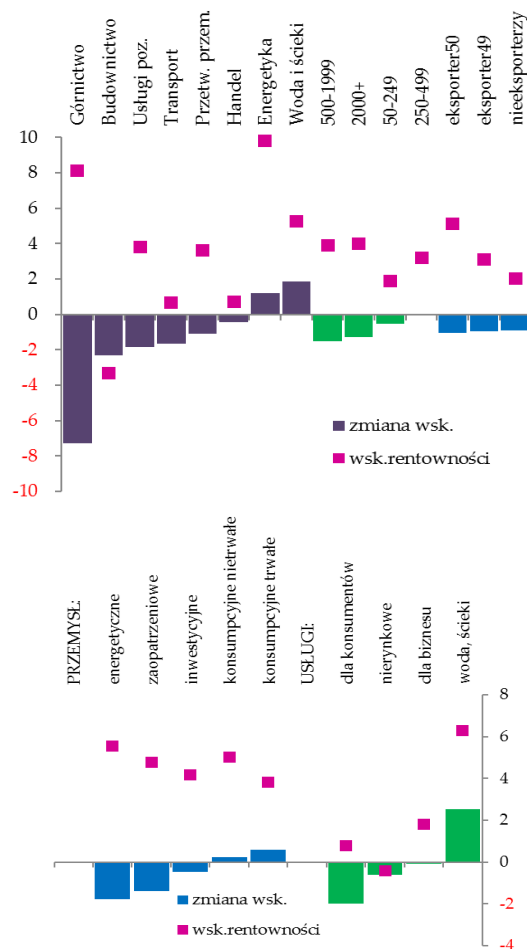
Rys. 12 Wskaźnik rentowności obrotu netto (dane narastające i kwartalne)



Rys. 13 Wskaźnik rentowności sprzedaży (dane narastające i kwartalne)

#### Zmiany rentowności i wyniku finansowego w wybranych klasach

W obrębie większości analizowanych branż i klas sytuacja finansowa w I kw. pogorszyła się. Podobnie jak kwartał wcześniej większe spadki zanotowano w grupie firm największych oraz w górnictwie, choć grupy te nadal utrzymały relatywnie dobry poziom rentowności (na poziomie zagregowanym). Niewielką poprawę zyskowności zanotowała energetyka oraz firmy usługowe zajmujące się dostarczaniem wody i oczyszczaniem.



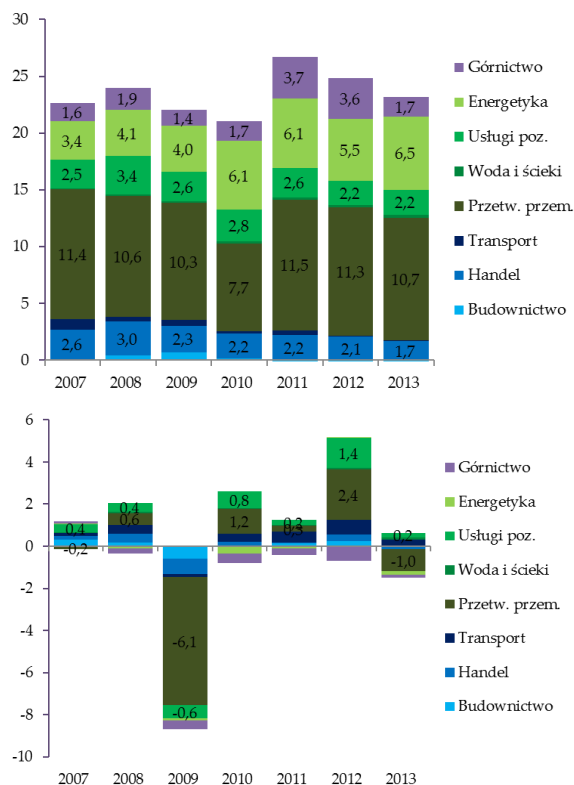
Rys. 14 Wskaźniki rentowności obrotu netto oraz ich zmiany (r/r) w wybranych klasach w I kw. 2013

Za silne wahania wyniku finansowego w I kw. odpowiadała w największym stopniu zmiana wyniku na pozostałej działalności w sekcji Przetwórstwo przemysłowe – kategoria ta zmniejszyła się w ciągu roku o 3,4 mld r/r. Relatywnie niewielki spadek (o 600 mln) zanotowało przetwórstwo w przypadku wyniku na sprzedaży. Spadkowi wyniku finansowego towarzyszył nominalny spadek przychodów. W ciągu ostatnich paru lat w przetwórstwie obserwuje się stopniowe pogarszanie wskaźników rentowności. W I kw. sekcja ta uzyskała 3,6% poziom rentowności obrotu netto wobec 5,7% w rekordowym 2007 r. i 4,7% w I kw. 2012 r.

Wśród firm przetwórczych pogorszenie rentowności zanotowały przedsiębiorstwa oferujące dobra energetyczne<sup>3</sup>, zaopatrzeniowe oraz inwestycyjne, a zatem firmy, dla których finalnym odbiorcą jest przede wszystkim biznes

<sup>3</sup> W grupie tej znajdują się m.in.: górnictwo węgla, górnictwo ropy naftowej, energetyka oraz przetwórstwo ropy.

i które w ostatnim okresie radziły sobie przeciętnie lepiej niż mniej rentowne przedsiębiorstwa dostarczające dóbr konsumpcyjnych. W tej ostatniej grupie widać obecnie oznaki lekkiej poprawy.



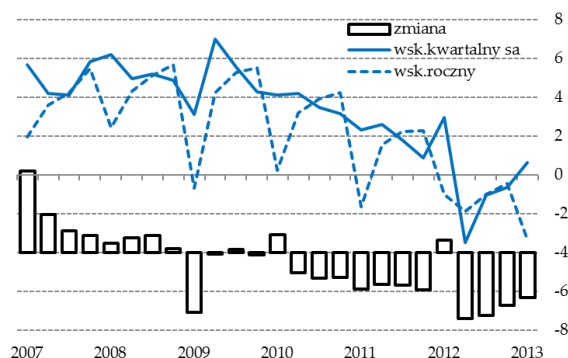
Rys. 15 Wynik na sprzedaży (górny panel) oraz wynik na pozostałej działalności (dolny panel) w sekcjach PKD (dane za I kwartały, w mld PLN)

Duże znaczenie z punktu widzenia zmian wyniku finansowego sektora przedsiębiorstw miał również spadek wyniku na sprzedaży w górnictwie (o 1,8 mld). W latach 2010-I poł. 2012 r. górnictwo osiągało bardzo wysokie dwucyfrowe poziomy rentowności, co było związane z wysokimi zyskami ze sprzedaży. Od połowy 2012 r. wraz z pogorszeniem się koniunktury nastąpił wyraźny spadek dynamiki przychodów i w efekcie tego również spadek zysków i rentowności w tej sekcji. Co prawda, ostatecznie zagregowane wyniki dla górnictwa pozostały w I kw. br. dobre – wskaźnik rentowności obrotu netto wyniósł 8,1% (w I kw. 2012 r. rentowność wyniosła 15,7%). Jednocześnie odsetek firm rentownych w obrębie tej sekcji zmniejszył się do bardzo niskiego poziomu - 72,5% podmiotów z górnictwa poniosło w I kw. straty.

Znaczący negatywny wpływ na wynik finansowy całego sektora przedsiębiorstw miały również firmy usługowe, gdzie nastąpił silny spadek wyniku na pozostałej działalności. W

handlu, transporcie i pozostałych usługach spadek ten wyniósł w sumie 2,1 mld r/r. Przy czym o ile w handlu odnotowano również spadek wyniku na sprzedaży (o 400 mln), to w transporcie i w pozostałych usługach można mówić nawet o niewielkiej poprawie tej kategorii. Ostatecznie jednak w każdej z tych grup zanotowano pogorszenie poziomu rentowności. W handlu rentowność obrotu netto spadła z 1,1% w I kw. 2012 r. do 0,7%, w transporcie spadek był jeszcze silniejszy – z 2,3% do 0,7%, zaś w pozostałych usługach wskaźnik zmniejszył się z 5,6% do 3,8%.

W podziale wg charakteru odbiorcy finalnego najbardziej pogorszyła się sytuacja firm z branż usługowych oferujących swoje usługi konsumentom, najsilniej w branży Hotele i restauracje, która mimo niewielkiego wzrostu przychodów ze sprzedaży odczuła 6,8 pp. spadek rentowności i w efekcie tego poniosła stratę. Niewielkie pogorszenie zanotowała grupa branż usługowych oferujących usługi nierynkowe (edukacja, ochrona zdrowia), minimalny 0,1 pp. spadek rentowności miał miejsce w grupie branż oferujących usługi dla biznesu.



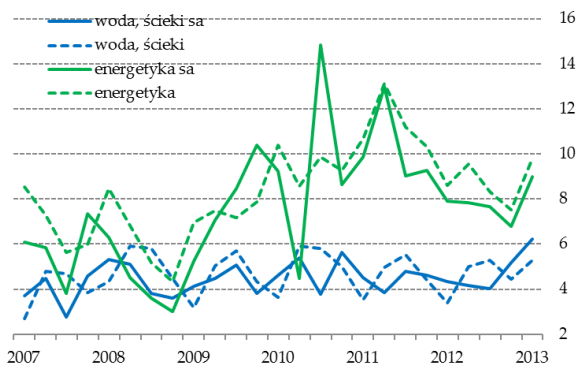
Rys. 16 Wskaźnik rentowności obrotu netto w budownictwie

W dalszym ciągu obserwujemy pogorszenie sytuacji w sekcji Budownictwo. W konsekwencji dwucyfrowego nominalnego spadku przychodów, przy nie dość silnej redukcji kosztów firmy budowlane poniosły straty na działalności podstawowej i ostatecznie również straty z całości działalności. Wskaźnik rentowności obrotu netto zmniejszył się w tej sekcji z minus 1% w I kw. 2012 r. do minus 3,3%. Ze względu na wyraźny sezonowy charakter działalności branży warto jednak również przyjrzeć się kształtowaniu się danych odsezonowanych, które trzeci kolejny kwartał z rzędu pokazały wzrost wskaźnika rentowności po usunięciu wahań sezonowych. W obrębie budownictwa 43,9% przedsiębiorstw wykazywało zyski, co oznacza minimalną 0,3 pp.

poprawę wyniku w porównaniu do I kw. 2012 r. Takie zachowanie wskaźników nie musi jeszcze zapowiadać odwrócenia się tendencji spadkowych w budownictwie, być może jest to na razie efekt wypadania z branży firm najmniej rentownych, co sugeruje spadek liczby sprawozdających się firm z tej sekcji z 1700 na początku 2012 r. na 1528 rok później (szerzej o procesach demograficznych mowa jest w rozdziale „Demografia przedsiębiorstw”).

O poprawie rentowności możemy mówić w przypadku dwóch sekcji sektora przedsiębiorstw: energetyki oraz dostarczania wody i oczyszczania. W obu sekcjach wzrost rentowności wynikał z poprawy wyniku na sprzedaży, co z kolei było wspierane przez nominalny wzrost przychodów. W obu sekcjach poprawie rentowności towarzyszył wyraźny wzrost odsetka firm rentownych (do 62,5% w sekcji Dostawa wody... i do 93,3% w energetyce).

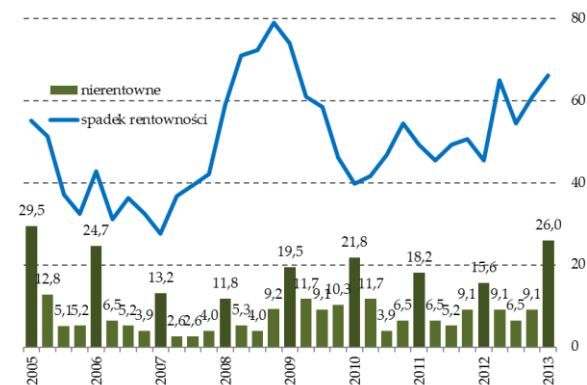
Przechodząc na poziom bardziej zdezagregowany (dwucyfrowy PKD/NACE, tj. 77 branż) można zauważyć wyraźny wzrost odsetka branż nierentownych oraz rosnącą grupę branż odczuwających spadek rentowności (por. Rys. 18). Na początku 2013 r. wzrost ten był szczególnie silny – odsetek nierentownych branż zwiększył się z 15,6% w I kw. 2012 r. do 26%.



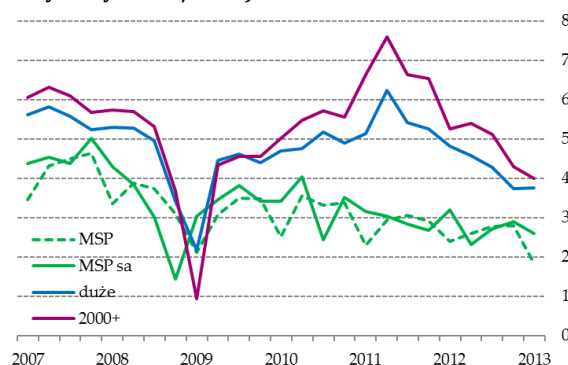
**Rys. 17** Wskaźnik rentowności obrotu netto w branżach, które uzyskały poprawę rentowności

Na początku 2013 r. utrzymały się tendencje spadkowe poziomu rentowności w grupie największych przedsiębiorstw w populacji (zatrudniających 2000 i więcej osób). Źródłem spadku były zarówno straty na pozostałej działalności, jak i spadek wyniku na sprzedaży. Warto przypomnieć, że zmiany w obrębie największych firm istotnie przekładają się na zagregowane wskaźniki całego sektora przedsiębiorstw ze względu na wysoką koncentrację zjawisk gospodarczych. Ostatecznie, przedsiębiorstwa największe co prawda utrzymały wyraźnie wyższy poziom

rentowności niż pozostałe podmioty w populacji, w tym sektor małych i średnich przedsiębiorstw, ale głęboka redukcja zysków w tej grupie kolejny raz odbiła się negatywnie nie tylko na wynikach finansowych, ale i na poziomie płynności całego sektora.



**Rys. 18** Odsetek branż nierentownych oraz odsetek branż odnotowujących spadek rentowności r/r (odsetki policzone na zagregowanych wynikach przy dwucyfrowym PKD/NACE)

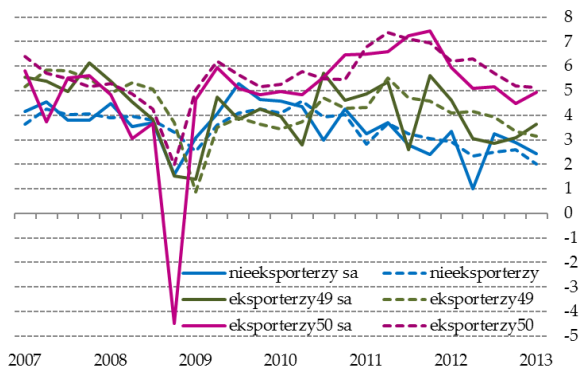


**Rys. 19** Wskaźnik rentowności obrotu netto w podziale na duże przedsiębiorstwa i sektor MSP

W I kw. br. zarówno eksporterzy, jak i nieeksporterzy zanotowali spadek rentowności w relacji do poprzedniego roku. Źródłem zmian były w obu grupach przede wszystkim spadki wyniku na pozostałej działalności, w tym ujemne różnice kursowe, w mniejszym zaś stopniu spadki wyniku na sprzedaży. Firmy eksportujące pozostały w wyraźnie lepszej kondycji niż przedsiębiorstwa sprzedające swoje produkty i usługi wyłącznie w kraju, szczególnie duże różnice widać między przedsiębiorstwami eksportującymi na dużą skalę (ponad 50% udział eksportu w przychodach), które osiągają obecnie najwyższą rentowność. Eksporterzy to najczęściej firmy bardziej efektywne, a obecnie przewagę uzyskują również dzięki wyższej dynamice przychodów (szerzej o tym piszemy w rozdziale „Przychody”). Jednocześnie widać jednak, że przedsiębiorstwa nie eksportujące bardziej redukują koszty, w tym wynagrodzeń.



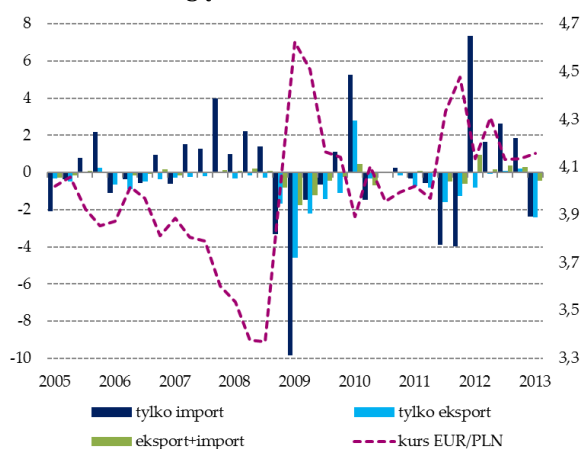
W I kw. eksporterzy utrzymali dodatnią dynamikę wynagrodzeń i zatrudnienia.



**Rys. 20** Wskaźnik rentowności obrotu netto w klasach eksporterów (wyspecjalizowanych i niewyspecjalizowanych) oraz firm oferujących swoje produkty wyłącznie w kraju

### Ramka 1 Wynik na różnicach kursowych

Na Rys. 21 przedstawiono zmiany relacji wyniku na różnicach kursowych do sumy eksportu i importu w klasach przedsiębiorstw podzielonych wg wykazywanego eksportu i importu. Kilka zjawisk wydaje się szczególnie interesujących. Po pierwsze, w ostatnich kilku latach można wyróżnić dwa różne pod względem zmienności wyniku na różnicach kursowych okresy: lata 2005-I poł. 2008 r., tj. okres postępującej aprecjacji złotego, co sprzyjało utrzymaniu wyniku na różnicach kursowych na dość stabilnym poziomie oraz okres od połowy 2008 r. do I kw. 2013 r., w którym wynik na różnicach kursowych podlegał silnym wahaniom. Po drugie, zmiany kursu złotego najsilniej były skorelowane ze zmianami wyniku grupy eksporterów-importerów (wskaźnik korelacji Pearson'a między kwartalnymi zmianami wyniku na różnicach kursowych w tej grupie a kwartalnymi zmianami kursu złotego był najwyższy, i wyniósł minus 0,83), co może być związane z potencjalnie większą liczbą transakcji, jakie przeprowadzają te przedsiębiorstwa. Najsłabiej na zmiany kursu reagował wynik na różnicach kursowych w firmach eksportujących, ale nie importujących (wskaźnik korelacji wyniósł minus 0,62). Jednocześnie skala wahań tej kategorii była najwyższa wśród importerów sprzedających wyłącznie w kraju, co może być związane zarówno z relatywnie niskim odsetkiem firm zabezpieczających się przed ryzykiem kursowym w tej grupie (na co wskazują wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP), jak i słabszą pozycją negocjacyjną polskich przedsiębiorstw wobec ich zagranicznych partnerów handlowych oraz koniecznością zapewnienia sobie stałych dostaw surowców i materiałów (stałe umowy z dostawcami zmniejszają elastyczność działania przedsiębiorstwa w przypadku zmian kursu walutowego). Po trzecie, nie widać wyraźnej (i oczekiwanej) asymetrii reakcji wyniku na różnicach kursowych w grupie eksporterów i importerów na zmiany kursu (istnieje silna dodatnia korelacja między zmianami wyniku na różnicach kursowych w grupie eksporterów i importerów), na co wpływ mogą mieć: wahania kursu walutowego w ciągu kwartału i nakładająca się na to mnogość transakcji, stosowanie instrumentów finansowych zabezpieczających przed ryzykiem kursowym, czy manipulowanie terminem zapłaty faktur nominowanych w walutach obcych. Podsumowując, trzeba zauważyć, że zmiany wyniku na różnicach kursowych należy oceniać z dużą ostrożnością, jako że nie pokazują one często realnych procesów gospodarczych, a stosowane metody zabezpieczania się przed wahaniami kursu mogą dodatkowo zaburzać ten obraz.

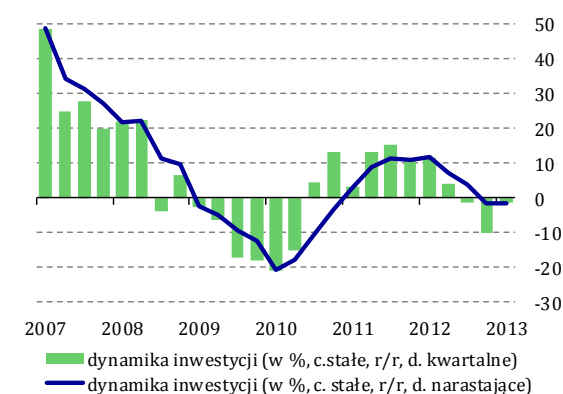


Rys. 21 Relacja wyniku na różnicach kursowych do sumy eksportu i importu w klasach firm wg eksportu i importu na tle zmian kursu EUR/PLN (w przypadku importerów bez eksportu w mianowniku jest wyłącznie import, w przypadku eksporterów bez importu w mianowniku jest wyłącznie eksport)

## 2. Aktywność inwestycyjna<sup>4</sup>

Przedsiębiorstwa nadal zmniejszają nakłady na inwestycje, ale tempo tego spadku, jak pokazują dane w układzie kwartalnym, było wyraźnie słabsze niż we wcześniejszym kwartale. W I kw. 2013 r. przedsiębiorstwa przeznaczyły na inwestycje 17,1 mld zł, tj. o 1,4% mniej niż w podobnym okresie poprzedniego roku (r/r, c. stałe<sup>5</sup>, Rys. 22), podczas gdy w IV kw. ub.r. nakłady były obniżane w dwucyfrowym tempie.

Oczekiwać można było słabszej dynamiki inwestycji niż to odnotowano m.in. ze względu na przedłużającą się zimę, która utrudniała prowadzenie inwestycji. Część tych „opóźnionych” inwestycji przesunie się najprawdopodobniej na II kwartał, co wraz z korzystniejszą niż w poprzednim kwartale bazą odniesienia (słabsze tempo wzrostu w II kw. ub.r.) może wpłynąć pozytywnie na dynamikę inwestycji w II kwartale tego roku.



Rys. 22 Dynamika inwestycji

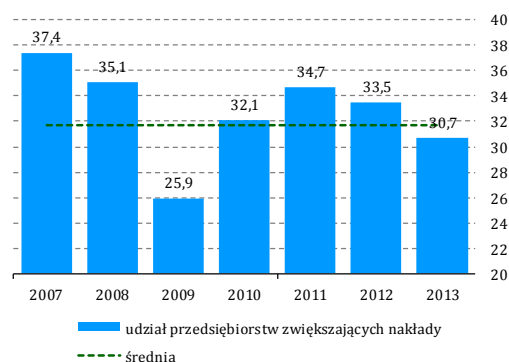
Poprawę aktywności inwestycyjnej w ciągu kwartału odnotowano w zdecydowanej większości badanych grup przedsiębiorstw. Oznaczało to jednak na ogół zmniejszenie tempa spadku inwestycji, tak więc dynamiki inwestycji, z wyjątkiem kilku grup przedsiębiorstw, nadal pozostają ujemne. Dodatnią dynamikę roczną inwestycji zanotowały m.in. grupa przedsiębiorstw zatrudniających ponad 2000 pracowników, co jest szczególnie istotne z punktu widzenia kształtowania się zagregowanych wydatków inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, ze względu na silną koncentrację nakładów w grupie największych

<sup>4</sup> Termin *inwestycje* odnosi się w tym rozdziale do *nakładów na nowe środki trwałe*.

<sup>5</sup> Deflator – wskaźnik cen nakładów inwestycyjnych.

podmiotów. Wzrost inwestycji po znacznym osłabieniu aktywności inwestycyjnej w końcu ubiegłego roku pojawił się również w grupie eksporterów, w energetyce i budownictwie.

Na zwiększenie wydatków na inwestycje w I kwartale tego roku w porównaniu z kwotami przeznaczonymi na ten cel przed rokiem zdecydowało się blisko 31% przedsiębiorstw. To wciąż znacznie mniej niż w okresie boomu inwestycyjnego, ale tylko o niespełna 3 pp. mniej niż przed rokiem, kiedy nakłady rosły w dwucyfrowym tempie (Rys. 23). Odsetek inwestorów zwiększających inwestycje pozostaje poniżej średniej długookresowej. Warto natomiast podkreślić, że w I kw. przełamany został malejący od połowy 2011 r. trend odsezonowanego udziału inwestorów zwiększających skalę inwestycji (liczonego dla danych narastających), co również pozwala nieco optymistycznie oceniać perspektywy inwestycji w najbliższych kwartałach.

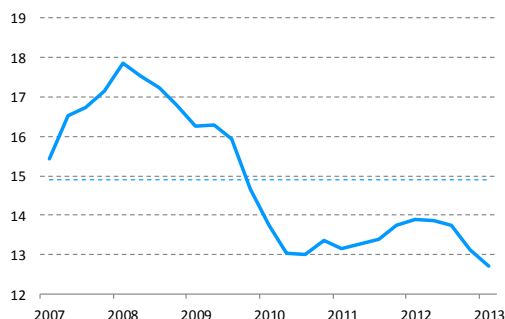


Rys. 23 Udział przedsiębiorstw zwiększających inwestycje (dynamika realna r/r, nakłady w 1 kwartałach poszczególnych lat)

Sygnaly odbudowy aktywności inwestycyjnej nie zwiastują jednak na razie powszechnego ożywienia inwestycji ponieważ koncentracja nakładów zwiększyła się w porównaniu z I kw. 2012 r. Wzrost koncentracji jest efektem rosnącej aktywności inwestycyjnej głównie w grupie największych podmiotów. Współczynnik koncentracji osiągnął wartość 0,93, przy wartości granicznej 1 wskazującej na całkowitą koncentrację i kształtuje się powyżej przeciętnych odczytów w długim okresie. W I kw. 100 największych inwestorów odpowiadało za ponad 52% ogółu nakładów całego sektora przedsiębiorstw (wzrost o 3 pp. r/r).

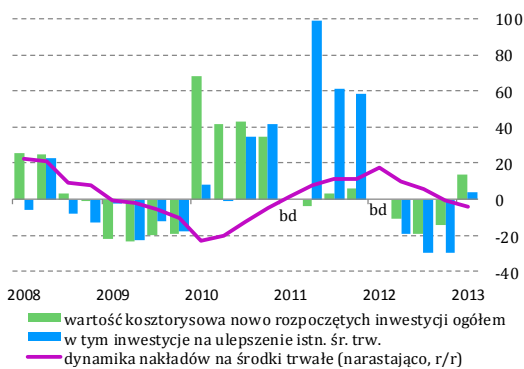
Nadal maleje tempo odnawiania majątku rzeczowego, które jest obecnie najniższe od 2007 r. Tempo odnawiania majątku jest definiowane jako relacja inwestycji

przedsiębiorstw do ich majątku rzeczowego i obrazuje jednocześnie również skalę realizowanych inwestycji (Rys. 24). Wyraźne odbicie malejącego tempa odnawiania majątku wśród sekcji PKD obserwujemy jedynie w budownictwie.



**Rys. 24** Tempo odnawiania majątku. Relacja inwestycji (inwestycje kwortalne annualizowane) do majątku trwałego (w %)

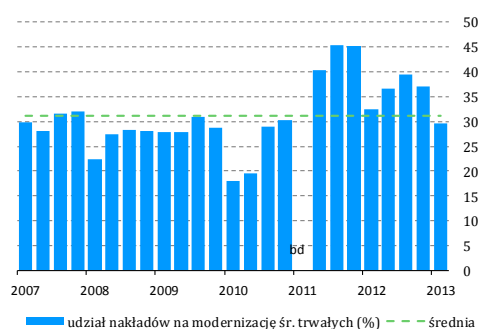
Pozytywne sygnały dla oceny aktywności inwestycyjnej płyną z danych dotyczących nowo rozpoczynanych przedsięwzięć. Po głębokich redukcjach skali rozpoczynanych inwestycji, jakie przedsiębiorstw przeprowadziły w ubiegłym roku, zwłaszcza w obszarze rozpoczynanych inwestycji modernizacyjnych, w pierwszym kwartale 2013 r. obserwujemy wzrost wartości kosztorysowej nowych inwestycji. Dynamika tej kategorii wzrosła do 14,5% r/r, wobec dwucyfrowego spadku w ub.r. (Rys. 25).



**Rys. 25** Dynamika nowo rozpoczętych inwestycji ogółem oraz na ulepszenie (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego) istniejących środków trwałych (w %, r/r, dane narastające, według wartości kosztorysowej)

Przedsiębiorstwa zwiększają przy tym głównie skalę projektów związanych z powiększaniem majątku o nowe składniki (18,8%). Wydatki przeznaczone na modernizowanie już istniejącego majątku rosły relatywnie wolniej (3,9%). W rezultacie udział inwestycji modernizacyjnych był w I kw. tego roku niższy niż w poprzednich dwóch latach (ale nie można

wykluczyć sezonowego spadku w I kw., co z kolei jest trudne do zweryfikowania ze względu na brak kompletnych danych, Rys. 26). Najszybszy wzrost wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji w ujęciu rocznym odnotowano w sektorze dużych przedsiębiorstw, wśród eksporterów, którzy uzyskują z eksportu nie więcej niż połowę swoich przychodów, a wśród sekcji PKD – w przemyśle, zwłaszcza w energetyce. W sektorze MSP, w przedsiębiorstwach prowadzących tylko sprzedaż krajową, w budownictwie i w transporcie przedsiębiorstwa w tym czasie znacznie zmniejszyły skalę nowych inwestycji w porównaniu do wartości kosztorysowej deklarowanej w ub.r.



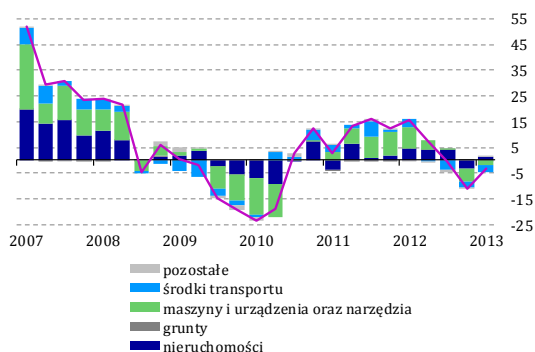
**Rys. 26** Udział wartości kosztorysowej nakładów na ulepszenie środków trwałych (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego) w wartości kosztorysowej inwestycji nowo rozpoczętych w okresie sprawozdawczym (dane narastające, w %)

Stopniowa poprawa aktywności inwestycyjnej widoczna w sektorze przedsiębiorstw m.in. w obszarze nowo rozpoczynanych przedsięwzięć może być odzwierciedleniem odbudowy nastrojów wśród przedsiębiorców, którzy oczekują poprawy sytuacji gospodarczej w drugiej połowie tego roku. Zgodnie z wynikami badania koniunktury NBP oczekiwaniom tym towarzyszy jednak wciąż znaczna doza niepewności, stąd i obserwowane ożywienie aktywności na razie również nie jest duże<sup>6</sup>.

Przedsiębiorstwa mniej zdecydowanie niż w poprzednim kwartale obniżyły wydatki na maszyny i urządzenia (spadek o 3,6%, wobec -11,4% w kw. pop., c. bieżące, r/r, Rys. 27, Tab. 2). W rezultacie, inaczej niż w poprzednim kwartale, spadek zakupów maszyn i urządzeń

<sup>6</sup> Por. wyniki badania koniunktury NBP „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 roku”.

nie był już głównym czynnikiem spadku inwestycji w przedsiębiorstwach. Z kolei do dodatnich poziomów powróciła dynamika nakładów na budynki i budowle (wzrost o 4%, po spadku o 7,6%). Jednocześnie firmy przeprowadzały dalsze głębokie redukcje nakładów na środki transportu. W I kw. odnotowano spadek tej kategorii wydatków o 20%, ale trzeba pamiętać, że rok wcześniej sektor przedsiębiorstw był jeszcze w trakcie intensywnych inwestycji w środki transportu.



Rys. 27 Dynamika nakładów na środki trwałe i wkład składowych do stopy wzrostu nakładów (w %, r/r, c. bież., dane kwartalne)

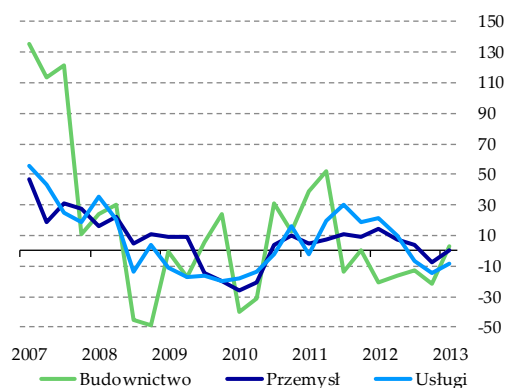
Tab. 2 Dynamika nakładów na nowe środki trwałe w podziale rodzajowym (w%, r/r, c. bież., dane kwartalne)

	ogółem	nieru- chomości	maszyny i urządze- nia oraz narzędzia	środki transportu
2011Q2	13,1	16,7	12,9	8,6
2011Q3	16,0	2,0	18,3	58,5
2011Q4	12,5	4,3	20,9	10,1
2012Q1	15,8	12,9	16,6	25,2
2012Q2	7,4	10,3	8,3	-3,9
2012Q3	-0,3	10,5	0,3	-28,2
2012Q4	-11,0	-7,6	-11,4	-18,1
2013Q1	-3,0	4,0	-3,6	-20,0

## Dynamika inwestycji w wybranych klasach

Dynamika inwestycji poprawiła się w ciągu kwartału w przemyśle, budownictwie i usługach, przy czym już tylko w usługach pozostała ujemna, co związane było z dalszym ograniczaniem inwestycji w handlu. Wśród firm usługowych wzrost inwestycji odnotowała tylko grupa firm zajmujących się obsługą nieruchomości, oraz kulturą rekreacją i rozrywką, ale było to znaczne, dwucyfrowe przyspieszenie. Odbicie dynamiki inwestycji, mimo niesprzyjających dla realizacji inwestycji warunków pogodowych w I kw., nastąpiło w

budownictwie (Rys. 28). Sam przyrost inwestycji kwartalnych w budownictwie w ujęciu nominalnym na tle nakładów z lat poprzednich jest nadal niewielki, a przyspieszenie jest też w części efektem niskiej bazy sprzed roku. Dodatnia dynamika inwestycji w budownictwie pojawiła się po raz pierwszy po sześciu kwartałach głębokich redukcji wydatków na inwestycje w tej grupie przedsiębiorstw. Przyspieszenie inwestycji w firmach budowlanych wynikało ze zwiększonych nakładów na budynki i budowle i mniejszej niż w poprzednim kwartale skali redukcji zakupów maszyn i urządzeń. Wyraźne ożywienie inwestycji w przemyśle objęło na razie głównie grupę przedsiębiorstw w energetyce, gdzie dynamika inwestycji dzięki większym inwestycjom w nieruchomości skoczyła do 12,8%. Rozwój tego sektora<sup>7</sup> jest wciąż ograniczany a potrzebne inwestycje są wstrzymywane lub opóźniane. W pozostałych grupach w przemyśle mimo poprawy aktywności inwestycyjnej dynamika nakładów nadal jest ujemna.

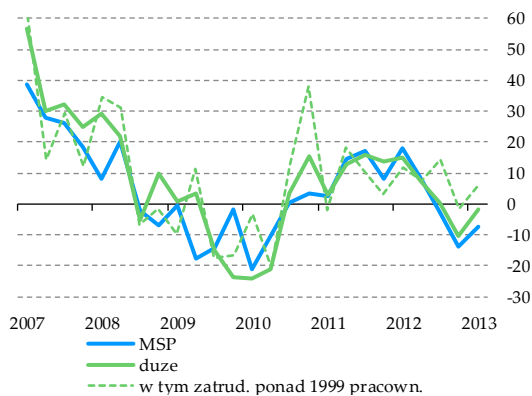


Rys. 28 Dynamika nakładów na środki trwałe wg PKD (w %, r/r, c. bież., dane kwartalne)

Odbicie dynamiki inwestycji nastąpiło w I kw. 2013 r. zarówno w firmach sektora MSP, jak i w dużych przedsiębiorstwach, ale w obu tych grupach nadal mamy do czynienia ze spadkiem inwestycji (Rys. 29). Optymizm najszybciej odbudowuje się w prognozach największych inwestorów (2000+). Inwestycje

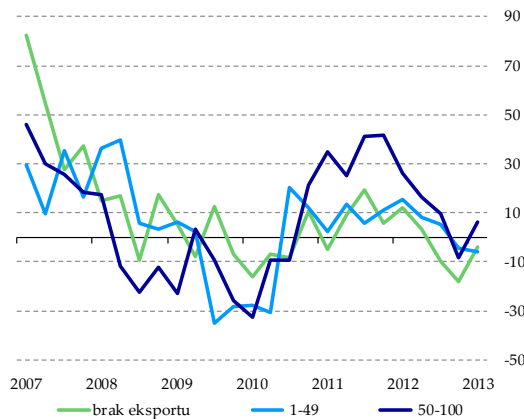
<sup>7</sup> Wśród czynników hamujących inwestycje w energetyce trzeba wymienić nierynkowe ceny energii elektrycznej ograniczające opłacalność inwestycji, wrażliwość sektora na regulacje prawne oraz konieczność realizacji ustaleń pakietu energetyczno-klimatycznego. Z drugiej strony zużycie infrastruktury w energetyce oraz wymogi narzucone pakietem stymulują inwestycje w tym sektorze (w przypadku przeprowadzenia znaczących inwestycji w sektorze energetycznym będą możliwe czasowe zwolnienia od obowiązku zakupu uprawnień do emisji, por. „Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski. Wnioski dla polityki pieniężnej”, NBP, 2012).

tej grupy przedsiębiorstw, po załamaniu w końcu ubiegłego roku przyjmując wartości dodatnie powróciły na ścieżkę wzrostową. Słabe nastroje nadal utrzymują się natomiast wśród dużych podmiotów, zatrudniających mniej niż 500 osób. Przedsiębiorstwa te od trzech kwartałów zdecydowanie ograniczają inwestycje w stałym tempie ok. 20% r/r.

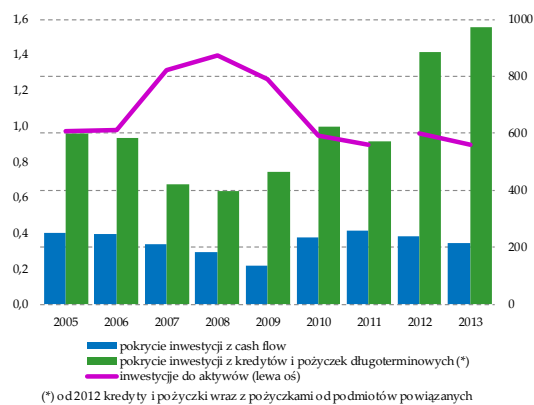


**Rys. 29 Dynamika nakładów na środki trwałe wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r, c.bież., d.kwartalne)**

W podziale na stopień zaangażowania w sprzedaż zagraniczną ujawnia się znaczne zróżnicowanie rozwoju aktywności inwestycyjnej pomiędzy firmami eksportującymi na znaczną skalę a pozostałą grupą przedsiębiorstw (Rys. 30). Eksporterzy uzyskujący więcej niż połowę swoich przychodów ze sprzedaży na rynki zagraniczne mimo wysokiej bazy referencyjnej odnotowali w I kw. br. dodatnią dynamikę inwestycji, przy spadku nakładów w pozostałych firmach. Przedsiębiorstwa skoncentrowane na sprzedaży zagranicznej intensyfikowały zwłaszcza działania związane z rozbudową parku maszynowego (dynamika nakładów na maszyny, urządzenia i narzędzia po spadku i 8,6% wzrosła do 14,9% r/r). Gorzej przedstawia się sytuacja w pozostałej grupie eksporterów uzyskujących mniej niż połowę przychodów z eksportu, którzy nadal konsekwentnie obniżają wydatki na rozwój, zwiększając nawet tempo redukcji nakładów.



**Rys. 30 Dynamika nakładów na środki trwałe w klasach wydzielonych na podstawie udziału przychodów z eksportu w przychodach ogółem (w %, r/r, c.bież., dane kwartalne)**



**Rys. 31 Inwestycje i możliwości ich finansowania (dane dla I kw. każdego roku)**

## Finansowanie

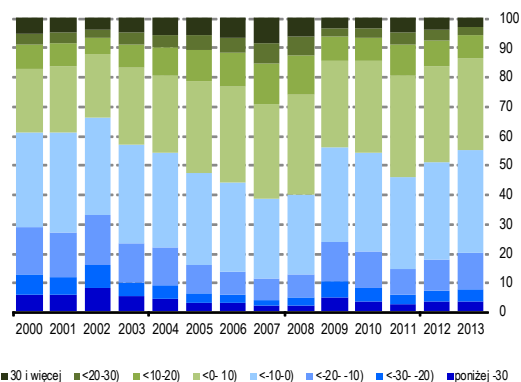
Możliwości samofinansowania inwestycji w I kw. pogorszyły się z uwagi na głęboki spadek wyniku finansowego netto w relacji rocznej. Niemniej jednak przedsiębiorstwa nadal dysponują wysokimi zasobami własnych środków finansowych, pozwalającymi na sfinansowanie własnymi siłami nawet większych inwestycji niż obecnie dokonywane. W I kw. 2013 r. relacja cash flow do inwestycji wyniosła 215% wobec 234% w I kw. ubiegłego roku (Rys. 31). Obrazowo mówiąc w firmach nawet po samodzielnym sfinansowaniu inwestycji zrealizowanych w I kw. br. zostałyby jeszcze prawie 20 mld zł wolnych środków finansowych. Jeśli chodzi o finansowanie zewnętrzne, to w I kw. br. nastąpił wzrost pokrycia wydatków inwestycyjnych przez kredyty długoterminowe na co złożył się

rosnący poziom zadłużenia przy spadku wielkości inwestycji<sup>8</sup>

### 3. Zatrudnienie, wydajność pracy

#### Zatrudnienie

W marcu 2013 r. ponad połowa przedsiębiorstw zmniejszyła zatrudnienie, w 39,9% firmach zatrudnienie wzrosło w relacji rocznej (44,1% rok wcześniej). Znaczący, co najmniej 10%, wzrost zatrudnienia zaobserwowany był w 13,6% przedsiębiorstw (spadek o 2,9 pp. r/r), redukcja o podobnej skali - w 19,9% firm (wzrost o 2,1 pp. r/r).



Rys. 32 Rozkład dynamik zatrudnienia (dane za marzec w kolejnych latach)

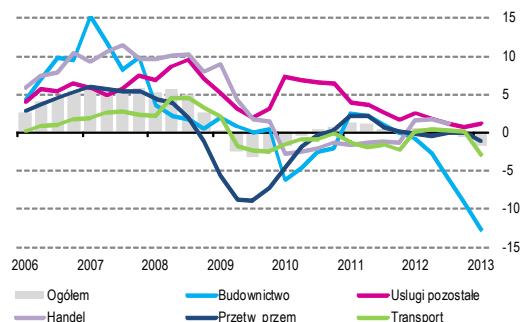
W efekcie zatrudnienie w populacji spadło o 1,9% r/r (co oznacza spadek dynamiki o 1,2 pp.).

Zdecydowanie największy udział w redukcji zatrudnienia miało budownictwo. Również w przetwórstwie przemysłowym zaobserwowane zostało wyraźne zmniejszenie zatrudnienia (przemysł przetwórczy skupia ok. 40% pracowników w całym sektorze przedsiębiorstw). Wzrost zatrudnienia odnotowany został w usługach, bez handlu i transportu, oraz w sekcji Dostawa wody.

<sup>8</sup> Na podstawie danych F01 dysponujemy tylko rozbiem ze względu na termin wymagalności kredytu, kredyt inwestycyjny jest tylko częścią długoterminowego zadłużenia kredytowego. Dodatkowo kredyty i pożyczki długoterminowe w nowym ujęciu od 2012 r. zawierają także pożyczki od podmiotów powiązanych. Z tego względu też dysponujemy dopiero pierwszą obserwacją odnośnie dynamiki kredytów w relacji rocznej. Nieciągły jest również szereg dla pokrycia inwestycji z kredytów długoterminowych i dane przed i po zmianie z 2012 r. są nieporównywalne.

Przedsiębiorstwa działające wyłącznie na rynku krajowym zmniejszyły stan zatrudnienia, wzrósł on natomiast wśród eksporterów (o 1,2%), zwłaszcza wyspecjalizowanych (wzrost o 7,8%, tj. o 1,5 pp. więcej niż w poprzednim kwartale).

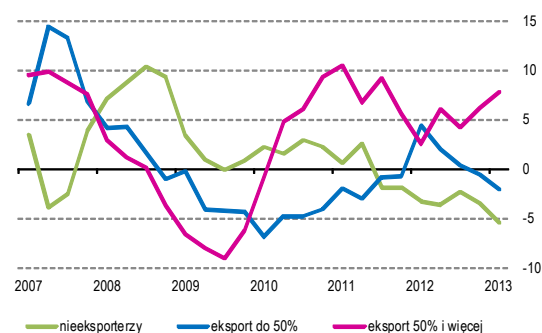
Poziom zatrudnienia został ograniczony zarówno w sektorze MSP, jak i w przedsiębiorstwach dużych.



Rys. 33 Dynamika zatrudnienia w sekcjach PKD

Tab. 3 Struktura, dynamika r/r oraz skala wpływu zmian zatrudnienia na dynamikę zatrudnienia w I kw. 2013 r.

	struktura w %	dynamika	skala wpływu
<b>ogółem</b>	<b>100</b>	<b>-1,86</b>	<b>-1,86</b>
Budownictwo	5,7	-12,8	-0,81
Przetwórstwo przemysł.	39,3	-1,2	-0,47
Górnictwo i kopalnictwo	4,1	-0,7	-0,03
Wytw. i zaopatr. w energię	3,3	-7,3	-0,26
Dostawa wody, odpady	2,2	1,9	0,04
Handel i naprawy	17,4	-1,5	-0,25
Transport	9,6	-2,9	-0,29
Pozostałe usługi	18,4	1,1	0,20
nieeksporter	43,6	-5,5	-2,49
export do 50%	36,6	-2,1	-0,77
export 50% i więcej	19,8	7,8	1,4
MSP	35,3	-2,5	-0,89
duże	64,7	-1,5	-0,97



Rys. 34 Dynamika zatrudnienia w klasach wg eksportu

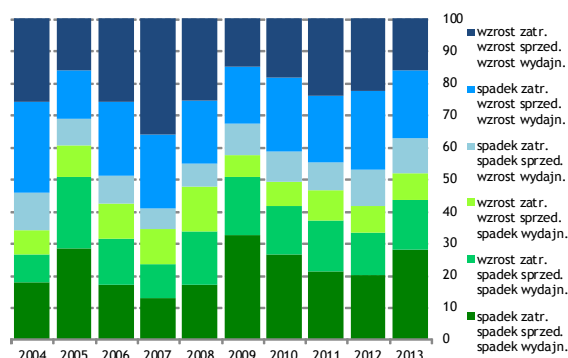
W I kw. 2013 r. spadek zatrudnienia odnotowany został jedynie w grupie

przedsiębiorstw nierentownych (odsetek takich firm rośnie). Spółki o najwyższej rentowności zarejestrowały bardzo wyraźny wzrost zatrudnienia (5% r/r).

### Wydajność pracy

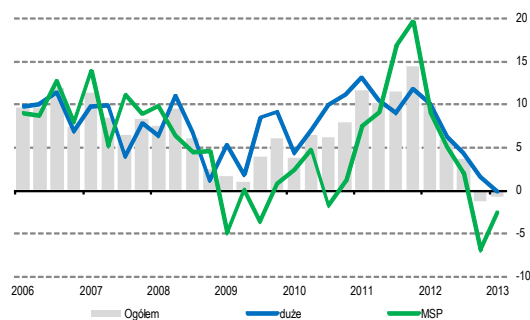
W I kw. 2013 r. koszty wynagrodzeń wzrosły (o 0,5% r/r), podczas gdy przychody ze sprzedaży spadły (o 2,7%), co oznacza zdecydowanie niższą dynamikę wydajności pracy niż płac. Obserwowany od ponad roku spadek dynamiki wydajności pracy wyhamował i wyniósł nominalnie -0,8% (więcej o 0,4 pp. niż w poprzednim kwartale), tj. realnie wydajność spadła o 0,1% r/r.

W I kw. 2013 r. udział przedsiębiorstw zwiększających realnie wydajność pracy zmniejszył się w relacji do analogicznego okresu 2012 r. (do 48,3%, tj. o 10,1 pp. mniej r/r). Spadł wyraźnie odsetek firm, będących w najkorzystniejszej sytuacji, tzn. takich, w których wzrost wydajności wynika z szybszego wzrostu sprzedaży niż zatrudnienia. Jedynie w 37,1% przedsiębiorstw wzrost wydajności był (przynajmniej po części) efektem wzrostu sprzedaży (spadek w relacji rocznej o 10,0 pp.). Aż w 27,9% firm zmniejszenie dynamiki wydajności wynikało z szybszego spadku dynamiki sprzedaży niż zatrudnienia.



**Rys. 35 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian wydajności, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia (r/r, dane za marzec kolejnych lat) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu; próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosła wydajność, zielone – spadła**

Spadek dynamiki wydajności pracy nastąpił w dużych firmach, natomiast w MSP dynamika ta wzrosła. Nadal kształtuje się jednak poniżej dynamiki wydajności dla sektora dużych przedsiębiorstw.



**Rys. 36 Dynamika wydajności pracy, nominalnie, w MSP i dużych przedsiębiorstwach**

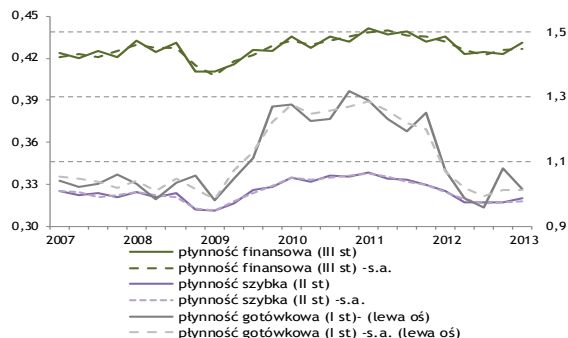
W podziale branżowym wysoką realną dynamikę wydajności pracy odnotowano w górnictwie (9,7%, niewątpliwie był to efekt m. in. wyraźnego zmniejszenia zatrudnienia w tej branży) i w energetyce (6,9%, niska baza odniesienia). W pozostałych sekcjach dynamika była ujemna (choć w I kw. 2013 r. branżowe wskaźniki cen spadły, a więc zmniejszyły swój wpływ na wartości realne). Wydajność pracy spadła realnie najbardziej w budownictwie (-6,5%, pomimo spadku zatrudnienia niskiego wskaźnika cen). Spadła ona również w usługach oraz w handlu (-2,6% i -2,2%). W branży przetwórczej wydajność spadła realnie do -1,6%. W sekcji tej wydajność obniżyła się zarówno w grupie eksporterów, jak i firm nieeksportujących (pomimo spadku zatrudnienia w tej grupie). Wydajność w grupie wyspecjalizowanych eksporterów spadła zaś ze względu na wzrost zatrudnienia.



## 4. Płynność, finansowanie działalności

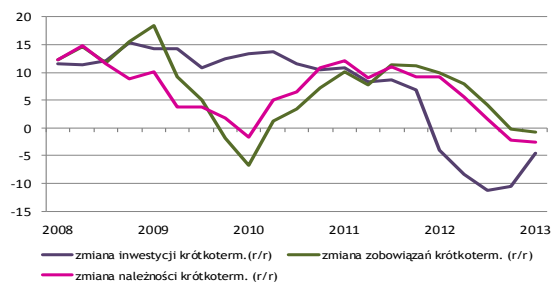
### Płynność

Pierwszy kwartał 2013 r. przyniósł lekką poprawę sytuacji płynnościowej sektora przedsiębiorstw. Wśród trzech z analizowanych wskaźników tylko płynność gotówkowa (dane surowe GUS) uległa lekkiemu pogorszeniu w ujęciu kwartalnym. W ujęciu rocznym natomiast, odnotowane zmiany wskaźników płynności są symboliczne.



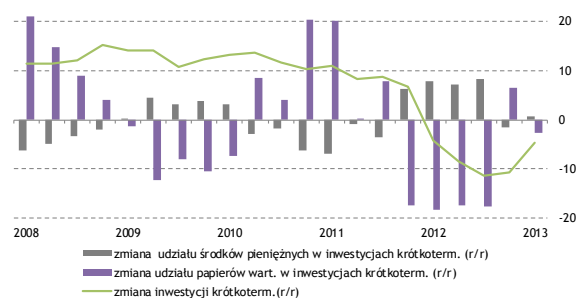
Rys. 37 Płynność finansowa (III stopnia), płynność szybka (II stopnia) i płynność gotówkowa (I stopnia)

O zmianach płynności I st. w ujęciu kwartalnym zdecydował silniejszy spadek inwestycji (7,6% kw/kw) niż zobowiązań krótkoterminowych (spadek o 3,6% kw/kw). Relatywnie stabilne poziomy wskaźnika II st. i wskaźnika III st. (z oznakami delikatnej poprawy w ujęciu kwartalnym), miały swoje źródło w obserwowanych zbliżonych zmianach ich składowych. Odnotowano niewielki spadek aktywów obrotowych (spadek o 1,3% kw/kw, w tym inwestycji o 7,8% kw/kw przy nieznacznym wzroście należności o 0,1% kw/kw), czemu towarzyszył wspomniany wcześniej silniejszy spadek zobowiązań krótkoterminowych.



Rys. 38 Zmiany roczne należności i inwestycji krótkoterminowych oraz zobowiązań krótkoterminowych

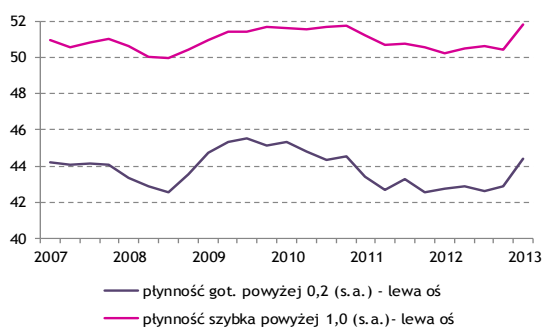
W I kw. 2013 r. udział środków pieniężnych w inwestycjach krótkoterminowych nieznacznie wzrósł (obecnie stanowią one ponad 75% agregatu). Nominalnie środki pieniężne spadły o 3,9% r/r (i o 6,6 % w ujęciu kwartalnym), jednocześnie odnotowano spadek udziału drugiego co do istotności, składnika inwestycji krótkoterminowych. Wartość papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstw spadła zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym (spadek odpowiednio o 7,1% i 11,4%). Udział papierów wartościowych w inwestycjach krótkoterminowych wyniósł 24%, co stanowi ok. 1,8 pp. mniej w relacji do wartości medianowej ich udziału z ostatnich siedmiu lat.<sup>9</sup>



Rys. 39 Zmiany inwestycji krótkoterminowych i udziałów ich głównych składowych (r/r)

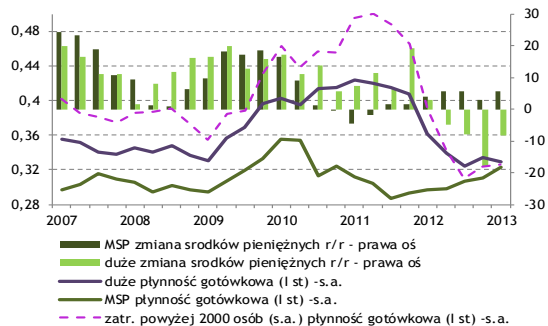
Poprawie płynności sektora przedsiębiorstw towarzyszył lekki wzrost odsetka przedsiębiorstw posiadających wskaźniki płynności I st. i II st. przekraczające, przyjęte na potrzeby analizy, wartości referencyjne. Obserwuje się stopniowe ograniczanie posiadanych środków pieniężnych przez największe przedsiębiorstwa, zwiększa się natomiast udział środków pieniężnych utrzymywanych przez przedsiębiorstwa odpowiadające swojej wielkością drugiemu i trzeciemu kwartyłowi pod względem wielkości sumy bilansowej.

<sup>9</sup> W skład inwestycji krótkoterminowych wchodzi środki pieniężne, papiery wartościowe (w tym również udziały, pożyczki) i pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe. Środki pieniężne i papiery wartościowe stanowią około 98%-99% inwestycji krótkoterminowych. Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe nie wywierają istotnego wpływu na pozycję zagregowaną, z uwagi na swój niewielki w nich udział.



**Rys. 40** Odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy

Wśród dużych przedsiębiorstw po raz kolejny dynamika inwestycji krótkoterminowych była ujemna (spadek o 9,2% r/r), a wśród przedsiębiorstw sektora MSP była dodatnia (wzrost o 4,6% r/r). W sektorze dużych przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 2000 osób) kolejny, piąty kwartał z rzędu środki pieniężne spadły (spadek o 18,5% r/r)<sup>10</sup>. Obecnie, środki pieniężne przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 2000 osób są niższe od stanu na koniec poprzedniego kwartału o 6,5%. W sektorze dużych przedsiębiorstw większy spadek inwestycji względem zobowiązań krótkoterminowych (różnica 6 pp.) przełożył się na pogorszenie wskaźnika płynności gotówkowej. Z kolei w sektorze MSP zbliżone poziomy spadku składowych, tj. inwestycji i zobowiązań krótkoterminowych odzwierciedliły się w nieznacznej poprawie wskaźnika płynności I st.

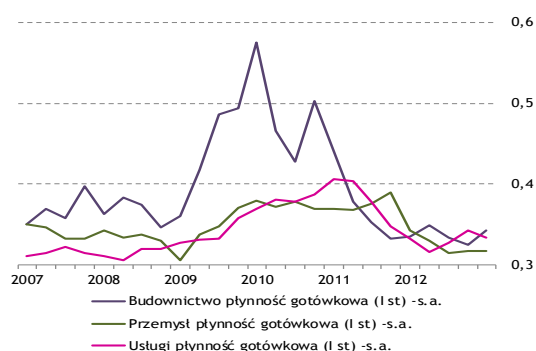


**Rys. 41** Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) przedsiębiorstw sklasyfikowanych wg zatrudnienia i zmiana akumulacji środków pieniężnych (r/r)

W obrębie głównych analizowanych branż sytuacja płynnościowa firm wydaje się być relatywnie stabilna. Spadek środków pieniężnych w sektorze dużych przedsiębiorstw

<sup>10</sup> W pozostałych klasach wielkości przedsiębiorstw środki pieniężne spadły także wśród przedsiębiorstw zatrudniających od 250 do 499 osób o 4,5% r/r.

dotyczył głównie firm górniczych i przetwórstwa przemysłowego. Odnotowane silne spadki płynności przedsiębiorstw sektora branży górniczej i energetycznej w relacji do analogicznego okresu poprzedniego roku nie spowodowały utraty płynności tych branż. Zarówno górnictwo, jak i energetyka w dalszym ciągu posiadają wskaźniki płynności mieszczące się powyżej średniej płynności dla całego sektora przedsiębiorstw (firmy te ograniczyły jedynie nadmierną płynność). Z kolei płynność sektora budowlanego mimo że pozostaje na relatywnie niskim to stabilnym poziomie (w relacji do średnich poziomów tej branży w ostatnich kilku latach). W I kw. br. odnotowano tu spadek inwestycji i zobowiązań krótkoterminowych (zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym) co jest pochodną ogólnie słabej koniunktury w tej branży.<sup>11</sup>



**Rys. 42** Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) przedsiębiorstw wg sekcji PKD

Dobłą sytuację płynnościową obserwuje się we wszystkich klasach przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem stopnia zaangażowania w sprzedaż eksportową. Historycznie, najwyższą płynnością charakteryzują się przedsiębiorstwa ze sprzedażą wyłącznie krajową. Wskaźniki płynności firm nieeksportujących wciąż pozostają na wyższych poziomach względem firm eksportujących (zarówno firm z częściową sprzedażą eksportową, jak i wyspecjalizowanych eksporterów) mimo, niemal dwuletniego okresu obniżania się płynności w tej klasie przedsiębiorstw.

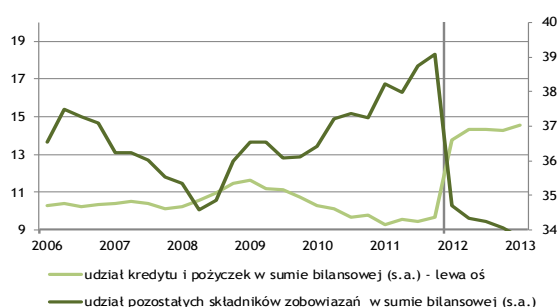
Tradycyjnie wyższą płynnością charakteryzują się firmy niekorzystające z kredytów bankowych. Wynika to z utrzymywania znacznie wyższych stanów zobowiązań krótkoterminowych

<sup>11</sup> Wzrost wskaźnika płynności gotówkowej branży budowlanej widoczny jest jedynie na danych odsezonowanych.

utrzymywanych przez kredytobiorców względem niekredytobiorców, przy zbliżonych stanach inwestycji krótkoterminowych w obu klasach. Na koniec I kw. br. płynność I st. wśród kredytobiorców pozostała na poziomie 0,2 podczas gdy w klasie przedsiębiorstw nie korzystających z kredytów była 3-krotnie wyższa.

## Kredyty i pożyczki

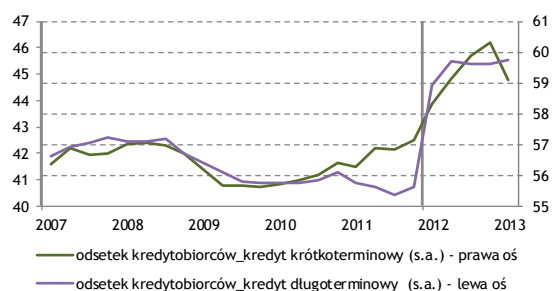
W I kw. br. kredyt ogółem<sup>12</sup> stanowił ponad 30,2% zobowiązań i rezerw na zobowiązania. Zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rocznym zaobserwowano wzrost kredytu i pożyczek ogółem (3,3% kw/kw i 9,3% r/r).



Rys. 43 Struktura pasywna (bez kapitałów własnych) sumy bilansowej (zmiana metodologii ujmowania kredytów i pożyczek po 2011.)

Udział kredytobiorców pozostaje relatywnie stabilny tj. 67,8% firm (o 0,7 pp. mniej niż w ubiegłym kwartale ale o 0,5 więcej niż w analogicznym kwartale poprzedniego roku). Częściej przedsiębiorstwa sięgały po kredyty i pożyczki krótkoterminowe (około 59% populacji) - co wiązało się z pozyskiwaniem środków na finansowanie kapitału obrotowego, niż długoterminowe (46% całej populacji F01). Utrzymująca się wciąż niska aktywność inwestycyjna nie stanowiła impulsu do zwiększania kredytowego zadłużenia długoterminowego.

<sup>12</sup> Do końca 2011 r. obliczony na podstawie pozycji: "Kredyty i pożyczki od jednostek pozostałych", od 2012 r. pozycja kredyty i pożyczki obejmuje również pożyczki od jednostek powiązanych.



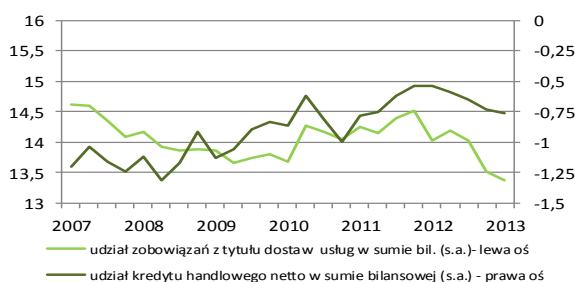
Rys. 44 Odsetek kredytobiorców

Najwyższą dynamikę kredytu ogółem odnotowały przedsiębiorstwa największe, zatrudniające powyżej 2000 osób (34% r/r). Za ten wzrost odpowiada w głównej mierze wysoka dynamika roczna kredytów i pożyczek ogółem firm przemysłowych, w tym górnictwa (wzrost o 30% r/r) i energetyki (wzrost o 19% r/r).

Firmy budowlane charakteryzują się najniższą dynamiką roczną kredytu (wzrost o 4%), co należy wiązać z utrzymującą się trudną sytuacją tej branży i częściej niż w innych branżach zgłaszanymi trudnościami z pozyskaniem finansowania bankowego.<sup>13</sup>

## Kredyt handlowy

W I kw. 2013 r. zobowiązania z tytułu dostaw i usług zmniejszyły się w ujęciu kwartalnym (o ok 3%), a należności wzrosły nieznacznie (wzrost o 0,1%). Kredyt handlowy netto w sumie pasywów przedsiębiorstw pozostał lekko ujemny, przy pogłębiającym się spadkowym trendzie kredytu handlowego brutto.



Rys. 45 Kredyt handlowy brutto (zobowiązania z tyt. dostaw i usług) i netto (zobowiązania z tyt. dostaw i usług pomniejszone o należności z tyt. dostaw i usług) w relacji do aktywów ogółem

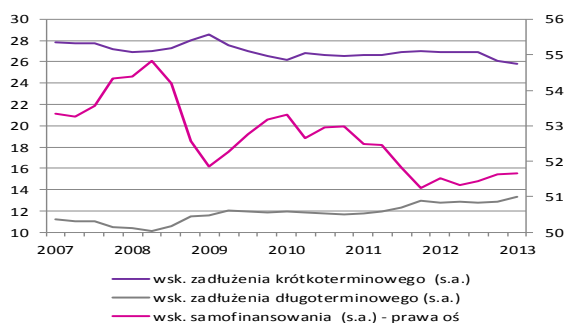
<sup>13</sup> Szerzej informacji jakościowej nt. dostępności, celu pozyskiwania środków pochodzących z kredytów bankowych dla przedsiębiorstw udziela raport NBP pt. „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 roku”, dostępny na stronie [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

W ujęciu branżowym tylko w przemyśle kredyt handlowy netto był ujemny, a w budownictwie po raz trzeci z rzędu był nieznacznie dodatni. W usługach tradycyjnie, kredyt kupiecki netto był dodatni.

## Wyłatalność

W I kw. br. poziom i struktura finansowania majątku przedsiębiorstw pozostały relatywnie stabilne. Utrzymało się niskie wykorzystanie dźwigni finansowej na poziomie całej badanej populacji. Wskaźnik zadłużenia ogólnego przedsiębiorstw pozostał na poziomie sprzed kwartału i wyniósł 48,3%. Odsetek przedsiębiorstw u których wskaźnik ogólnego zadłużenia przekraczał 100% nie uległ zmianie - 7% populacji miało wskaźnik przekraczający wartość progową.

Wskaźnik trwałości finansowania (pokrycia kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi sumy bilansowej) wzrósł do 69,9% (wzrost o 0,1 pp. kw/kw i 0,9 pp. r/r).



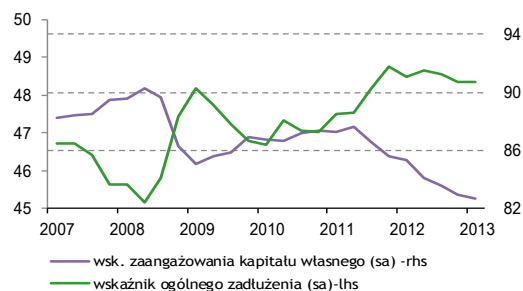
Rys. 46 Wskaźniki struktury finansowania w badanej populacji

Od początku 2011 r. udział kapitału własnego zaangażowanego w finansowanie aktywów trwałych znajduje się w trendzie spadkowym za sprawą regularnych niewielkich kwartalnych zmian wskaźnika (spadek o 0,3 pp. kw/kw, ale 2,6 pp. r/r). W I kw. br. wskaźnik zaangażowania kapitału własnego wyniósł 82,7%. Za obniżenie wskaźnika odpowiada utrzymujący się większy przyrost aktywów trwałych niż kapitału własnego (zmiany kapitału własnego są pozytywnie skorelowane ze zmianami zysku netto, a ten wciąż pozostaje w trendzie spadkowym).

W strukturze finansowania widoczne były różnice między klasami przedsiębiorstw. Najwyższe wskaźniki ogólnego zadłużenia miało budownictwo (około 66%). Tradycyjnie najniższym i obniżającym się wskaźnikiem zadłużenia ogólnego charakteryzowały się

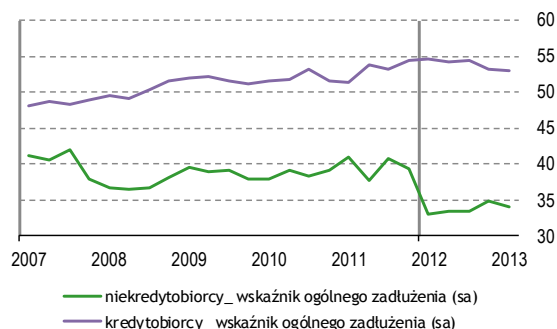
przedsiębiorstwa przemysłowe (43,1%, spadek o 0,6 pp. kw/kw i r/r).

Wskaźniki ogólnego zadłużenia przedsiębiorstw sektora MSP i dużych firm były relatywnie zbliżone (wyniosły odpowiednio 50% i 47%). W sektorze małych i średnich przedsiębiorstw utrzymuje się wyższa skłonność firm do finansowania aktywów trwałych kapitałem własnym (wskaźnik wyniósł tu 93,3% podczas gdy w sektorze dużych firm był o 13,7 pp. niższy).



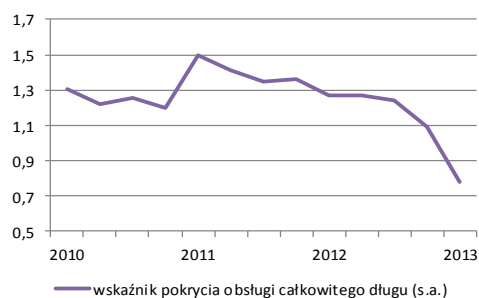
Rys. 47 Wskaźniki obciążenia kapitałów własnych (dane kwartalne)

Istotne zmiany od 2012 r w poziomie wskaźników informujących o strukturze finansowania w grupach przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem posiadania zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek jest w głównej mierze wynikiem wprowadzonych przez GUS po 2011 r. zmian metodologii gromadzenia danych. Podstawowe wnioski płynące z analizy obciążenia kapitałów pozostają jednak w mocy. W dalszym ciągu kredytobiorcy charakteryzują się wyższym wskaźnikiem ogólnego zadłużenia (54% wobec 34% w klasie przedsiębiorstw pozostających bez zadłużenia kredytowego), oraz zdecydowanie niższym udziałem kapitałów własnych w finansowaniu aktywów trwałych (73% wobec 118% w klasie przedsiębiorstw pozostających bez kredytu). Klasa przedsiębiorstw pozostających bez kredytów i pożyczek w większym stopniu natomiast korzysta z kredytów handlowych.



Rys. 48 Wskaźniki obciążenia kapitałów własnych (dane kwartalne)

Odsezonowany wskaźnik pokrycia obsługi długu uległ pogorszeniu. Na obecne silne pogorszenie wskaźnika wpływ miał z jednej strony, silny spadek zysku brutto, z drugiej strony wzrost obciążeń przedsiębiorstw z tytułu spłaty rat kapitałowych<sup>14</sup> i odsetek (wzrost o 13,3% kw/kw oraz 33% r/r).



**Rys. 49 Wskaźniki pokrycia obsługi długu (dane kwartalne)**

Najniższą potencjalną zdolność obsługi zobowiązań miały firmy budowlane, co wynika z ogólnie gorszej sytuacji tej branży na tle pozostałych firm. Najlepszą sytuację obserwuje się wśród przedsiębiorstw przemysłowych.

<sup>14</sup> Z uwagi na wprowadzone przez GUS zmiany metodologii gromadzenia danych o zobowiązaniach z tytułu kredytów i pożyczek, obecnie wskaźnik będzie przyjmował niższe poziomy niż w latach poprzednich tj. przed 2012 r. Od 2012 r wydatki na spłatę zadłużenia obejmują zarówno raty kapitałowe z tytułów kredytów i pożyczek, jak również pożyczek od jednostek powiązanych.

## Aneks

### Uwagi metodologiczne:

Notatka powstała w oparciu o dane F-01/I-01, tj. sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe. Są to sprawozdania, które przedsiębiorstwa przesyłają do GUS na koniec każdego kwartału. Obowiązek sprawozdawczy spoczywa na przedsiębiorstwach zatrudniających na koniec roku poprzedzającego sprawozdanie ponad 49 osób. Dostępne sprawozdania obejmują wszystkie sekcje PKD, poza sektorem finansowym, rolnictwem, leśnictwem i rybołówstwem.

Liczba przedsiębiorstw objętych badaniem na koniec grudnia 2012 r. wyniosła 17594.

### Słowniczek:

*Wskaźnik rentowności obrotu netto* – relacja wyniku finansowego netto do przychodów ogółem \*100

*Wskaźnik rentowności sprzedaży* – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży \*100

*Płynność finansowa (III st.)* - relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,2. (Wartość wymieniana

przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Płynność szybka (II st.)* - relacja inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowe do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,0 (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Płynność gotówkowa (I st.)* - relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 0,2. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Wskaźnik ogólnego zadłużenia* - relacja zobowiązań i rezerw na zobowiązania do sumy aktywów wyrażona w procentach

*Wskaźnik pokrycia obsługi długu* - relacja zysku brutto i całkowitych odsetek do wydatków na spłatę całkowitego zadłużenia (raty kapitałowe i odsetki).

### OPRACOWANIE:

Zofia Jankiewicz, tel. 29-72  
Łukasz Postek, tel. 29-96  
Katarzyna Puchalska, tel. 14-59  
Agnieszka Sawicka, tel. 22-42  
Izabela Tymoczko, tel. 26-03

### APROBOWAŁ:

Michał Gradzewicz

### ZATWIERDZIŁ:

Jarosław Jakubik

.....  
(Pieczęć i podpis dyrektora biura IE  
lub jego zastępcy)

.....  
(Pieczęć i podpis dyrektora  
lub zastępcy dyrektora IE)