



**II Raport z monitorowania bieżącej
sytuacji gospodarczej w sektorach –
badania 2016-2018
– synteza**



Autor:

Jerzy Hausner

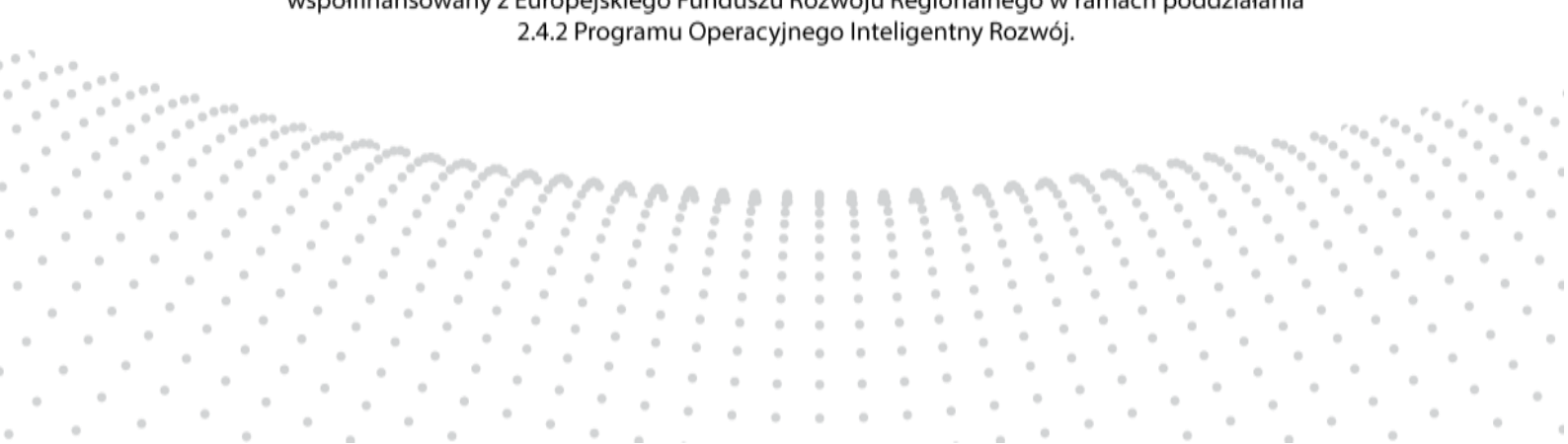


MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



Projekt badawczy pn. „Monitorowanie bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018”,
współfinansowany z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach poddziałania
2.4.2 Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój.



SYNTEZA

I. WYNIKI BADAŃ I ANALIZ

Obecną sytuację makroekonomiczną Polski – w horyzoncie Raportu – należy oceniać jako korzystną z punktu widzenia ograniczania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw. Wzrost gospodarczy jest dynamiczny i stabilny w perspektywie co najmniej kilku najbliższych kwartałów – wskazują na to zarówno bieżące dane, jak również prognozy. Rosnące płace, bardzo niskie i malejące bezrobocie oraz historycznie najwyższe poziomy optymizmu konsumentów stabilizują konsumpcyjny filar wzrostu; nawet w sytuacji stopniowego zanikania bezpośrednich efektów programu 500+. Dynamika inwestycji wciąż jest ujemna, ale wyraźnie rośnie. Wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, przy niskim i stabilnym – w najbliższej perspektywie – koszcie pieniądza i dostatecznej jego dostępności tworzą natomiast sprzyjające przesłanki dla przyszłego wzrostu inwestycji. Wyraźny spadek globalnego ryzyka i poprawa światowego klimatu gospodarczego, w tym w gospodarce niemieckiej – naszego największego partnera handlowego, tworzą dobry klimat dla polskiego eksportu. Domykająca się i bliska zrównoważenia luka popytowa jest dla przedsiębiorców sygnałem korzystnych perspektyw popytowych na rynku. Jednocześnie w aktualnych warunkach makroekonomicznych – tak w Polsce, jak i w gospodarce światowej i u naszych najbliższych partnerów – prowadzona w kraju polityka pieniężna stabilizuje inflację w paśmie wahań i stosunkowo blisko celu inflacyjnego, co także istotnie wspiera właściwy klimat dla rozwoju, w tym przyszłych inwestycji. W dodatku relatywnie niska aktywność inwestycyjna w okresie ostatnich pięciu kwartałów oznacza, że w przypadku ożywienia w tym obszarze może wystąpić tzw. efekt bazy. W takiej sytuacji – przy utrzymaniu się obecnych dobrych tendencji w zakresie konsumpcji prywatnej, można oczekiwać w najbliższej przyszłości wysokiej dynamiki PKB. Istotnym warunkiem spełnienia się takiego scenariusza i elementem jego niepewności jest tu jednak wyraźniejszy wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, w tym prywatnych.

Powyższy obraz ogólny wspierają bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe. Analiza dynamiki cyklu odchyień wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich trzech lat (do kwietnia 2017 r.) jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do ogólnej tendencji rozwojowej (wyznaczonej tu metodą filtracji HP), bez wyraźnych odstępstw od tej tendencji (rozumianych tu jako wahania koniunkturalne) jakie miały miejsce w latach 2000-2012.

W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara w wariacie klasycznym znajdują się w czwartej lub pierwszej ćwiartce układu współrzędnych (w zależności od przyjętych wartości parametrów wygładzających). Wskazuje to na przejście przez dolny punkt zwrotny cyklu odchyień i prawdopodobne wejście w okres poprawy koniunktury. W ostatnich trzech latach wzrost PKB można scharakteryzować jako stabilny w czasie. Na podstawie położenia punktów zegara dla PKB w jednym z wariantów średni kwartalny (z kwartału na kwartał) wzrost PKB w ostatnich trzech latach do III kwartału 2016 r. – włącznie jest szacowany na ok. 0,8%.

W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy dynamiczny jego wzrost w drugim półroczu 2016 r. (wyraźne odejście ostatnich punktów zegara od początku układu współrzędnych w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych). Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchyień tej składowej.

W najnowszej edycji Raportu Makro oceniono także, na podstawie modeli prognostycznych, perspektywy rozwojowe działów, a także trwałość tych perspektyw. W przypadku Produkcji

przemysłowej najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać działowi „Produkcja metalowych wyrobów gotowych z wyłączeniem maszyn i urządzeń”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku produkcji w analizowanym horyzoncie jest niskie i nie przekracza 0,17 na końcu horyzontu prognozy. Podobnie dział łączny „Górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, elektryczność, gaz, para wodna i gorąca woda oraz budownictwo” jest charakteryzowany niskim prawdopodobieństwem spadku produkcji. Działy zagrożone o wysokich prawdopodobieństwach spadku produkcji w analizowanym horyzoncie to: „Produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej” oraz „Dobra związane z energią”, w których prawdopodobieństwo spadku produkcji może przekraczać wartość 0,75 w analizowanym horyzoncie prognozy. Warto też podkreślić, że cały dział produkcji charakteryzuje się tym, że w większości analizowanych sekcji maksymalna (liczona po horyzoncie) wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji jest niższa niż 0,5.

W przypadku Handlu najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać działowi „Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami” oraz „Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi, motocyklami i paliwami”. Zagrożony jest natomiast rozwój działów – w analizowanym horyzoncie – „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w wyspecjalizowanych sklepach” oraz „Sprzedaż detaliczna paliw w wyspecjalizowanych sklepach”.

W przypadku Budownictwa lepsze tendencje rozwojowe przypisujemy „Budownictwu związanemu ze wznoszeniem budynków”. Spadek produkcji w analizowanym horyzoncie może występować w dziale „Robót budowlanych związanych z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej”.

Ocenę trwałości tendencji rozwojowej w działach w analizowanym horyzoncie prognozy przeprowadzono w ten sposób, że horyzont prognozy podzielono na dwie równe części i dla poszczególnych działów określono prawdopodobieństwo, iż prognozowana wartość produkcji w drugiej połowie horyzontu prognozy będzie niższa od wartości prognozowanej w pierwszej połowie.

W przypadku sektora Produkcji prognozowaną tendencję rozwojową należy określić jako najbardziej trwałą w przypadku działu „Produkcji urządzeń elektrycznych”. Tendencje rozwojowe oceniono natomiast jako najmniej trwałe w przypadku działów „Produkcja maszyn i urządzeń” i „Produkcja artykułów spożywczych”.

W przypadku sektora Handlu dział „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w niewyspecjalizowanych sklepach” będzie się charakteryzować pogarszaniem tendencji rozwojowych. Podobnie dział „Sprzedaż detaliczna sprzętu medycznego i ortopedycznego, kosmetyków i artykułów toaletowych prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach” oraz „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych” będą z dużym prawdopodobieństwem rozwijać się wolniej w drugiej połowie horyzontu prognozy w porównaniu z pierwszą połową.

W przypadku Budownictwa „Budownictwo ogółem” będzie się rozwijać wolniej w drugiej połowie horyzontu prognozy, przy czym słaba trwałość wzrostu w analizowanym dziale jest głównie spowodowana silnym pogorszeniem się sytuacji w dziale „Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków”.

Prognozy wielkości zagregowanych wskazują, że miesięczne tempo zmian produkcji sprzedanej przemysłu będzie rosło w ciągu całego roku 2017 osiągając pod koniec roku odczyt dwucyfrowy. Następnie wzrost produkcji będzie ulegał wyhamowaniu do wartości około 5% r/r w listopadzie 2018 r., jednak prawdopodobieństwo spadku produkcji jest mniejsze niż 0,1. Prognoza sprzedaży detalicznej, podobnie jak dla produkcji przemysłowej, wskazuje na dynamiczny wzrost na poziomie wyższym niż 5% r/r i osiągającym wartość dwucyfrową pod koniec 2017 roku. Wykres wachlarzowy prognoz

przypisuje prawdopodobieństwo spadku sprzedaży na poziomie około 0,15. Model z włączonym komponentem cyklicznym generuje bardzo optymistyczną ścieżkę wzrostu. Tempo zmian PKB w całym horyzoncie (do II kw. 2018) będzie wysokie i przekroczy 4% zmian r/r w pierwszym półroczu 2018 roku.

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej warianty modeli z cyklicznością przewidują o wiele silniejszą tendencję do wzrostu dynamiki w dalszych horyzontach prognozy. Dlatego też przedstawiono w raporcie także prognozy uzyskane w modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym. W przypadku sprzedaży detalicznej obydwie ścieżki prognoz pokrywają się. Tempo zmian produkcji przemysłowej jest niższe w całym analizowanym horyzoncie prognozy, jednak wniosek, iż tempo będzie rosnąć do końca roku 2017 jest utrzymany. Podobnie jak w przypadku modelu z komponentem cyklicznym, należy spodziewać się dwucyfrowego odczytu tempa zmian produkcji przemysłowej na przełomie 2017 i 2018 roku. Ścieżka prognoz tempa zmian PKB uzyskana z modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym wskazuje na słabszy wzrost, który nie przekracza 4,5% r/r we wszystkich kwartałach 2017 roku. Drugie półrocze 2018 roku będzie się charakteryzować wzrostem większym od 4% r/r.

Interpretując najnowsze wyniki komponentu mikroekonomicznego należy pamiętać, że w przypadku kwartałów nieparzystych zbiorczy F-01 GUS obejmuje jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie. W takiej sytuacji dla agregatu Ogółem replikowana jest diagnoza z ostatniego raportu dla danych „parzystych”, zaś aktualizowane są jedynie wyniki dotyczące przedsiębiorstw dużych i średnich.

Uwzględniając powyższe zastrzeżenie należy stwierdzić, że wprawdzie aktualne i prognozowane uwarunkowania makroekonomiczne działają korzystnie na zmniejszenie stopnia zagrożenia upadłością, przeprowadzone analizy na poziomie mikro pokazują, iż ryzyko to, wprawdzie w wielu przekrojach jedynie umiarkowane, jednak rośnie – zarówno na poziomie ogółem, jak i w niektórych subagregatach. Wykonane analizy mikroekonomiczne zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości są podstawą oceny negatywnej – ostrzeżenia, w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. Sytuacja jaka zaistniała w II p. 2016 r. opisana jest wzrostem zagrożenia; zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Tym samym, relatywnie stabilne warunki charakterystyczne dla ostatnich czterech półroczy zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia. Prognozy krótkoterminowe zakreślają słaby trend dalszego wzrostu ogólnego zagrożenia.

Mimo dość stabilnej sytuacji na poziomie ogółem w przypadku przedsiębiorstw średnich w I kw. 2017 r. odnotowano jednak znaczny wzrost zagrożenia – o +12,4% r/r, wobec okresu względnej stabilizacji trwającego od I kw. 2015 r. Krzywa długookresowej tendencji obejmująca także wielkości prognozowane, wskazuje natomiast na możliwą kontynuację stabilizacji w produkcji i handlu. W usługach I kw. 2017 r. przyniósł bardzo wysoki wzrost zagrożenia, który jako tendencja krótkookresowa o mniejszej intensywności będzie także kontynuowany w najbliższych czterech kwartałach.

Z kolei przedsiębiorstwa duże w I kw. 2017 r. wykazały wzrost zagrożenia r/r, przy długookresowej, niekorzystnej tendencji zmian. Pozytywną konstatacją jest zmniejszenie okresowych wahań, także dalej prognozowane. Prognozy na kolejne cztery kwartały (II kw. 2017 r. – I kw. 2018 r.) sugerują wzrost zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa (znaczny wzrost zagrożenia), natomiast handel oraz generalnie produkcję charakteryzują korzystne zmiany (ostateczna ocena wymaga odwołania się do ocen cząstkowych produkcyjnych sekcji PKD).

Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością – po okresie jego ostatniej względnej stabilności – wpływa na możliwy wzrost liczby i odsetka wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw w perspektywie I lub II p. 2017 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego (opis

scenariuszy – por. Raport Mikro) przewidują wzrost zagrożenia w I p. 2017 r. (+3,4% r/r) Drugie półrocze 2017 r. to możliwa kontynuacja wzrostu (+0,6% r/r). Sytuację ocenia się ogólnie jako krótkotrwałą i średnio intensywną tendencję do wzrostu zagrożenia (poziom drugi – ostrzegawczy). Scenariusz pesymistyczny implikuje nie tylko przerwanie fazy stabilizacji, ale i relatywnie większy wzrost zagrożenia.

Analiza zagrożenia w działach PKD pokazuje, że w działalności produkcyjnej obserwowany jest od II p. 2012 r. wysoki stopień zagrożenia upadłością w działalności związanej z górnictwem (w szczególności w działach PKD 05, 09) oraz utrzymująca się niekorzystna sytuacja w całym okresie analizy w przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30). W II p. 2016 r. wysoki stopień zagrożenia upadłością odnotowano w 9 działach PKD (wartości powyżej 200), w 5 poziom ostrzegawczy, w 18 niski, a w 16 działach PKD odnotowano wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością. Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych wzrost zagrożenia upadłością wystąpił w 13 działach PKD, w średnich w 10, a w dużych w 11. Stopień zagrożenia powyżej wartości dla produkcji ogółem zaobserwowano w 11 działach PKD, w małych przedsiębiorstwach w 8, w średnich w 13, a w dużych w 12 działach PKD.

Przedsiębiorstwa handlowe w całym okresie analizy cechowały się korzystniejszą sytuacją, niż w produkcji i usługach. Potwierdza to również niski stopień zagrożenia upadłością od 2014 roku we wszystkich działach PKD przedsiębiorstw ogółem, małych, średnich i dużych. Wartość miary stopnia zagrożenia upadłością powyżej średniej dla handlu w II p. 2016 r. zaobserwowano jedynie w 1 dziale PKD zajmującym się handlem hurtowym i detalicznym pojazdami samochodowymi; naprawą pojazdów samochodowych.

W przedsiębiorstwach usługowych nastąpiła wyraźna poprawa w budownictwie, w działalności związanej z transportem i gospodarką magazynową od 2011 r. odnotowywane są wysokie poziomy stopnia zagrożenia upadłością wskazujące na utrzymującą się niekorzystną sytuację w tej grupie przedsiębiorstw. W II p. 2016 r. wysoki stopień zagrożenia upadłością odnotowano w 9 działach, ostrzegawczy w 1 dziale i niski w 16, a w 13 działach PKD zaobserwowano wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością. Uwzględniając klasy wielkości w przedsiębiorstwach małych, wzrost ten wystąpił w 16 działach, w średnich w 14 działach, a w dużych w 12 działach PKD.

Analizę stopnia zagrożenia upadłością wzbogacono o miarę MSO, obejmującą ocenę dwóch kategorii: relacji stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących w dziale PKD względem średnich dla rodzaju działalności. Na tej podstawie sporządzono listę rankingową działów PKD według klas wielkości. Ranking ten pozwala na wskazanie działów PKD w II p. 2016 roku, na które należy zwrócić szczególną uwagę zarówno w grupie przedsiębiorstw ogółem, jak i działy w poszczególnych klasach wielkości. W działach tych wystąpił bowiem ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością oraz ponadprzeciętna liczba pracujących (wzorzec I). Są to dla przedsiębiorstw ogółem:

- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (dział PKD 29),
- wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (dział PKD 05),
- produkcja urządzeń elektrycznych (dział PKD 27),
- naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń (dział PKD 33),
- działalność związana z zatrudnieniem (dział PKD 78),
- działalność pocztowa i kurierska (dział PKD 53),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (dział PKD 52),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (dział PKD 42),
- działalność związana z obsługą nieruchomości (dział PKD 68),
- roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków (dział PKD 41).

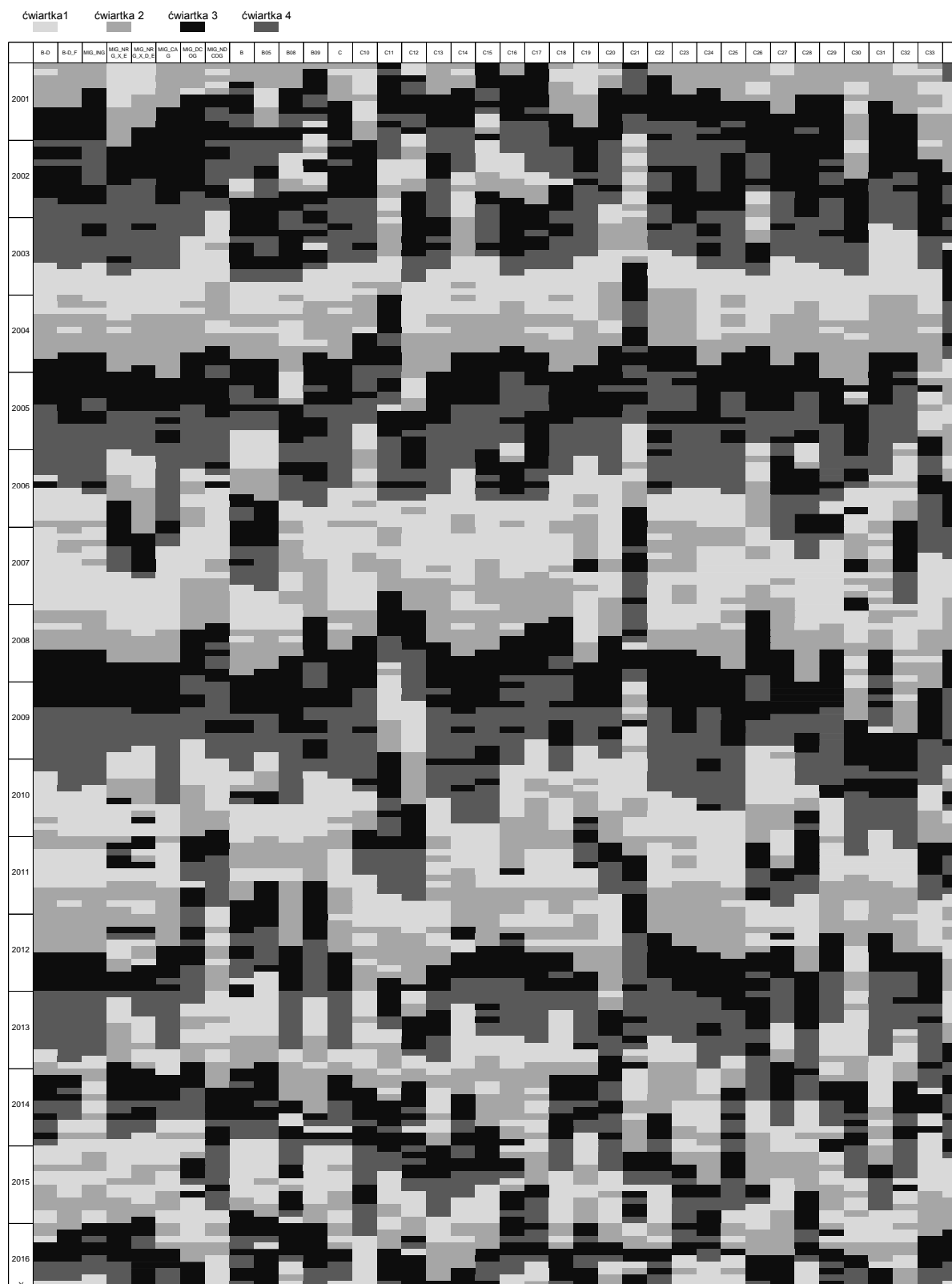
Analiza stopnia zagrożenia na najnowszych danych – za I kw. 2017 r. – pozwoliła z kolei wyodrębnić działy PKD dla grup przedsiębiorstw dużych i średnich, cechujących się ponadprzeciętnym stopniem zagrożenia oraz ponadprzeciętną liczbą pracujących. W I kw. 2017 r. dla przedsiębiorstw dużych są to:

- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
- działalność związana z zatrudnieniem (78),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (81).

W przypadku przedsiębiorstw średnich są to w I kw. 2017 r.:

- produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (23),
- działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów; odzysk surowców (38),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
- roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków (41),
- roboty budowlane specjalistyczne (43),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność związana z zatrudnieniem (78).

Rysunek 1 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku (ćwiartka 1 oznacza ekspansję, ćwiartka 2 wyhamowanie, ćwiartka 3 recesję, ćwiartka 4 odbudowę)



Źródło: Raport Makro.

Bardziej szczegółową analizę cykli w analizowanych działach produkcji (i nową w stosunku do wcześniejszych wersji Raportu) przedstawia rysunek 1. Na wykresie mozaikowym odwzorowuje on pozycję cykliczną wybranych działów i sekcji produkcji w okresie od 2001 r. do końca 2016 r. Wiersze wykresu reprezentują poszczególne kwartały w kolejnych latach, zaś kolumny – działy i sekcje produkcji. Pozycja cykliczna określonego działu w danym kwartale jest reprezentowana przez kolor komórki znajdującej się na przecięciu odpowiedniego wiersza z kolumną reprezentującą ten dział/sekcję. Kolorem najjaśniejszym oznaczono fazę ekspansji (I ćwiartka), zaś najciemniejszym – okres recesji (III ćwiartka). Kolorami o pośrednich stopniach szarości – fazy wyhamowania i odbudowy (ćwiartki II oraz IV – odpowiednio). Procedurę taką można wykorzystywać dla różnych metod detekcji pozycji cyklicznej. W Raporcie Makro metodom tym odpowiadały różne wartości współczynników wygładzających λ w filtrze HP.

Ten sposób wizualizacji bardzo ułatwia syntetyczną ocenę stanu koniunktury w poszczególnych kwartałach. Przykładowo, wiersz „bardzo jasny” sygnalizuje kwartał, w którym w większości działów koniunktura jest dobra. Na tej podstawie odczytać też można, że dla bieżącego okresu czasu 12 działów produkcji znajduje się w recesji, a okres ekspansji należy przypisać 13 działom produkcji. Wiersz „najbardziej zaciemniony” informuje z kolei o sytuacji odwrotnej. Dodatkowo, dla każdego wiersza, łatwo można zliczyć liczby komórek o poszczególnych kolorach, co daje prostą zagregowaną miarę koniunktury w danym momencie. Ta forma prezentacji umożliwia także śledzenie pewnych cech „topologicznych” cyklu koniunkturalnego. Duża, ciemna i spójna „plama” sugeruje, że w określonej grupie działów słabsza koniunktura utrzymywała się przez okres kilku kwartałów. Analogicznie można interpretować obszary „jasnych plam”. Dla poszczególnych obszarów również można zliczać liczby plam o określonych kolorach, co daje syntetyczną statystykę stanu koniunktury w danej grupie działów/sekcji w czasie.

Interpretując w niniejszy sposób powyższy wykres można zauważyć, że układ kolorów w jego górnej (początek obecnego stulecia) oraz dolnej części (okres ostatnich kilku lat) różni się. Po pierwsze, na dole rysunku mniej jest dużych obszarów o jednolitym kolorze. Po drugie, dominują „odcienie” jaśniejsze. Oznacza to, że obecny okres charakteryzuje lepszy stan koniunktury na poziomie sektorowym, a sytuacja w poszczególnych sektorach jest bardziej zdywersyfikowana. Powstaje zatem pytanie o przyczyny tej zmiany rozkładu sektorowego stanu koniunktury.

Nie znamy odpowiedzi na to pytanie, zatem warto naszkicować kilka bardziej prawdopodobnych hipotez. Pierwsze z wyjaśnień można wiązać z długotrwałymi i skutecznymi efektami procesu konwergencji polskiej gospodarki, który doprowadził do większej dywersyfikacji rynków zbytu, zakupów czynników oraz środków produkcji (surowców, dóbr inwestycyjnych), sieci kooperantów itd. – tak w układzie międzynarodowym, jak i na poziomie krajowym. Zmniejszyło to stopień wzajemnego uzależnienia przedsiębiorstw od siebie oraz osłabiło kanały propagacji szoków pomiędzy firmami; zwłaszcza o charakterze globalnym (*common factors*). Ważną rolę mogły odegrać tu także środki unijne – tworzące dostępne, stabilizujące i przewidywalne źródło finansowania. Jednym ze skutków zmniejszenia wzajemnych zależności międzysektorowych może być – działający poprzez ten mechanizm dywersyfikacji – obserwowane w Polsce silne spłaszczenie amplitudy wahań cyklicznych, widoczne m.in. w analizie cyklu odchyień. Gdyby dalsze badania potwierdziły tę hipotezę, miałyby ona bardzo istotne znaczenie z punktu widzenia oceny ryzyka upadłości w polskiej gospodarce – taka dywersyfikacja zmniejszałaby ekspozycję na szoki, w tym osłabiłaby działanie mechanizmów „zarażania”.

Alternatywna interpretacja sugeruje dokładnie odwrotną zależność. Małe fluktuacje cykliczne na poziomie agregatów (PKB, produkcja sprzedana itp.) mogą być interpretowane tak, że obecnie polska

gospodarka w niskim stopniu jest ekspozycja na większe szoki egzogeniczne. Przyczyn tego stanu może być wiele, ale jedną z nich mogą być pozytywne skutki globalnego kryzysu finansowego. Uruchomił on mianowicie szereg działań stabilizacyjnych w wiodących gospodarkach światowych oraz zmniejszył w wielu obszarach apetyt na ryzyko. Zaowocowały one spadkiem części indeksów niepewności i stabilizacją nastrojów (choć na raczej niskim poziomie). Trzecią grupę wyjaśnień można wiązać z krajowymi działaniami w zakresie polityki gospodarczej. W okresie przejściowym pomiędzy perspektywami finansowymi uruchomiony został program 500+ – o „kompensujących” choć w pewnej części, skutkach pro-popytowych. Stabilny jest poziom stóp procentowych etc.

II. WNIOSKI I REKOMENDACJE

Kolejny kwartalny raport badawczy (II w tym cyklu badawczym) potwierdza wyniki naszych poprzednich analiz. Dobra jest koniunktura w polskiej gospodarce i można oczekiwać jej utrzymania się w horyzoncie 4-6 kwartałów. Dotyczy to także dynamiki PKB. Będzie się jednak zmieniać jego struktura.

Odnotowany w I kwartale 2017 r. 4-procentowy wzrost PKB był wynikiem głównie wzrostu spożycia indywidualnego (3 punkty procentowe), częściowo przyrostu zapasów (0,7 punktu procentowego) oraz w minimalnym stopniu wzrostu eksportu netto (0,1 punktu procentowego). Interpretując te wyniki trzeba jednak pamiętać, że zapasy w systemie rachunków narodowych stanowią wielkość rezydualną, którą tym samym jest trudno interpretować ekonomicznie. Ponieważ wzrost spożycia był powodowany głównie wypłatami programu 500+, który uruchomiono 1 kwietnia 2016, należy oczekiwać w kolejnych kwartałach niższej dynamiki spożycia, na co wskazuje także opracowana przez nas prognoza makroekonomiczna. Dynamizujący wzrost PKB efekt programu 500+ będzie stopniowo wygasać. Należy przypuszczać, że jego miejsce zajmie relatywnie wysoki wzrost wynagrodzeń.

W I kwartale br. wkład inwestycji do wzrostu PKB był zerowy. Inwestycje w tym kwartale miały nadal dynamikę ujemną, choć niewielką. Zatem jeśli prognozujemy utrzymanie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach na poziomie 4 proc., to wynika to z prognozy szybko rosnącej dynamiki nakładów inwestycyjnych, tak publicznych, jak i prywatnych. Co do tych pierwszych obaw nie ma.

Według naszej prognozy w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie coraz silniej ciągnięty przez inwestycje oraz spożycie, przy nieco zmniejszającej się dynamice spożycia. Nie należy jednak oczekiwać pozytywnego wkładu eksportu netto, bowiem silny wzrost inwestycji zapewne pociągnie za sobą, przynajmniej w początkowym okresie, silny wzrost importu, wyprzedzający wzrost eksportu.

W tej sytuacji kwestia wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw staje się coraz bardziej paląca. II kwartał br. nie przyniósł w tym zakresie przełomu. Większość przedsiębiorstw nadal wstrzymuje się z podejmowaniem inwestycji, mimo że poziom wykorzystania mocy produkcyjnych jest historycznie najwyższy i wyraźnie przewyższa długookresową średnią.

Możemy w drugiej połowie br. oczekiwać wyraźnego przyrostu nakładów inwestycyjnych, ale publicznych. Nie jest natomiast jasne, jak ukształtują się inwestycje prywatne. W szczególności ruszyła już nowa fala inwestycji samorządowych, które starają się aktywnie sięgnąć po dostępne środki unijne. Warto jednak pamiętać, że wzrost inwestycji publicznych, finansowanych głównie ze środków UE, pociągnie za sobą wzrost wydatków publicznych, jako formę współfinansowania.

Wstrzemięźliwość inwestycyjna przedsiębiorstw musi stać się przedmiotem poważniejszej refleksji decydentów. Zważywszy na wysoką dynamikę PKB i spożycia oraz bardzo wysoki poziom wykorzystania majątku produkcyjnego, należałoby sądzić, że przedsiębiorstwa mają mocne przesłanki do rozwojowej

i inwestycyjnej ekspansji. Dodać też trzeba, że przedsiębiorcy, zwłaszcza duzi i średni nie uskarżają się na brak dostępności kredytu. Zresztą wiele przedsiębiorstw ma nadwyżkowe środki własne, które lokuje na rachunkach bankowych, mimo bardzo niskiej stopy procentowej. Z tego punktu widzenia powinny one raczej inwestować niż oszczędzać, jednak tego nie robią. Polityka rządu winna zatem zostać skierowana na aktywowanie tych nadwyżek dla realizacji inwestycji w sektorze prywatnym. Można domniemywać, że rosnąca skala inwestycji w sektorze publicznym oddziaływać będzie pozytywnie i stymulująco na sektor prywatny, jednak z pewnością konieczne są szybkie i zdecydowane kroki zachęcające przedsiębiorców do większej aktywności inwestycyjnej.

Nasze mikroekonomiczne badania i analizy wskazują na stopniowo postępujące pogorszenie ekonomicznej sprawności przedsiębiorstw krajowych. Widoczne są niekorzystne zmiany struktury majątkowo-kapitałowej (wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej), którym towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Wzrasta długość cyklu należności, ale i zobowiązań, a wynikowy cykl kapitału obrotowego netto uległ skróceniu. Płynność bieżąca i szybka pozostają na stabilnych poziomach, maleje jednak wypłacalność oceniana relacją wyniku finansowego i amortyzacji do zadłużenia ogółem. W sposób widoczny maleje produktywność majątku (cyrkulacja kapitału).

Z punktu widzenia systemu wczesnego ostrzegania powyższe zjawiska należy traktować jako sygnał wskazujący na możliwość zbyt silnej ekspozycji przedsiębiorstw na ryzyko istotnego pogorszenia się koniunktury. Po 1992 r. Polska praktycznie nie doświadczyła recesji. Niestety wykluczyć takiej możliwości w otwartej gospodarce rynkowej nie można. Dlatego systematycznie trzeba dbać o wysoką sprawność przedsiębiorstw i ich zdolności adaptacyjno-rozwojowe.

Problemy finansowe przedsiębiorstw są dużo bardziej widoczne, jeśli spojrzeć na nie w ujęciu dynamicznym – przepływów, a nie statycznym. A tak powinniśmy popatrzeć, aby móc przewidywać to, co może się dzieć z poziomem zagrożenia upadłością. Pogorszenie sprawności działania przedsiębiorstw niekoniecznie jeszcze ujawnia się w bieżących wynikach, ale może – o ile ten proces nie zostanie powstrzymany – doprowadzić do znaczącego wzrostu zagrożenia upadłością w sektorach gospodarki.

Obecnie problem występuje już w wymiarze operacyjnym w usługach, jako rodzaju działalności. Tu wzrost zagrożenia upadłością ma już miejsce, chociaż jest umiarkowany. Ten rodzaj działalności, który kumuluje blisko 1/3 zatrudnienia w przedsiębiorstwach jest wrażliwy przede wszystkim dlatego, że dynamika wydajności pracy jest w nim przeciętnie najniższa i trudno uzyskać wyższą. To wynika z relatywnie małej skali przedsiębiorstw usługowych oraz z tego, że zatrudniają one osoby o przeciętnie niższych kwalifikacjach. W sytuacji dokonującej się gwałtownej zmiany sytuacji demograficznej, przedsiębiorstwa usługowe są narażone szczególnie. Z jednej strony ich także dotyka presja płacowa, trudno im jednocześnie znaleźć odpowiednich pracowników. W ich przypadku wzrost jednostkowych kosztów pracy jest wyraźnie odczuwalny.

Oczywiście poprawia sytuację na rynku pracy napływ pracowników zagranicznych, szczególnie z Ukrainy. Ale pamiętać należy, że ich kwalifikacje są przeciętnie niższe niż pracowników krajowych, a trafiają oni przede wszystkim do przedsiębiorstw usługowych. Napływ pracowników zagranicznych poprawia sytuację na rynku pracy, ale pod względem koniunkturalnym, pod względem strukturalnym może być problemem. Chyba że przedsiębiorstwa i system edukacji intensywnie zajmą się ich szkoleniem i rozwojem zawodowym. Ale na to się na razie nie zanoszą. Korzystamy z okazji, nie martwiąc się szczególnie o dalsze konsekwencje.

Obserwując międzynarodowe otoczenie gospodarcze, warto w szczególności dostrzec sygnały zapowiadające stopniowe kończenie się okresu hiperekspansywnej polityki monetarnej, w tym bardzo niskich i ujemnych stóp procentowych. FED dokonał w czerwcu kolejnej podwyżki stóp procentowych

i zapowiedział stopniowe zmniejszanie sumy bilansowej (można oczekiwać, że w sumie o połowę), czyli ograniczenie dodatkowej emisji płynnych rezerw banków, jakkolwiek FED zapowiedział równocześnie, że proces ten będzie rozłożony na długi okres. Przyczyna wynika stąd, że gdyby Rezerwa Federalna zaczęła zbyt szybko sprzedawać posiadane przez nią obligacje skarbowe, to mogłaby wywołać tym znaczny spadek ich cen, a tym samym zbyt duży wzrost wysokości długoterminowych stóp procentowych, na co koniunktura w gospodarce amerykańskiej jest wciąż zbyt słaba. Rezerwa Federalna obawia się prawdopodobnie także tego, że zbyt szybkie wycofanie płynności z rynków finansowych mogłoby zwiększyć prawdopodobieństwo spadku indeksów giełdowych, które utrzymują się na historycznie wysokim poziomie pomimo umiarkowanie optymistycznych prognoz przyszłej koniunktury.

Podobne dylematy polityki pieniężnej odnoszą się do EBC. Wprawdzie poprawiająca się koniunktura w strefie euro skłoniła EBC do zapowiedzi stopniowego wycofywania się z programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, ale proces ten będzie najprawdopodobniej stopniowy i powolny ze względu na stosunkowo trudną nadal sytuację w gospodarkach kilku krajów strefy euro, w tym zwłaszcza w gospodarce włoskiej.

Mimo jednak, że powrót do konwencjonalnej polityki pieniężnej będzie prawdopodobnie powolny, może on powodować stopniowe odwracanie kierunku przepływu kapitału. Niekorzystnie odczują to gospodarki wschodzące.

Nie wydaje się jednak, by stopniowy wzrost długoterminowych stóp procentowych miał stworzyć zagrożenia silnego odpływu inwestorów z rynku polskich obligacji skarbowych. W dużej części znajdują się one w portfelach zagranicznych funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych, a więc są w posiadaniu inwestorów długoterminowych. Poza tym polskie obligacje od dłuższego już czasu stanowią składnik światowych indeksów, a więc są standardowo utrzymywane w portfelach aktywów globalnych inwestorów. Ich udział w tych portfelach może się zwiększać albo zmniejszać, w zależności od sytuacji w polskiej gospodarce i budżecie, ale najprawdopodobniej będą to nadal zmiany stopniowe.

Zapowiadana reorientacja polityki pieniężnej w krajach wysoko rozwiniętych sygnalizuje zapewne znacznie szersze zjawisko przyjmowania przez niektóre ośrodki decyzyjne w tych krajach wyraźnie dłuższej perspektywy gospodarczej, niż to miało miejsce co najmniej w ostatnich 10 latach. Oznacza to koncentrowanie się bardziej na kwestiach strukturalnych niż koniunkturalnych. Krajowi decydenci nie powinni tego sygnału zlekceważyć.

Przykładem jest gospodarka chińska, gdzie zdecydowano się na obniżenie tempa wzrostu, opierając je bardziej na wzroście konsumpcji, a nie – jak wcześniej na eksporcie i inwestycjach – by zrównoważyć gospodarkę. Na razie przynosi to dobre rezultaty, jakkolwiek w długim okresie kolejną zmianą strukturalną, od której będzie zależało przyszłe tempo wzrostu w Chinach, jest sprywatyzowanie wciąż zbyt dużego sektora firm państwowych, których chronicznie niska efektywność i zyskowność jest jednym z czynników rodzących niepokojący duży wzrost zadłużenia krajowego.

Analizując problemy strukturalne naszej gospodarki, warto zająć się głębiej zjawiskiem postępującej dywersyfikacji przebiegu cyklu koniunkturalnego w poszczególnych sekcjach PKD, co szerzej omawiamy w I części syntezy wyników II raportu (w ramach obecnego cyklu badawczego). Nie rozstrzygając w tym miejscu, która z zaproponowanych trzech interpretacji zaobserwowanego zjawiska jest najbardziej uzasadniona (to wymaga dodatkowych analiz, które przeprowadzimy przy okazji kolejnych raportów), chcemy jednak podkreślić, że taka dywersyfikacja jest faktem, co rodzi istotne implikacje dla polityki gospodarczej. Po pierwsze, gdyby ta tendencja okazała się trwała, słabnie uzasadnienie i potrzeba aktywnej polityki ogólnego oddziaływania na koniunkturę. Amplituda wahań koniunkturalnych się zmniejszyła i jest wypadkową zróżnicowanej sytuacji w poszczególnych sekcjach.

Natomiast wzrasta uzasadnienie i potrzeba prowadzenia „polityki przemysłowej”, nastawionej jednak w mniejszym stopniu na pobudzanie koniunktury w poszczególnych sektorach gospodarki, bardziej zaś na kształtowanie ich wyższych zdolności rozwojowo-adaptacyjnych. Przy czym taka polityka nie powinna być ukierunkowana na poszczególne sekcje PKD, ale na ich grupy. A konkretnie te grupy, które charakteryzują się obecnie relatywnie silną korelacją koniunkturalną i rozwojową. Wytypowanie tych grup wymaga jednak przeprowadzenia dodatkowych badań i analiz, których gotowość podjęcia deklarujemy.