



**V Raport z monitorowania bieżącej
sytuacji gospodarczej w sektorach –
badania 2016-2018
– raport łączny**

Autor:

Piotr Boguszewski



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.

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	9
WPROWADZENIE	14
I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	16
1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	16
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI	16
1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ	25
1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI	27
1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH	33
1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	35
II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....	38
2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	38
2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE.....	39
2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB	40
2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM.....	43
2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ	44
III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW	47
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	47
3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON	47
3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU.....	48
3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH	50
IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	52
4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	52
4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA	52
V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	58
5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	58
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	58
5.3 TOP 10.....	60
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....	75
LITERATURA	79
SPIS TABEL	80
SPIS RYSUNKÓW	80

„V Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – raport łączny” jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych oraz własnych badań, wyniki następujących edycji raportów: *„V Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent mikroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**¹, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**², dr **Konrad Kolegowicz**³) oraz *„V Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Łukasz Lenart**⁴, dr **Błażej Mazur**⁵, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**⁶). Opracowania tekstu dokonał dr **Piotr Boguszewski**⁷.

¹ Katedra Statystyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

² Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

³ Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁴ Katedra Matematyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁵ Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁶ Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁷ Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

SYNTEZA

Aktualna sytuacja makroekonomiczna Polski nadal jest bardzo korzystna i w wysokim stopniu zgodna z ocenami formułowanymi w trzech poprzednich edycjach badania. Dynamika PKB jest wysoka – w IV kw. 2017 r. według wstępnych szacunków GUS wyniosła ok. 4,6% r/r. Wspiera ją głównie wysoki popyt krajowy, którego zasadniczym filarem nadal jest spożycie w sektorze gospodarstw domowych. Dane IV kw. 2017 r. potwierdziły też stopniowy wzrost aktywności inwestycyjnej. Wkład eksportu netto do PKB okazał się natomiast neutralny. Można szacować, że w całym 2017 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła ok. 4,6% r/r.

Mimo tak wysokiej dynamiki PKB polska gospodarka trwale znajduje się na ścieżce stabilnego wzrostu. Jako bardzo dobrą należy oceniać aktualną sytuację budżetu; również w pierwszych miesiącach 2018 r. Inflacja znajduje się poniżej celu polityki pieniężnej i nieco poniżej dopuszczalnego pasma wahań. Niskie są miary inflacji bazowej. Pomimo niskiego poziomu stóp procentowych i dobrej dostępności kredytu, dynamika tej kategorii jest umiarkowana i nie generuje ryzyk. Choć w 2017 r. złoty umacniał się – m.in. z uwagi na dobre fundamenty gospodarki i rosnący sentyment inwestorów do krajów wschodzących – ta tendencja nie zagraża działalności eksportowej m.in. ze względu na dość spory bufor euro w stosunku do kursu granicznego opłacalnego eksportu.

Za korzystne należy uznać także najbliższe perspektywy polskiej gospodarki. Przede wszystkim nadal przewiduje się, że w 2018 r. bardzo dobry będzie stan gospodarki światowej. Według prognoz może ona wzrosnąć o ok. 4% r/r. Nieco gorszej sytuacji można jednak spodziewać się u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Widać tam, i w innych krajach europejskich, oznaki cyklicznego osłabienia koniunktury.

Jeśli chodzi o czynniki wewnętrzne, to w dużym stopniu należy podtrzymać oceny formułowane w poprzednim RŁ. Wprawdzie można oczekiwać łagodnego spadku dynamiki konsumpcji, związanego z wygasaniem efektu programu 500+, ale jednocześnie zwiększy się prawdopodobnie aktywność inwestycyjna polskiej gospodarki. Zweryfikowane dane GUS za IV kw. 2017 r. wskazują jednak, że ożywienie tej kategorii będzie zapewne stopniowe i w dużym stopniu dotyczyć będzie inwestycji publicznych. Aktywność w tym obszarze będzie wspierana nie tylko przez poprawę stopnia wykorzystywania funduszy unijnych, ale też przez tzw. cykl polityczny, związany z wyborami samorządowymi na jesieni tego roku. Niskie i ze stabilną perspektywą są też stopy procentowe. Nieco gorzej niż w ostatnim roku może kształtować się eksport netto. Z jednej strony proimportowo mogą działać m.in. wyższe inwestycje, droższa ropa naftowa i mocniejszy złoty. Z drugiej, nieco może zmaleć dynamika polskiego eksportu – ze względu na lekkie osłabienie kondycji gospodarki niemieckiej i mocniejszego złotego. Istotnym czynnikiem ryzyka mogą być też skutki działań protekcjonistycznych USA i ewentualnych retorsji ze strony innych krajów.

Konfiguracja powyżej analizowanych czynników wskazuje na możliwość lekkiego spadku dynamiki PKB Polski w 2018 r. Skala tego osłabienia będzie jednak zapewne bardzo nieznaczna. Lekkiemu wyhamowaniu tempa wzrostu spożycia prywatnego i możliwemu pogorszeniu eksportu netto towarzyszyć będzie bowiem wzrost inwestycji. Korzystny wydaje się też bilans ryzyk dla takiego scenariusza. Przede wszystkim malejący wpływ programu 500+ na konsumpcję może kompensować dalszy wzrost płac; zwłaszcza w warunkach niskiego bezrobocia. Wciąż bardzo dobre są też nastroje konsumentów. Wyższy popyt w II p. 2018 r. może też być jednym z efektów tzw. piątki Morawieckiego. Jeśli chodzi o inwestycje, to i tu rezultaty mogą okazać się lepsze od bieżących oczekiwań. Wciąż bardzo wysoki jest bowiem stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Wyższa dynamika inwestycji może też

być częściowo statystycznym efektem bazy, wynikającym ze słabej aktywności w ostatnich latach. Wyższy może także okazać się eksport netto – spodziewane przyspieszenie importu może lekko osłabić złotego. Negatywnym elementem bilansu ryzyka makroekonomicznego może być wzrost napięcia politycznego pomiędzy USA i Rosją oraz „materializacja” ryzyka Brexitu, związana z nadchodzącymi terminami ostatecznych rozstrzygnięć. Choć ośrodki analityczne i eksperci oczekują, że polski PKB wzrośnie w bieżącym roku o ok. 4% r/r., to biorąc pod uwagę powyższy bilans, rezultat końcowy może być wyższy – nawet dość zbliżony do tempa ubiegłorocznego. Warto też podkreślić, że większość agencji ratingowych i innych instytucji podniosło tegoroczne prognozy PKB dla Polski.

Powyższy jakościowy 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 ostatnich 3 lat jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do długookresowego tempa bez wyraźnych odstępstw od tej tendencji. Najnowsze dane wskazują na przejście w fazę ożywienia. W bieżącym okresie jedynie 6 działów produkcji znajduje się w recesji. Wprawdzie to o trzy działy więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie, ale okres ekspansji charakteryzuje obecnie aż 25 działów produkcji – o jeden więcej w porównaniu z poprzednią edycją raportu. W fazie odbudowy znajduje się zaś 6 działów produkcji.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na utrzymanie się dodatniego tempa wzrostu w całym horyzoncie prognozy, jednak z wyraźnie zaznaczonym wyhamowaniem. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej na koniec horyzontu predykcji zbliżają się do 5% r/r. Z analizowanych tu 37 działów, aż 28 może rozwijać się w drugim półroczu prognozy wolniej niż w pierwszym, przy czym prawdopodobieństwo recesji jest wyższe od 50% jedynie w 10.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w wyspecjalizowanych sklepach”. Tendencje rozwojowe tej sekcji są bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie się dynamicznie rozwijać niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy. Wyjątek stanowi dział „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w wyspecjalizowanych sklepach”. Jednak również w tej sekcji w przypadku 11 z 15 działów można oczekiwać niższej dynamiki sprzedaży niż w pierwszym półroczu okresu prognozy.

W Budownictwie dobre tendencje rozwojowe należy przypisać zarówno „Budownictwu związanemu ze wznoszeniem budynków” jak i sekcji infrastrukturalnej. Sytuacja w tym dziale poprawia się konsekwentnie od początku roku 2017. Prawdopodobieństwo spadku produkcji nie przekracza wartości 0,32 w całym horyzoncie prognozy. W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest mniejsze od raportowanego prawdopodobieństwa w poprzedniej edycji raportu (0,5). W efekcie sektor budownictwa ogółem będzie się charakteryzować solidnym rozwojem przynajmniej do jesieni 2018 roku, czyli do końca analizowanego horyzontu, przy czym we wszystkich działach tej sekcji można przewidywać, że roczna dynamika produkcji będzie niższa w drugim półroczu prognozy niż w pierwszym.

W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej, prognozy wskazują na zmianę tendencji na spadkową. W kolejnych miesiącach może jednak nastąpić wyhamowanie tempa wzrostu. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy przyjmują wartości ujemne od połowy br., w drugim kwartale 2019 r. prognozy

punktowe wskazują na tempo wzrostu sprzedaży detalicznej niższe niż 5%. Materializacja tej prognozy wspierałaby hipotezę dotyczącą możliwego spadku dynamiki spożycia; zwłaszcza w sektorze gospodarstw domowych.

W przypadku zmiennych obserwowanych z częstością kwartalną, tendencja centralna prognozy przewiduje utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu PKB, zbliżonego do zaobserwowanego w czwartym kwartale 2017 r. Prognozy punktowe zarówno regularnego komponentu cyklicznego, jak i samego wskaźnika realnej dynamiki PKB w horyzoncie predykcji przyjmują wartości pomiędzy 5% a 6%. Może to sugerować wystąpienie w okresie prognozy górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB – wyraźna tendencja wzrostowa widoczna jest począwszy od czwartego kwartału 2016 r. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy osiągają wartości zbliżone do 2% dopiero w ostatnim okresie horyzontu predykcji (drugi kwartał 2019 r.). Należy jednak podkreślić, iż prezentowana prognoza wykorzystuje dane niezrewidowane – rewizja rachunków narodowych mogłaby w pewnym stopniu zmienić omawiane tu przewidywania, a najnowsze dane GUS pokazują, że taka rewizja miała miejsce i była dość głęboka.

W przypadku popytu krajowego w okresie predykcji przewidywana jest kontynuacja ogólnej tendencji wzrostowej tej kategorii aż do połowy br., gdy tempo wzrostu popytu krajowego ma osiągnąć wartości zbliżone do 7% r/r. W kolejnych kwartałach oczekiwane jest obniżenie dynamiki omawianego wskaźnika. Choć niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest tu znaczna, dolne krańce 90% przedziałów są dodatnie w całym horyzoncie prognozy.

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach nie obserwujemy przegrzania rynków i związanych z tym baniek, aktywność inwestycyjna jest stosunkowo niska, a przyrost kredytu nie generuje problemów nadmiernego zadłużenia. Solidne fundamenty makroekonomiczne lepiej amortyzują też negatywne skutki potencjalnych bankructw. Zwrócić więc trzeba szczególną uwagę, że *Raport Mikro* wskazuje, mimo tak sprzyjających uwarunkowań, obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością. W dodatku obszary te mogą wskazywać na pewne problemy strukturalne. Podwyższony poziom tego zagrożenia dotyczy bowiem segmentu firm średnich – niezwykle ważnego z punktu widzenia demografii przedsiębiorstw i fundamentów długookresowego rozwoju gospodarki. W układzie wg sekcji zagrożenie to monotonicznie rośnie i już jest zbyt wysokie w Usługach. Trend rosnący obserwujemy także w Transporcie i Budownictwie.

Czytelne są też ogólne przyczyny, na poziomie przedsiębiorstw, wzrostu tego zagrożenia. Pozytywną tendencją jest poprawa – w ostatnich trzech półroczach – struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy spadek zadłużenia ogółem. Płynność bieżąca i szybka pozostają w ostatnich kilku półroczach na stabilnych poziomach, podobnie jak wypłacalność oceniana relacją wyniku finansowego i amortyzacji do zadłużenia ogółem. Jednak rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje w czterech ostatnich półroczach spadki. W ostatnim półroczu ponownie obniżyła się także produktywność majątku (cyrkulacja kapitału), podtrzymując długoterminowy trend spadkowy.

Bardziej szczegółowe analizy przeprowadzone w ramach komponentu Mikro pokazują, że sytuacja w II p. 2017 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 do końca 2015 r. zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia w ostatnich czterech półroczach. Jednocześnie odnotowany po okresie stabilizacji wzrost stopnia zagrożenia upadłością w ostatnich czterech półroczach wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2018 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego przewidują wzrost zagrożenia o malejącej intensywności – w I p. 2018 r. +2,7% r/r, natomiast II p. 2018 r. +1,1% r/r. Sytuację ocenia

się ogólnie jako kontynuację umiarkowanie intensywnej tendencji wzrostu, nadal na poziomie ostrzegawczym stopnia zagrożenia upadłością.

Scenariusz pesymistyczny zakłada uzyskanie wyższych wartości, określających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny, pomimo dodatkowej korekty oczekiwanych wyników całej gospodarki za 2017 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nie wygaszenie kluczowych czynników ryzyka oraz przy braku wzrostu inwestycji i niskiej (także słabnącej) sprawności przedsiębiorstw.

W II p. 2017 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia upadłością r/r. W ramach ich rodzajów tylko przedsiębiorstwa usługowe odnotowały poprawę (pogorszenie w handlu, a zwłaszcza w produkcji). Ogólna ocena jest neutralna, bliska ostrzeżeniu. Występują okresowe wahania wartości stopnia zagrożenia, bez wyraźnej tendencji wzrostowej. Ostatnie obserwacje wskazują na utrzymanie zasadniczo stabilnej sytuacji, w kierunku niewielkiej poprawy. Zmieniła się w I p. 2017 r. fazowość zmian – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na pierwsze półrocza roku.

Sytuacja przedsiębiorstw średnich ogółem to odnotowany ponownie znaczący wzrost zagrożenia w IV kw. 2017 r. Dotyczył on wszystkich rodzajów działalności. Okres względnej stabilizacji zakończył się. Zła sytuacja w usługach zaważyła na wzroście stopnia zagrożenia w całej klasie przedsiębiorstw średnich. Prognoza wskazuje na możliwe przekroczenie wysokiego poziomu wartości stopnia zagrożenia. Oczekiwane pogorszenie sytuacji w najbliższych czterech kwartałach dotyczy wszystkich rodzajów działalności, zwłaszcza usług.

Przedsiębiorstwa duże ogółem wykazały spadek r/r zagrożenia w IV kw. 2017 r., przy długookresowej, niekorzystnej tendencji jego wzrostu. Nastąpiło zmniejszenie okresowych wahań, także dalej przewidywane. Prognozy krótkoterminowe zakładają niewielki wzrost zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa (znaczny wzrost zagrożenia), natomiast produkcję, a zwłaszcza handel charakteryzują generalnie korzystne zmiany.

W przekroju działowym w produkcji, po pozytywnych ostatnich dwóch odczytach, scenariusz neutralny zakłada przejście z fazy wzrostu zagrożenia do krótkookresowej stabilizacji, także dla scenariusza pesymistycznego. W usługach kontynuacja tendencji wzrostu zagrożenia, przy osłabieniu jej intensywności, ale nadal z utrzymaniem wysokiego poziomu. Scenariusz neutralny zakłada kontynuację tych zmian, z pogłębieniem ich intensywności dla scenariusza pesymistycznego. Handel charakteryzowała tendencja spadkowa, a ostatnie odczyty oraz scenariusz neutralny zakładają przejście do krótkoterminowej stabilizacji. Scenariusz pesymistyczny wyznacza wzrosty zagrożenia.

Jeśli chodzi o wiodące sekcje PKD (działy gospodarki narodowej) skokowa i głęboka poprawa sytuacji r/r nastąpiła w II p. 2017 r. w Górnictwie i wydobywaniu, a dalej – w Wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię oraz w Informacji i komunikacji. Wzrost stopnia zagrożenia dotyczył w niewielkim stopniu przetwórstwa przemysłowego, w większym Budownictwa oraz Transportu i Gospodarki magazynowej. W Górnictwie i wydobywaniu (skokowe obniżenie zagrożenia i prowadzona restrukturyzacja) nie jest możliwe zbudowanie wiarygodnej prognozy (stabilizacja). W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię scenariusz neutralny zakłada stabilizację krótkoterminową, ze znacznymi wahaniami wartości. Wyczerpała się ścieżka dalszej poprawy sytuacji w przetwórstwie przemysłowym, którą zastąpił wzrost zagrożenia i odejście *in plus* od granicy poziomu ostrzegawczego. W Budownictwie scenariusz neutralny podtrzymuje ścieżkę wzrostu zagrożenia, a pesymistyczny nadaje jej wyższą intensywność. W Transporcie i gospodarce magazynowej przy przekroczeniu poziomu wysokiego, kontynuacja wzrostu zagrożenia, bliższa stabilizacji w scenariuszu optymistycznym. W Informacji i komunikacji scenariusz neutralny zakłada kontynuację ścieżki słabej tendencji spadkowej, a pesymistyczny stabilizację.

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

przedsiębiorstw małych:

- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),

przedsiębiorstw średnich:

- produkcja artykułów spożywczych (dział PKD 10),
- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
- działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów; odzysk surowców (dział PKD 38),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (dział PKD 47),
- transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
- roboty budowlane specjalistyczne (dział PKD 43).

przedsiębiorstw dużych:

- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nie sklasyfikowana (dział PKD 28),
- transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
- działalność detektywistyczna i ochroniarska (dział PKD 80),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (dział PKD 81).

WPROWADZENIE

Opracowanie jest syntezą (tzw. *Raport Łączny*) nowego cyklu analiz, których celem jest m.in. określenie kluczowych trendów makroekonomicznych oraz innych zewnętrznych uwarunkowań procesów upadłości przedsiębiorstw, a także identyfikacja stopnia zagrożenia upadłością na poziomie branż i w innych przekrojach potencjalnie istotnych z punktu widzenia polityki gospodarczej. Jego podstawą są finalne wyniki analiz, wnioski i rekomendacje, szerzej omawiane w:

- *V Raporcie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny*⁸,
- *V Raporcie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent mikroekonomiczny*⁹.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15¹⁰.

Przedmiotem rozważań *Raportu Makro* jest stan koniunktury polskiej gospodarki oraz budowa średniookresowych prognoz podstawowych wskaźników makroekonomicznych; zarówno na poziomie zagregowanym, jak i w wybranych przekrojach. Analizowana *ex post* jest również jakość prognoz. Począwszy od tej edycji Raport zawiera także klasyfikację działań z punktu widzenia oceny ich perspektyw rozwojowych, w tym trwałości wzrostu.

Z kolei celem badania przedsiębiorstw w komponencie mikroekonomicznym jest ujawnianie symptomów pogarszającej się sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, wraz ze wskazaniem wielkości i obszarów zagrożenia upadłością. Przyjęte w *Raporcie Mikro* definicje uznają przedsiębiorstwo za upadłe, jeżeli bez zewnętrznej pomocy nie jest w stanie samo kontynuować działalności – jest to upadłość ekonomiczna¹¹ (upadłość *sensu largo*). Dla potrzeb identyfikacji stanu przedsiębiorstw zbudowano modele predykcyjne, opisujące związek między wielowymiarowym stanem wskaźników charakteryzujących kondycję ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw a prawdopodobieństwem ich upadłości. W ramach tego podejścia wyróżniono trzy krytyczne poziomy zagrożenia upadłością: od 0 do 160 – poziom niski (akceptowalny), powyżej 160 do 200 – poziom ostrzegawczy oraz powyżej 200 – poziom wysoki.

Obiektem analiz mikroekonomicznych są jednostki statystyczne, zaliczane – zgodnie z definicją statystyki publicznej (GUS) – do sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Wyróżnionymi w analizie klasami wielkości są przedsiębiorstwa małe (10-49 pracujących, periodyzacja półroczna), średnie (50-249 pracujących, periodyzacja kwartalna) i duże (250 i więcej pracujących, periodyzacja kwartalna). W zakresie rodzaju prowadzonej działalności wyróżnione zostały trzy grupy przedsiębiorstw: produkcyjne, handlowe i usługowe. Analizą objęto działy 05-96 PKD. Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (46 300 podmiotów ogółem w II p. 2017 r., w tym 29 595 małych – II p. 2017 r., 13 359 średnich i 3 346 dużych). Raporty

⁸ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

⁹ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Mikro*.

¹⁰ I szczegółowo tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny* projektu ISR.

¹¹ W podejściu ekonomicznym mieści się ujęcie prawne upadłości (upadłość *sensu stricto*), tzn. postępowanie upadłościowe przewidziane w przepisach Prawa upadłościowego i naprawczego, prowadzone przez sąd powszechny w stosunku do przedsiębiorstwa – dłużnika (zwanego „upadłym”), które stało się niewypłacalne.

wykorzystujące dane F-01 GUS za kwartały nieparzyste aktualizują jedynie wyniki dla przedsiębiorstw dużych i średnich, gdyż tylko takie są uwzględniane w tych danych.

W opracowaniu przyjęto – zgodne z istotą systemów wczesnego ostrzegania – zasady ustalania tzw. punktu *cut-off*. W ramach takich systemów kluczowe jest możliwie wczesne wykorzystywanie relewantnych informacji. O doborze tego punktu decydowały więc wyłącznie właściwości/ograniczenia stosowanych narzędzi, skonfrontowane z terminarzami publikacji danych źródłowych. W przypadku *Raportu Mikro* jest to II p. 2017 r. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do IV kw. 2017 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do lutego 2018 r. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające, bazują na dostępnych danych do 13 kwietnia 2018 r. (dla danych miesięcznych) i I kw. 2018 r. dla niektórych danych kwartalnych.

Raport Łączny składa się z pięciu rozdziałów. W rozdziale pierwszym omówione zostały podstawowe elementy sytuacji makroekonomicznej w Polsce i jej otoczeniu, potencjalnie wpływające na stopień zagrożenia upadłością. Przeanalizowano także pozycję cykliczną gospodarki oraz koniunkturę w sektorach. Na tym tle scharakteryzowano potencjał ekonomiczny sektora przedsiębiorstw.

W rozdziale drugim przedstawiono prognozy średniookresowe polskiej gospodarki. Przeanalizowane zostały zarówno dane miesięczne, charakteryzujące się ważną – z punktu widzenia systemów ostrzegania – szybszą dostępnością, jak i dane kwartalne. Prognozy zbudowano w dwóch wariantach – z oraz bez wbudowanego elementu cyklicznego.

Rozdział trzeci zawiera podstawowe charakterystyki demograficzne sektora przedsiębiorstw. Jest to, w świetle wyników badań, jeden z ważniejszych elementów mogących wpływać na intensywność procesu upadłości. Pokreślić jednak trzeba, że dane statystyczne w tym obszarze są dostępne z dość dużym opóźnieniem i podlegają sporym rewizjom. W dodatku w rejestrze REGON prowadzone są prace porządkujące, które mogą przejściowo zniekształcać niektóre wyniki. Obecnie są to więc informacje głównie o przeznaczeniu wspomagającym.

W rozdziale czwartym przedstawione zostały prognozy upadłości – zarówno na poziomie zagregowanym, jak i w poszczególnych przekrojach. Obok elementów prognostycznych rozdział ten pokazuje ważne wyniki o charakterze retrospektywnym – zwłaszcza tzw. mapy ciepła. Pozwalają one m.in. na ocenę stopnia uporczywości zagrożenia upadłością w działach PKD. Rozdział ten zawiera także informacje nt. przestrzennych aspektów zagrożenia upadłością.

W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 10 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (Top 10). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak i zestaw głównych charakterystyk finansowych tych działów. Dla większości z analizowanych w ramach Top 10 obszarów zagrożenia obraz uzupełniono analizą ich pozycji cyklicznej oraz prognozą produkcji.

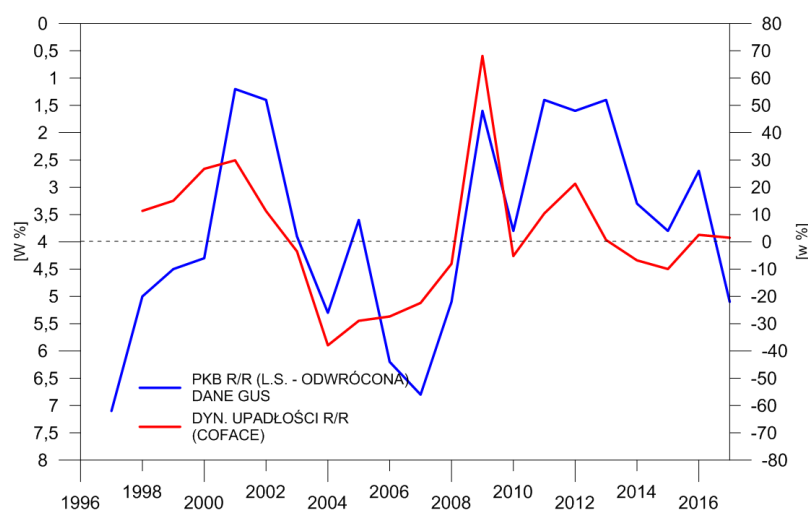
Raport kończy słowniczek wykorzystywanych najważniejszych definicji i pojęć.

I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

Zależność pomiędzy natężeniem procesów upadłościowych a sytuacją makroekonomiczną gospodarki jest zjawiskiem widocznym (np. rysunek 1) i dobrze udokumentowanym w literaturze, również w odniesieniu do krajów postsocjalistycznych. Wskazuje się w niej, że na procesy te istotny wpływ mają m.in. następujące czynniki: pozycja cykliczna gospodarki, w tym dynamika PKB, poziom jej otwartości i stopień finansjalizacji, dostępność finansowania zewnętrznego, a także poziom inflacji oraz stóp procentowych. Ich działanie zależy jednak również od aktualnej sytuacji ekonomicznej samych przedsiębiorstw, a także rozwiązań prawnych; głównie w zakresie prawa upadłościowego. Usprawnienie tych procedur, w tym ich przyspieszenie i redukcja kosztów, mogą w krótkim okresie powodować nawet paradoksalne relacje pomiędzy dynamiką PKB i upadłości. Przedmiotem rozważań tej części jest syntetyczna charakterystyka powyższych uwarunkowań.

Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r)



Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS i COFACE (za 2017 r. dane wstępne).

1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

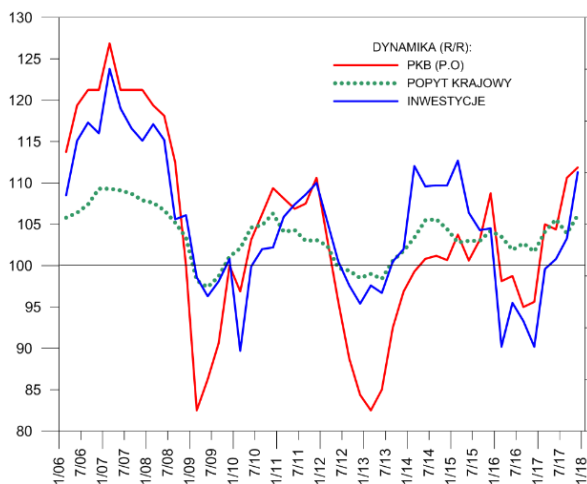
Według aktualnych szacunków GUS dynamika PKB Polski w IV kw. 2017 r. wyniosła ok. 4,9% r/r, a wzrost tej kategorii w całym roku można oceniać na 4,6% r/r. Był to najlepszy rezultat – pomijając wyizolowany skok PKB w 2011 r. – od dziewięciu lat.

Głównym czynnikiem wzrostu był – podobnie jak w okresie ostatnich siedemnastu kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 5,1% r/r). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,9% r/r, przy czym nieco szybciej w sektorze gospodarstw domowych (5,0% r/r) niż w sektorze publicznym (4,8% r/r).

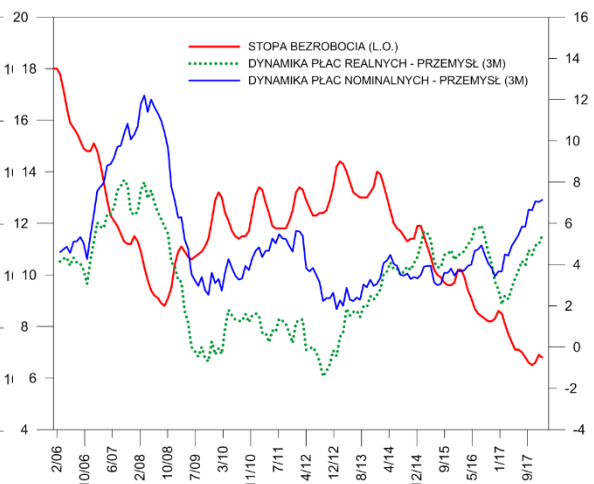
Po sześciu kwartałach słabej aktywności inwestycyjnej gospodarki, rezultaty IV kw. 2017 r. zdają się wskazywać na dalszą jej poprawę. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły bowiem o 5,4% r/r.

Przyspieszenie to dotyczyło jednak głównie inwestycji publicznych i w dużym stopniu wynikało z lepszej absorpcji środków z UE. Nie ma jeszcze skorygowanych danych dotyczących wzrostu inwestycji prywatnych, ale można przypuszczać, że może on nie być duży – ze względu na dynamikę całego agregatu w sytuacji znacznego przyspieszenia inwestycji publicznych. Interpretując dynamikę inwestycji trzeba też pamiętać, że jest ona częściowo tzw. efektem bazy – wynikającym z „niskiego” punktu odniesienia w 2016 r. Osiągnięty poziom aktywności inwestycyjnej oznacza także, że kontrybucja tego „silnika” do ogólnego wzrostu (1,4 pp) jest wciąż wyraźnie niższa niż spożycia ogółem (3,4 pp). Tym samym choć zmniejszyła się, to nie została przełamana jedna z podstawowych słabości ścieżki wzrostu gospodarczego w okresie ostatnich dwóch lat, opartej głównie na wzroście konsumpcji.

Rysunek 2 Dynamika PKB, popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)

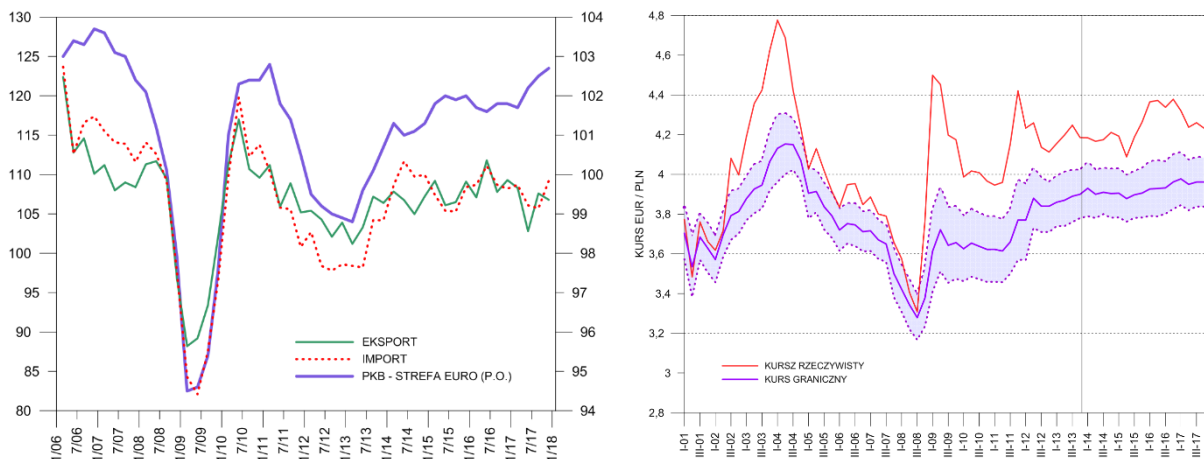


Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 4 Eksport i import (lewy panel) oraz kurs graniczny opłacalności eksportu (prawy panel)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS.

W IV kw. 2017 r. zerowy okazał się wkład eksportu netto do wzrostu PKB (0,0 pp). W okresie tym eksport wzrósł o 8,2% r/r, a dynamika importu była nieco wyższa – 8,9% r/r. Można przypuszczać, że jest to raczej odosobnione zdarzenie, podobne do obserwowanych w 2016 r., czy w II kw. 2017 r., a w dłuższym horyzoncie wkład ten będzie ujemny.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że solidne tempo wzrostu utrzymało się również w I kw. 2018 r. Jest prawdopodobne, że dynamika ta będzie przekraczała 5% r/r. Świadczyć o tym mogą m.in.: wzrost zatrudnienia, niskie bezrobocie, bardzo wysokie współczynniki

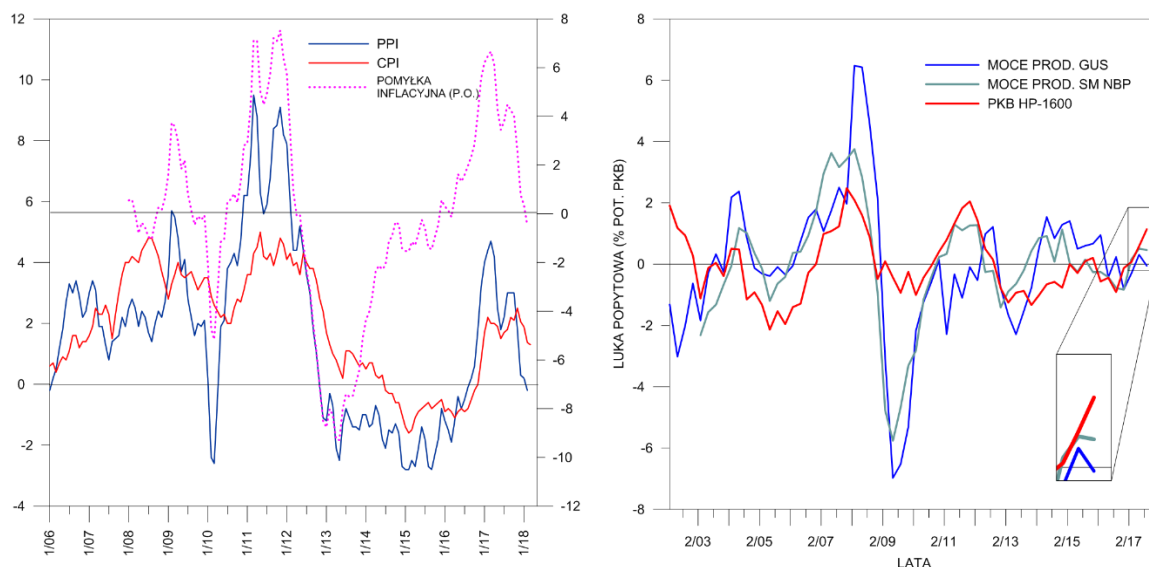
wykorzystania mocy produkcyjnych, wysokie dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu i lutym br. Zwrócić też trzeba uwagę na bardzo dobre odczyty ogólnego klimatu gospodarczego w całym I kw. br. Oceniając bieżące dane nie można jednak pominąć pewnych sygnałów niekorzystnych. Wprawdzie są to pojedyncze obserwacje, ale mogą one zwiastować zbliżanie się punktu zwrotnego koniunktury. Przede wszystkim w marcu br. pogorszyły się wskaźniki ufności konsumenckiej GUS. Wyraźnie słabsza od oczekiwań okazała się też dynamika produkcji sprzedanej przemysłu w marcu br. – 1,6 % (amrp=100), przy czym wzrost odnotowano tylko w 17 z 34 działów przemysłu. W przetwórstwie przemysłowym dynamika ta była jeszcze niższa – 0,6% r/r. Na wyniki te dość istotny wpływ miała wysoka baza odniesienia z marca 2017 r., a także mniejsza liczba dni roboczych. Gdyby bowiem rezultaty te mechanicznie skorygować liczbą dni roboczych, dynamiki te wynosiłyby ok. 6,1% oraz 5,1% odpowiednio. Z kolei szacunki GUS pokazują skorygowaną sezonowo dynamikę produkcji sprzedanej przemysłu na poziomie ok. 5,1% (amrp=100). Sygnału tego nie należy jednak bagatelizować, gdyż pewien wpływ może mieć także osłabienie koniunktury w Niemczech.

Z punktu widzenia zadań systemów wczesnego ostrzegania, bardzo ważna jest nie tylko ocena bieżąca sytuacji gospodarczej, ale także w całym horyzoncie analizy. W projekcie znaczną część tego zadania wykonują narzędzia modelowe *Raportu Makro*. Wyniki te warto jednak uzupełnić o syntetyczne charakterystyki jakościowe głównych podkategorii makroekonomicznych prognoz.

Przede wszystkim należy podkreślić, że nowe informacje potwierdziły większość ocen i hipotez sformułowanych w poprzedniej wersji *Raportu Łącznego*. Po pierwsze, nadal dobre są perspektywy utrzymywania się wysokiej dynamiki spożycia, w tym w sektorze gospodarstw domowych. Sprzyja temu wciąż niskie bezrobocie i wynikający m.in. z sytuacji na rynku pracy wzrost wynagrodzeń. Dobra sytuacja na tym rynku oddziałuje również pośrednio na skłonność do konsumpcji. Podwyższając ją bardzo dobre nastroje konsumentów, skutkujące wyższym optymizmem, tak w zakresie bieżących zachowań konsumenckich, jak i oczekiwań. Jednocześnie ryzyko przegrzania koniunktury w tym obszarze, zwłaszcza w obliczu wyraźnie pogarszającej się sytuacji demograficznej i obniżenia wieku emerytalnego, ograniczają takie czynniki jak dalszy wzrost aktywności zawodowej ludności, migracje oraz przesunięcia międzysektorowe zasobów pracy – głównie z sektora Rolnictwa. Ponieważ obecna wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego jest w istotnym stopniu efektem mnożnikowym programu 500+ warto przypomnieć, że w świetle doświadczeń międzynarodowych maksymalne skutki takich działań ujawniają się zwykle w drugim roku od ich wprowadzenia. W przypadku Polski oznaczałoby to, że apogeum efektów tego programu zostanie prawdopodobnie osiągnięte w drugiej połowie lub pod koniec 2018 r. W sumie, w perspektywie najbliższego roku można spodziewać się nieco niższej niż obecnie, ale wciąż dobrej, dynamiki wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych.

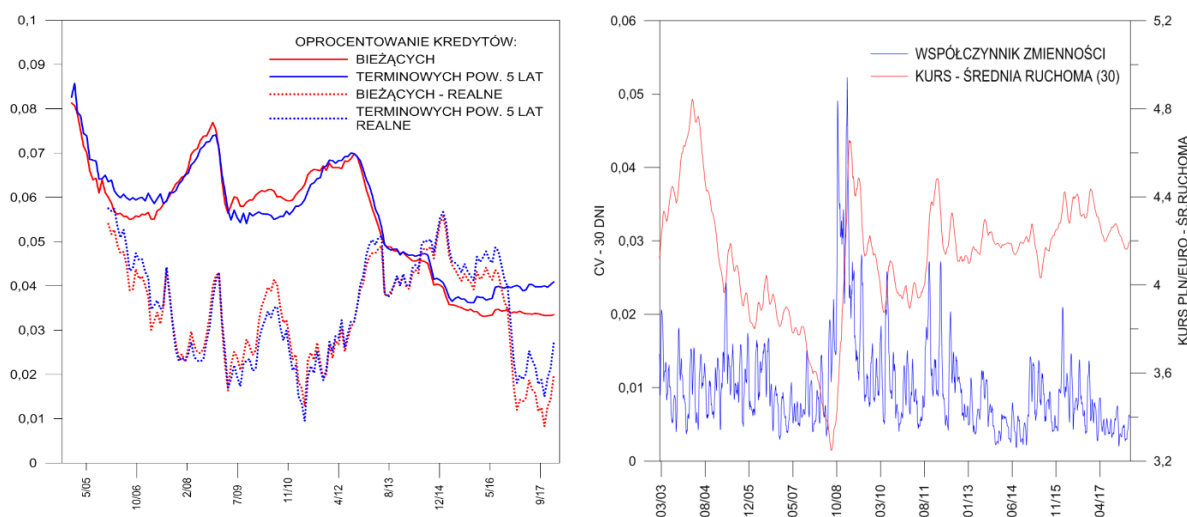
Wciąż trudna jest ocena kształtowania się inwestycji; nawet w średnim horyzoncie. Przede wszystkim nadal ze sporą ostrożnością należy podchodzić do „mechanicznych” argumentów rzekomo implikujących istotny wzrost tej kategorii w najbliższym czasie. Wprawdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych jest w polskiej gospodarce rekordowo wysokie (Rysunek 19), ale jest to sytuacja podobna do obecnie obserwowanej w grupie krajów postsocjalistycznych. Nowym elementem jest natomiast to, że stopień ten wyraźnie zbliżył się do średniej dla UE.

Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz luka PKB (prawy panel)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz NBP.

Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

Często, w tym kontekście, przywołuje się argument o występowaniu luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce. Od poprzedniej edycji RŁ nie pojawiły się tu nowe istotniejsze informacje. Warto więc tylko przypomnieć (Rysunek 9), że w dłuższym horyzoncie wzrost inwestycji w Polsce był wyraźnie wyższy niż krajach postsocjalistycznych czy całej UE. Również badania EBI¹² nie potwierdziły istnienia tej luki w formie „ekstensywnej¹³” (Rysunek 10). Nie ulega natomiast wątpliwości (por. Gereben 2017), że stopa inwestycji, niezbędna dla poprawy efektywności gospodarki i długookresowego przyspieszenia wzrostu potencjału, powinna być wyraźnie wyższa. Uzyskanie tych efektów jest jednak trudnym i zapewne wieloletnim zadaniem polityki gospodarczej; słusznie zresztą wysoko pozycjonowanym w SOR.

¹² Gereben A. (2017). "Poland overview. EIB INVESTMENT SURVEY." EIB.

¹³ Rozumianej jako stopa inwestycji, która jest niedostateczna z punktu widzenia utrzymania gospodarki na historycznej ścieżce długookresowego wzrostu.

Wydaje się, że nadal nadużywany bywa też argument o hamującym inwestycje poziomie ryzyka w polskiej gospodarce. Trudno bowiem wskazać typowe wskaźniki makroekonomiczne, które by potwierdzały takie ryzyko (Rysunek 6, Rysunek 7). W szczególności, nie są takimi indykatorami umacniający się złoty, wyraźny spadek rentowności polskich obligacji długookresowych (zbliżający się obecnie do notowań analogicznych papierów amerykańskich), czy niskie i stabilne w dłuższym horyzoncie stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. W dodatku szereg typowych indeksów ryzyka wykazuje tendencje spadkowe, choć ich poziom wciąż należy oceniać jako podwyższony w stosunku do sytuacji sprzed wybuchu kryzysu finansowego (Rysunek 11). Czynnikiem amortyzującym część ryzyka jest też wysoki popyt konsumpcyjny; zwłaszcza w sytuacji, gdy wyraźnie wspierają go dochody ze świadczeń społecznych – potencjalnie mniej zmienne niż z pracy.

W kontekście barier inwestycyjnych w polskich przedsiębiorstwach wymienia się także niekiedy ograniczenia w podaży pracowników (głównie o wyższych kwalifikacjach); w tym związane z faktem, że zagraniczne firmy działające w Polsce płacą zwykle wyraźnie lepiej od przedsiębiorstw krajowych. Znaczenia tego argumentu nie należy oczywiście pomniejszać. Warto jednak zauważyć, że to inwestycje, zwłaszcza innowacyjne, mogą być sposobem zmniejszenia zależności przedsiębiorstw od barier na rynku pracy.

Powyższe czynniki mogą, w najbliższej perspektywie, oddziaływać hamująco na aktywność inwestycyjną. Obecnie wzrasta jednak siła bodźców działających w przeciwnym kierunku. Przede wszystkim wysokie tempo rozwoju polskiej gospodarki okazało się trwalszą tendencją o dobrych perspektywach. W wielu branżach korzystna koniunktura z dużym prawdopodobieństwem utrzyma się – choć często na niższym poziomie – także w najbliższej przyszłości, co modelowo potwierdzają zarówno analizy części Makro, jak i inne dane; w tym dotyczące klimatu gospodarczego. Te dobre dane makro przekładają się z kolei m.in. na bardzo pozytywne nastroje przedsiębiorców (Rysunek 14), co powinno przekładać się na dalsze ożywienie w inwestycjach; w tym także prywatnych.

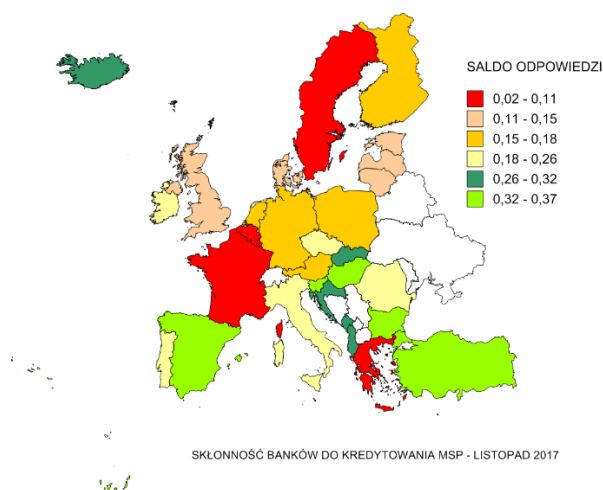
Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają też wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (Rysunek 6) – choć ze względu na spadek inflacji wykazujące pewien wzrost w wymiarze realnym – oraz zadawalający poziom dostępności kredytu dla sektora MSP (Rysunek 8). W dodatku brak widocznych silniejszych czynników proinflacyjnych pozwala przewidywać, że stopy te będą stabilne także w dłuższym horyzoncie. Badania ankietowe przedsiębiorstw pokazują także, że firmy rosnącą wagę będą przywiązywały do inwestycji zmniejszających koszty prowadzonej działalności, a presja tych kosztów ze względu na sytuację na rynku pracy, w tym dynamikę płac, będzie się utrzymywała przez dłuższy czas. Wyraźnie polepsza się też absorpcja środków z UE. Pozytywnie na krajową aktywność inwestycyjną może oddziaływać również spodziewana w gospodarce światowej poprawa klimatu inwestycyjnego. Oczekiwać także należy nie tylko wzrostu inwestycji prywatnych. Dobra sytuacja finansów publicznych z jednej strony i logika cyklu wyborczego z drugiej, będą wspierały aktywność także w obszarze inwestycji publicznych. Reasumując, w latach 2018-19 można przewidywać wyższą dynamikę inwestycji w stosunku do obserwowanej w roku ubiegłym. W 2018 r. pozytywnie na tę kategorię będzie dodatkowo działać efekt relatywnie niskiej bazy.

Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



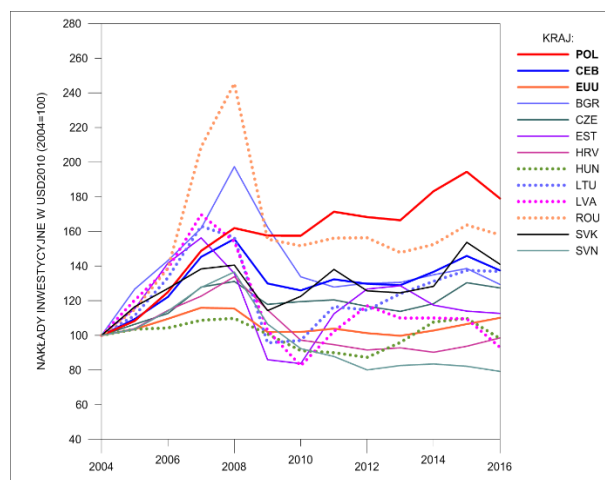
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych pl.investing.com.

Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP



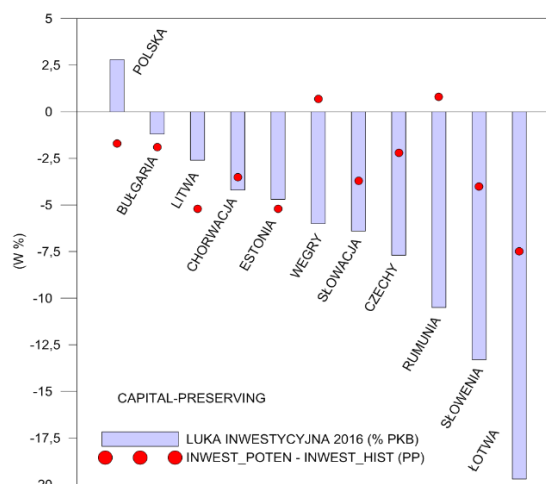
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych SAFE – ECB.

Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD (ceny 2010 r.)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego. Źródło: zestawienie na podstawie danych EIB.

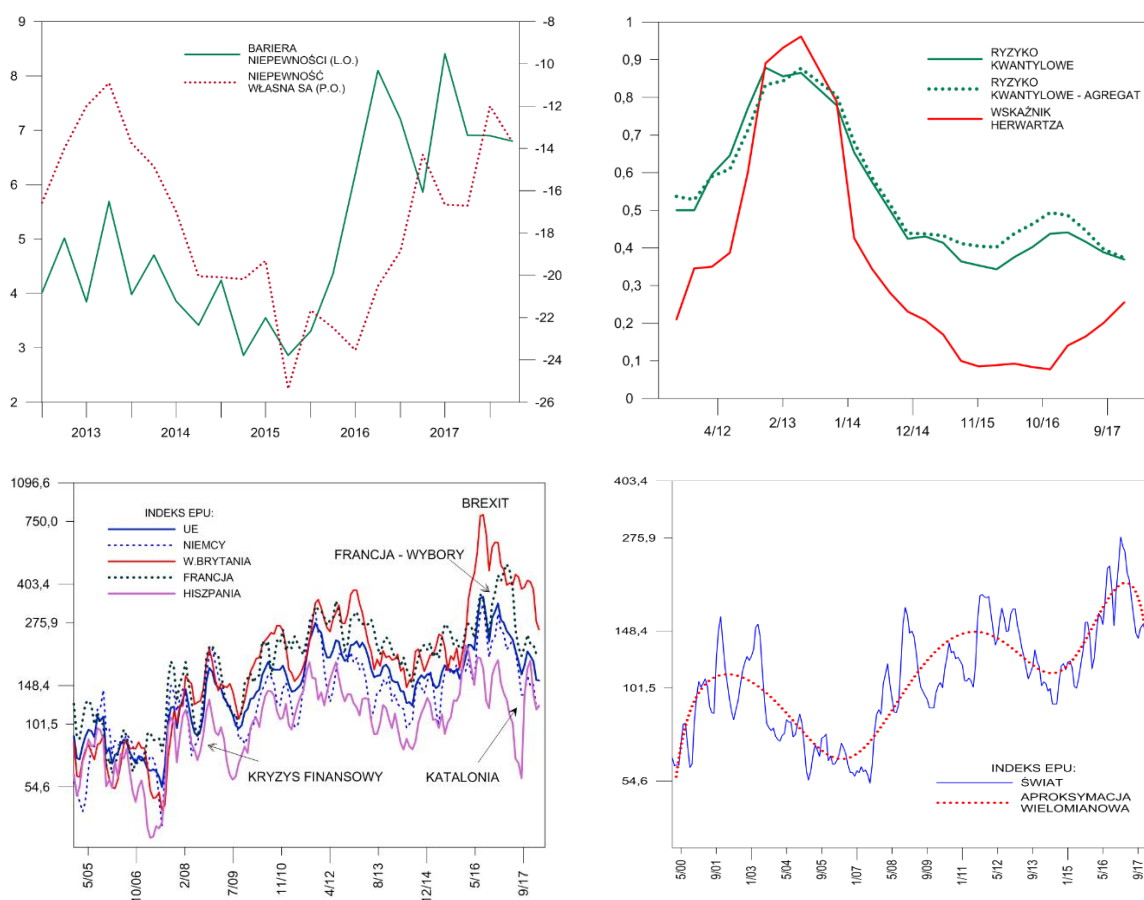
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)



Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu czynników – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że wg aktualnych prognoz wiodących ośrodków (m.in. Banku Światowego, OECD) w 2018 r. można oczekiwać bardzo dobrej koniunktury w gospodarce światowej. Pewnym problemem może być jednak spodziewane osłabienie wzrostu w niektórych krajach europejskich, w tym u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Trudno też ocenić skutki dla handlu światowego polityki celnej USA i ewentualnych retorsji ze strony innych krajów. Choć od pewnego czasu złoty umacnia się, nie wpływa to zbyt widocznie na spadek opłacalności polskiego eksportu rozliczanego w euro (Rysunek 4) – istnieje tu wciąż dosyć spora „poduszka” bezpieczeństwa. Reasumując, 2018 r. powinien być raczej dobry dla polskiego eksportu, choć być może przy lekkim spadku jego dynamiki.

Powstaje oczywiście pytanie, jak równoległe będzie kształtował się import? Przede wszystkim jego dynamika może coraz wyraźniej wzrastać wraz z przyspieszeniem w inwestycjach. Kolejnym z czynników dynamizujących może też być wyraźny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych. Niestety, scenariusz ten już się częściowo realizuje (ceny ropy są najwyższe od początku 2015 r.). Dalszy ich wzrost także jest możliwy – m.in. ze względu na rosnące napięcia polityczne pomiędzy Rosją i USA. Oczywiście powyższe przewidywania mają charakter wyłącznie kierunkowy i obarczone są istotną niepewnością. Warto też zaznaczyć, że prognozy dla gospodarki światowej, w tym dla Niemiec na 2019 r. wskazują na pewne spowolnienie dynamiki wzrostu. Mogłoby to oznaczać także osłabienie polskiego eksportu, za którym, zwłaszcza w przypadku przyspieszenia inwestycji, nie musiałby iść proporcjonalny spadek importu. W takim przypadku kontrybucja importu netto mogłaby okazać się mniejsza niż w 2018 r. lub nawet ujemna.

Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP¹⁴ – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna)



Źródło: obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

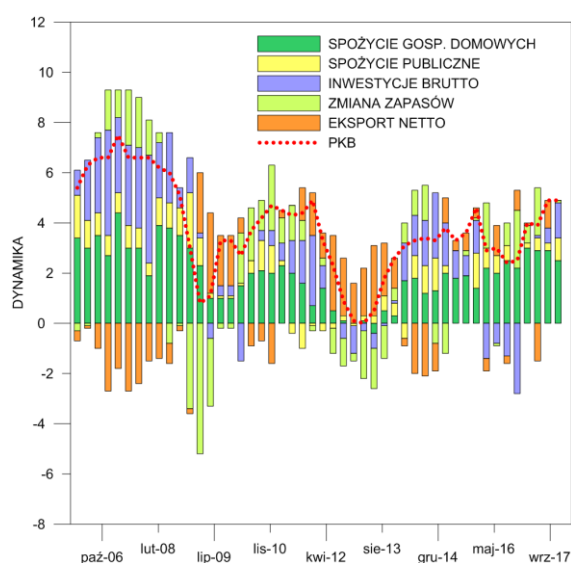
Analizując łączny wpływ popytu krajowego i eksportu netto na kształtowanie się PKB w najbliższej przyszłości w świetle powyższej analizy jakościowej w 2018 r. można oczekiwać pewnego spadku dynamiki konsumpcji oraz umiarkowanego wzrostu inwestycji. W przypadku niewielkich zmian eksportu netto oznaczałoby to możliwość lekkiego spadku dynamiki PKB w 2018 r., kontynuowanego

¹⁴ Opis konstrukcji wskaźnika Herwartz znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

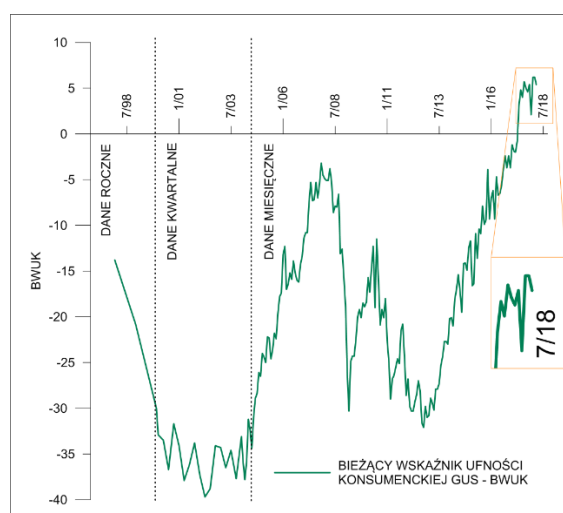
prawdopodobnie w 2019 r. W takiej sytuacji na przełomie lat 2018/19 wysoce prawdopodobne byłoby pojawienie się punktu zwrotnego cyklu gospodarczego w polskiej gospodarce.

Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo wysokiej dynamiki wzrostu, gospodarka ta znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. W warunkach dość wysokiej dynamiki płac realnych oraz rekordowo niskiej i spadającej stopy bezrobocia inflacja CPI nie tylko nie przekroczyła celu polityki pieniężnej, ale w I kw. 2018 r. wyraźnie osłabła (do ok. 1,3% r/r). Niskie są też miary inflacji bazowej. Pomimo obniżenia wieku emerytalnego oraz realizacji programu 500+ bardzo dobra jest też sytuacja budżetu. Bardzo dobre okazało się wykonanie budżetu w 2017 r. Dobre rezultaty makroekonomiczne Polski i pozytywny sentyment inwestorów w stosunku do całego regionu powodowały umacnianie się złotego. Mimo relatywnie niskiego poziomu stóp procentowych, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych są zbliżone do dynamiki wzrostu PKB.

Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce



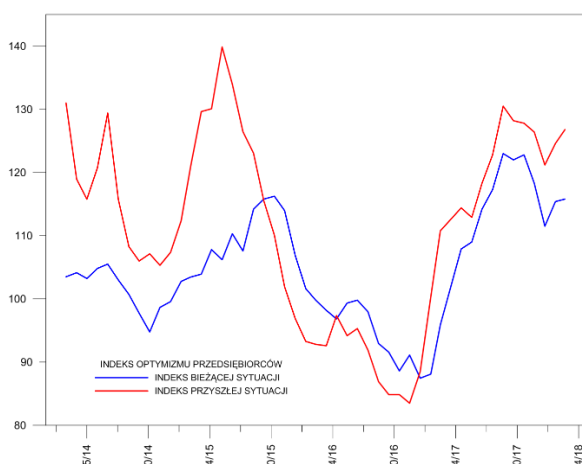
Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS



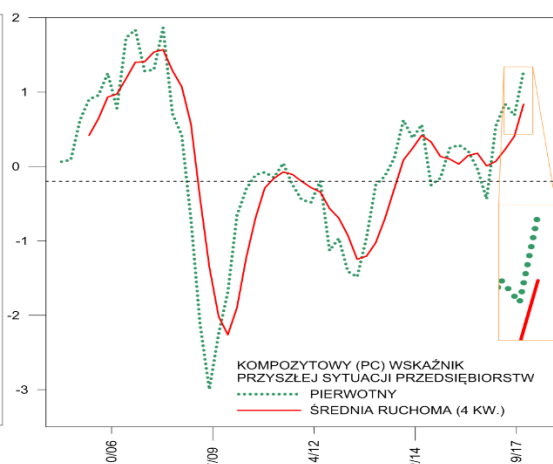
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Bardzo korzystne wyniki gospodarcze powodują, że szereg prognoz wzrostu w Polsce w 2017 r. oraz na lata 2018-19 jest – w okresie od poprzedniej edycji *Raportu Łącznego* – istotnie korygowanych w górę (por. Tabela 1). Większość z nich przewiduje jednak nieco niższe tempo wzrostu PKB w 2018 r. od wyniku ubiegłorocznego (mediana oczekiwań ok. 4%). Przewiduje się też, że dynamika PKB Polski w 2019 r. będzie niższa niż w 2018 r. Gdyby prognozy te sprawdziły się, oznaczałoby to zatem, że w 2017 r. wystąpiło w naszym kraju maksimum cyklu koniunkturalnego, a po rekordowym III kw. 2017 r. gospodarka przeszła przez punkt zwrotny cyklu. Zgodnie z tymi scenariuszami osłabienie obecnego tempa wzrostu będzie jednak niewielkie.

Rysunek 14 Indeks optymizmu przedsiębiorców



Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Pracodawcy RP oraz Szybkiego Monitoringu NBP. KIP_SM_NBP jest obliczony metodą CF na odsezonowanych danych prognostycznych SM NBP.

Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-19 (w % r/r)

ŹRÓDŁO PROGNOZY	2018	2019
Narodowy Bank Polski – NECMOD	4,2	3,8
Narodowy Bank Polski – Ankieta Makroekonomiczna ^{1/}	4,4	3,6
RM RP – Wieloletni plan finansowy państwa 2017-20	3,8	3,9
BS / Global Economic Prospects	4,0	3,5
MFW / World Economic Outlook	4,1	3,5
Komisja Europejska	4,2	
OECD	4,2	3,8
Fitch	3,9	3,2
Standard&Poor's	>4,0	
Moody's	4,3	4,0

^{1/} Mediana

Źródło: zestawienie na podstawie materiałów źródłowych, w tym stron agencji ratingowych.

Powstaje oczywiście pytanie, jak powyżej naszkicowana obecna, bardzo dobra, sytuacja makroekonomiczna Polski i korzystne perspektywy przełożą się na sytuację przedsiębiorstw niefinansowych; zwłaszcza ich stopień zagrożenia upadłością? Szczegółowo i modelowo odpowiada na to pytanie *Raport Mikro*. Tu warto jednak zwrócić uwagę na pewne uwarunkowania jakościowe.

Po pierwsze, wysoka dynamika PKB zazwyczaj sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Pokazują to zarówno dane krajowe (Rysunek 1), jak i międzynarodowe (Rysunek 42). W polskiej gospodarce mogą jednak się pojawiać pewne nowe zjawiska, które mogą działać w przeciwnym kierunku.

Przede wszystkim, długi okres dynamicznego wzrostu może powodować to, że podmioty gospodarcze zaczynają działać nadmiernie optymistycznie. Tradycyjnie uważa się, że ten optymizm wyraża się m.in. w zjawisku boomu inwestycyjnego. Takiego w Polsce w skali zagregowanej nie obserwujemy. Ale warto przypomnieć, że dobra sytuacja gospodarcza może także „usypiać czujność” przedsiębiorstw i prowadzić np. do zbyt niskich nakładów w przedsięwzięcia innowacyjno-rozwojowe, oszczędności itd. Widać to, do pewnego stopnia, w danych dotyczących efektywności sektora przedsiębiorstw – jego kondycję w bardzo dobrym otoczeniu makroekonomicznym można oceniać zaledwie jako przeciętną

(Rysunek 14, Rysunek 15, Rysunek 25). Powstaje zatem pytanie, czy firmy nie utraciły części zdolności do szybkiego dostosowania się do ewentualnych gorszych warunków gospodarczych?

Kolejnym paradoksalnym skutkiem dłuższego okresu wzrostu gospodarczego, zwiększającym zagrożenie upadłością, może być sytuacja na rynku pracy. Jeśli prowadzi ona do sekularnego wzrostu płac, to po pewnym czasie następuje wzrost kosztów wytwarzania, spadek marż i pogarszanie się innych elementów sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zazwyczaj taki mechanizm nie działa bardzo szybko, ale w perspektywie kilku lat wzrost płac bez stosownego wzrostu wydajności pracy będzie nieuchronnie zwiększał to ryzyko.

Następnym efektem solidnego i stabilnego makroekonomicznie wzrostu gospodarczego o dobrych perspektywach, może być znacząca poprawa oceny inwestycyjnej kraju i w rezultacie – aprecjacja waluty. W Polsce ten efekt wystąpił wzmacniany dodatkowo przez słabość niektórych walut zagranicznych (m.in. dolara). W takiej sytuacji pogorszeniu może ulec konkurencyjność eksportu; zwłaszcza w okresie rosnących płac. Wydaje się jednak, że w naszym kraju będą też silniej działały czynniki mitygujące te efekty; rosnące: popyt inwestycyjny i siła nabywcza ludności, powodujące wzrost importu.

1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Bieżące dane i aktualne prognozy potwierdzają bardzo dobre oceny stanu gospodarki światowej w 2018 r. Można przewidywać, że jej dynamika będzie zbliżona do 4% r/r. Wysoką dynamikę osiągną także kraje rozwijające się (Tabela 2). Wciąż pozytywne są oceny stanu gospodarki amerykańskiej. Nadal dobra jest kondycja strefy euro, w tym koniunktura w sektorze przedsiębiorstw. Część danych sugeruje jednak możliwość pewnego pogorszenia sytuacji (por. Rysunek 18). W szczególności może ono dotyczyć tak ważnej dla koniunktury w Polsce gospodarki Niemiec – oczekuje się stopniowego słabnięcia dynamiki PKB tego kraju.

Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %)

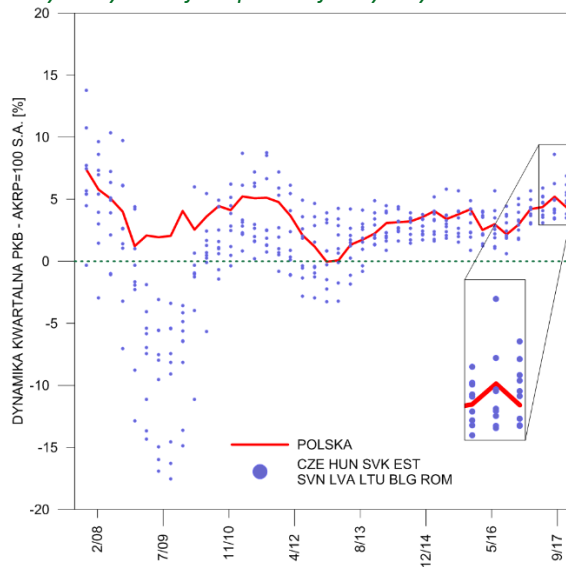
	2017	2018 F	2019 F
Świat	3,7	3,9	3,9
Gospodarki rozwinięte/G20	3,8	4,1	4,0
Strefa euro	2,5	2,3	2,1
Niemcy	2,5	2,4	2,2
USA	2,3	2,9	2,8
Gospodarki wschodzące	4,3	4,5	4,7
Chiny	6,9	6,7	6,4

Źródło: zestawienie na podstawie: OECD Interim Outlook Forecasts March 2018.

Istnieje kilka przyczyn, dla których mimo bardzo dobrych nastrojów społecznych rozwój części krajów może spowolnić w nadchodzących latach. Po pierwsze, pogarsza się klimat polityczny w niektórych obszarach świata. Wynika to zwłaszcza z rosnących napięć pomiędzy Rosją a USA i ich efektów wtórnych. Po drugie, trudno obecnie przewidzieć, na ile poważne będą konsekwencje napięć handlowych pomiędzy USA i częścią innych krajów, w tym Chin. Po trzecie, Brexit wchodzi w fazę operacyjną, tzn. proces będzie wymagał podejmowania już konkretnych decyzji o potencjalnie istotnych skutkach ekonomicznych. Po czwarte, należy pamiętać, że kryzys finansowy poprzedniej dekady miał negatywny wpływ na dynamikę potencjału w wielu krajach rozwiniętych. Sytuacja ta może więc być czynnikiem hamującym dalszy szybki rozwój tych gospodarek.

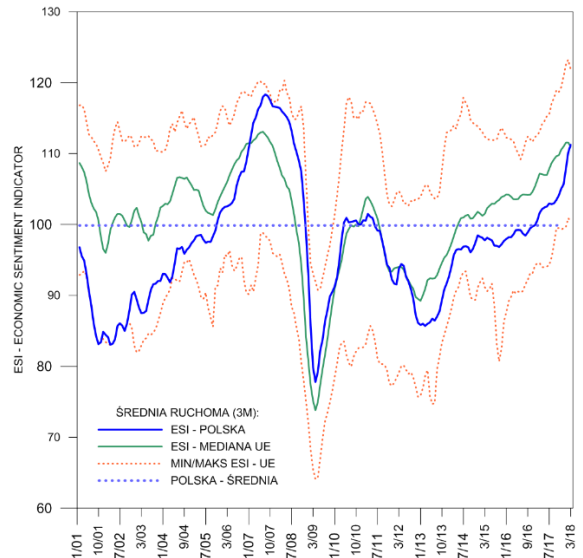
Polska gospodarka rozwija się obecnie bardzo dynamicznie. Warto jednak podkreślić, że na niektórych krajach postsocjalistycznych nieco jednak wolniej.

Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



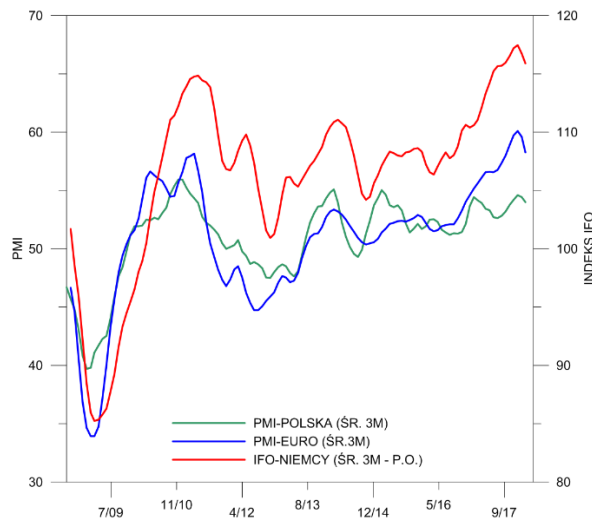
Źródło: zestawienie na podstawie danych IMF.

Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI



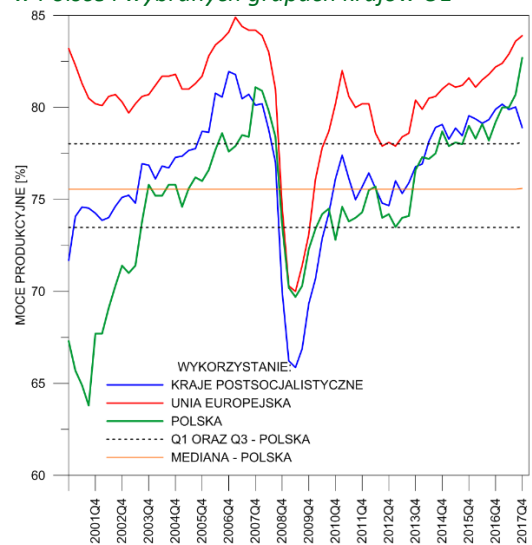
Źródło: zestawienie na podstawie danych Eurostatu.

Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



Źródło: zestawienie na podstawie: Bankier.pl oraz IHS Markit.

Rysunek 19 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce i wybranych grupach krajów UE



Źródło: zestawienie na podstawie danych KE.

1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI

Ocena pozycji cyklicznej polskiej gospodarki jest prowadzona na podstawie analizy i interpretacji zarówno cyklu odchyień¹⁵, jak również cyklu rocznej stopy wzrostu (w skrócie cykl wzrostu) dla głównych wybranych wskaźników i indeksów makroekonomicznych. Analizie poddawane są zmienne ekonomiczne powszechnie stosowane w ocenie pozycji cyklicznej danej gospodarki, takie jak indeks produkcji¹⁶ (indeks miesięczny, o stałej podstawie: 2010=100, z wahaniami sezonowymi oraz oczyszczony z wahań sezonowych) oraz indeks PKB¹⁷ i jego składowe (indeks kwartalny, z wahaniami sezonowymi, o stałej podstawie: 2010=100)¹⁸. Opis metodologii prowadzącej do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień zawiera *Raport metodologiczny zespołu makroekonomicznego*¹⁹ projektu ISR.

W pierwszym etapie analizy wahań cyklicznych rozważono indeks produkcji przemysłowej (górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, elektryczność, gaz, para wodna i gorąca woda) w ujęciu miesięcznym²⁰. Wyniki tej analizy sugerują (Rysunek 20 – górny panel) występowanie trzech kolejnych (istotnych ze statystycznego punktu widzenia) długości cyklu dla indeksu produkcji przemysłowej: cyklu o estymowanej długości ok. 2 lat, cyklu o estymowanej długości ok. 3,5 roku oraz cyklu o estymowanej długości ok. 6-7 lat. Cykl o estymowanej długości ok. 14 lat obarczony jest dużą niepewnością estymacji. Estymowane wielkości dwukrotności amplitudy dla zidentyfikowanych cykli o długościach ok. 2; 3,5 oraz 6-7 lat wynoszą odpowiednio: ok. 3%, ok. 7% oraz ok. 7%.

Wyodrębniony cykl odchyień dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 20 (dolny panel). Zaznaczono na nim również okresy pogarszania koniunktury²¹ w produkcji przemysłowej (maj 2000 – wrzesień 2002; marzec 2004 – maj 2005; styczeń 2008 – kwiecień 2009; wrzesień 2011 – grudzień 2012). Okresy te należy jednak interpretować z ostrożnością, gdyż wyznaczono je w sposób przybliżony, na podstawie obserwacji graficznej cyklu odchyień, biorąc pod uwagę zidentyfikowane punkty zwrotne dla wszystkich rozważanych parametrów wygładzania.

W stosowanym podejściu przyjęto cztery różne wartości parametru λ metody filtracji HP ($\lambda=5500$, $\lambda=12000$, $\lambda=32000$, $\lambda=55000$). Tak przyjęte wartości parametru λ można interpretować jako parametry wzmacniające cykle o długości odpowiednio do: 4,5; 5,5; 7 oraz 8 lat. Porównując otrzymane realizacje cyklu odchyień dla różnych wartości parametru wygładzającego λ można sformułować konkluzję, że wszystkie realizacje charakteryzują się podobną lokalizacją punktów zwrotnych w analizowanym przedziale czasu. Różnice można natomiast zauważyć w stosunku do amplitud tych wahań (czyli również w stosunku do „głębokości” fazy recesji i ekspansji).

¹⁵ Cykl odchyień to współcześnie znany cykl wzrostowy (czyli odchyień od długookresowej tendencji rozwojowej).

¹⁶ Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

¹⁷ Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

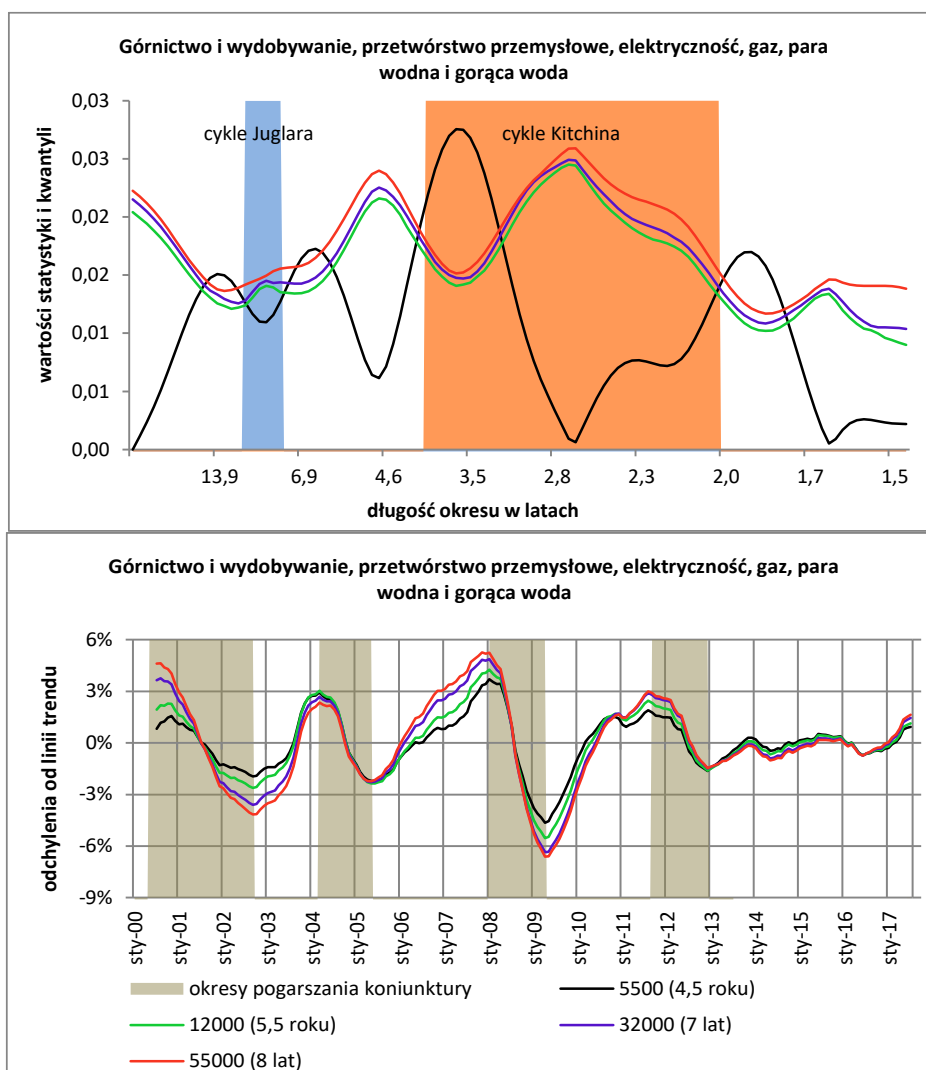
¹⁸ Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

¹⁹ Patrz również: Lenart Ł., Pipień M. (2013), Almost Periodically Correlated Time Series in Business Fluctuations Analysis, *Acta Physica Polonica A*. – vol. 123, no. 3 (2013), s. 567-583.

²⁰ Dane nieoczyszczone z wahań sezonowych.

²¹ W niniejszym opracowaniu okres pogorszenia koniunktury jest rozumiany jako okres od górnego punktu zwrotnego do dolnego punktu zwrotnego cyklu odchyień (wyznaczonego tu metodą Hodricka i Prescottta), zaś okres od dolnego do górnego punktu zwrotnego jest okresem poprawy koniunktury. Okres poprawy koniunktury (wyznaczony na podstawie danej zmiennej) będziemy nazywać również (w nawiązaniu do terminologii występujących przy podziale faz cyklu klasycznego – poziomów) okresem ekspansji, zaś sytuację gwałtownego pogorszenia koniunktury – okresem recesji.

Rysunek 20 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do lipca 2017 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartości statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel)



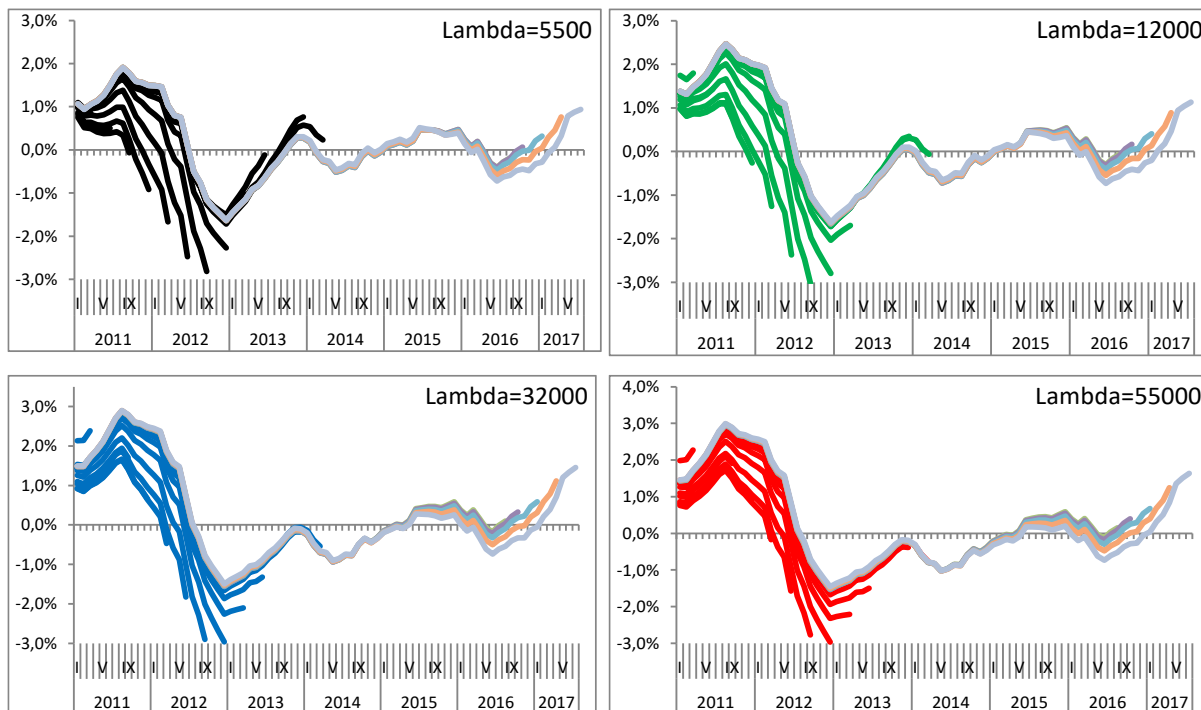
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 21 przedstawia wartości cykli odchyień od stycznia 2011 r., otrzymane w bieżącym raporcie i zestawione z wynikami otrzymanymi w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”. Wartości cykli odchyień za ostatnie około 3-4 przedstawione lata wskazują (dla wszystkich wartości parametru wygładzającego λ) na znacznie niższą amplitudę wahań cyklu odchyień (wynoszącą ok. $\pm 1,5\%$) niż przed tym okresem. Okres ten (3-4 ostatnich lat) można scharakteryzować jako okres o utrzymującej się dobrej koniunkturze z podokresami o niewielkich wahaniami związanymi ze zmianami koniunktury (wyrażonych w procentowym odchyleniu od ogólnej tendencji rozwojowej).

Rysunek 22 przedstawia bieżące zegary wahań cyklicznych dla indeksu produkcji ogółem. Punkty zegara nie wykazują tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed rokiem 2014). W wariancie klasycznym ostatnie punkty zegara poruszają się w dalszym ciągu w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych, zbliżając się do ćwiartki drugiej, co wskazuje na dalszą poprawę koniunktury w produkcji ogółem z oznakami wyhamowania tej tendencji. Punkty zegarów w wariancie klasycznym oscylują jednak blisko początku układu współrzędnych (dla wszystkich parametrów wygładzających), co utrudnia identyfikację fazy cyklu na podstawie ich ruchu. Powodem tej sytuacji jest znacznie

mniejsza amplituda wahań cyklu odchyłek w ostatnich 3-4 latach, a przez to niższy udział tych wahań w tendencji rozwojowej. Zegary cyklu dla produkcji przemysłowej w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej (dla wszystkich parametrów wygładzania). Wskazuje to na systematyczny wzrost wielkości indeksu produkcji przemysłowej (z pominięciem wahań sezonowych) w rozważanym okresie na zegarze cyklu.

Rysunek 21 Cykle odchyłek dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2011 r. z bieżącego raportu oraz publikowane w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”



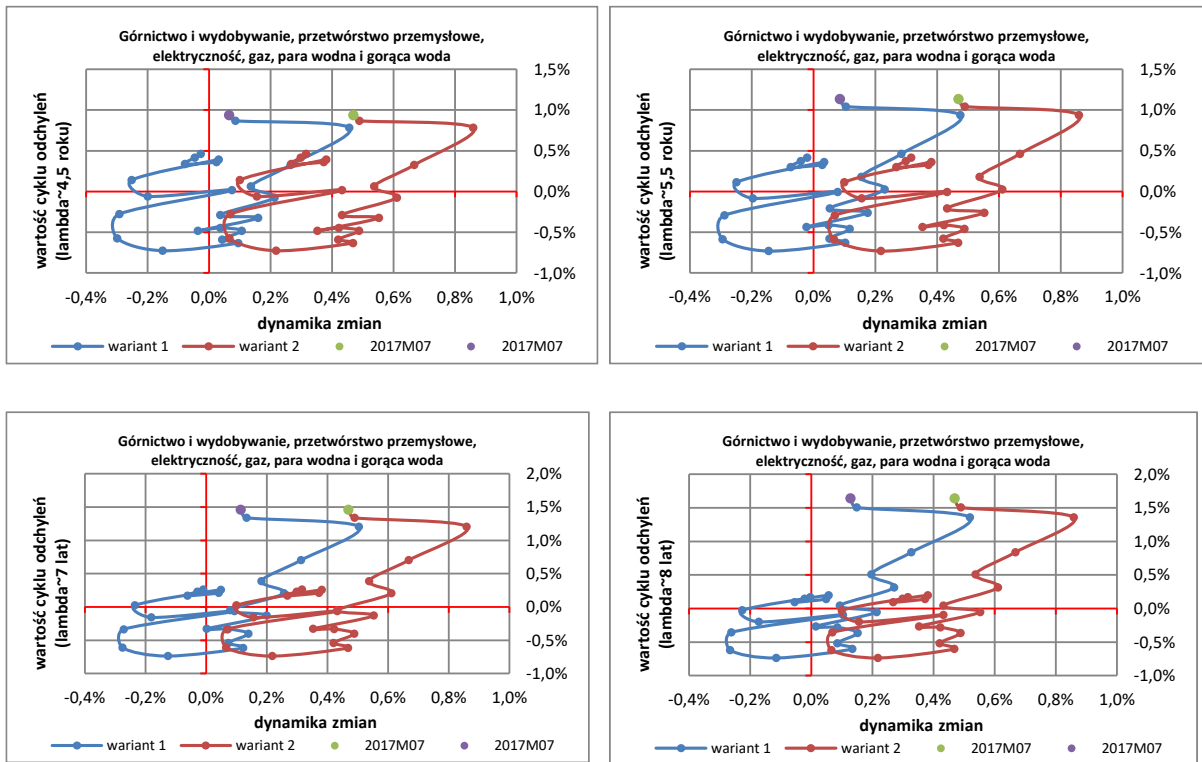
Źródło: Raport Makro.

W kolejnym kroku analizie poddano miesięczne wartości indeksu o stałej podstawie produkcji ogółem (2010=100), oczyszczonego z wahań sezonowych²². Analiza ta ma na celu próbę poszerzonego scharakteryzowania aktualnej pozycji cyklicznej w produkcji ogółem, poprzez uwzględnienie w cyklu odchyłek dodatkowych obserwacji (do października 2017 r.). Wyodrębniony cykl odchyłek przedstawiono graficznie (por. Rysunek 21, Rysunek 23).

Analiza dynamiki cyklu odchyłek wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych (por. Rysunek 23) pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich trzech lat (do stycznia 2018 r.) jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do ogólnej tendencji rozwojowej (wyznaczonej tu metodą filtracji HP), bez wyraźnych odstępstw (rozumianych jako wahania koniunkturalne) od tej tendencji, jakie miały miejsce w latach 2000-2012. Od połowy 2016 r. widoczna jest tendencja do wzrostu wartości cyklu odchyłek.

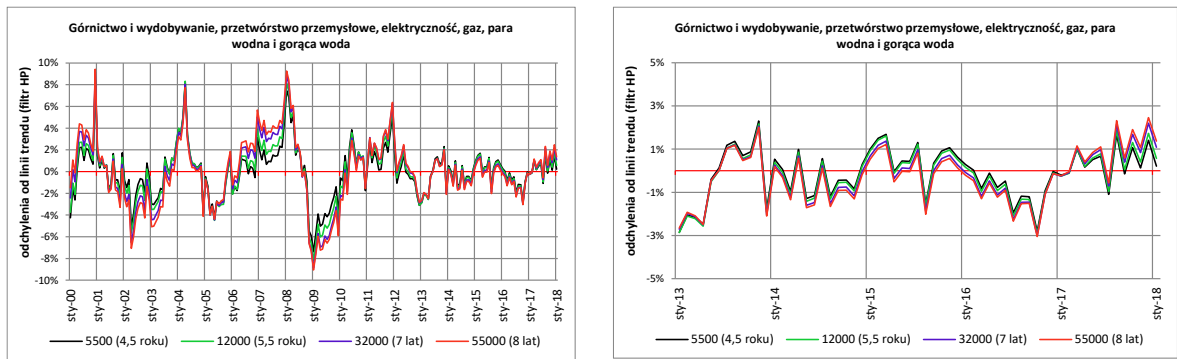
²² Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

Rysunek 22 zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem



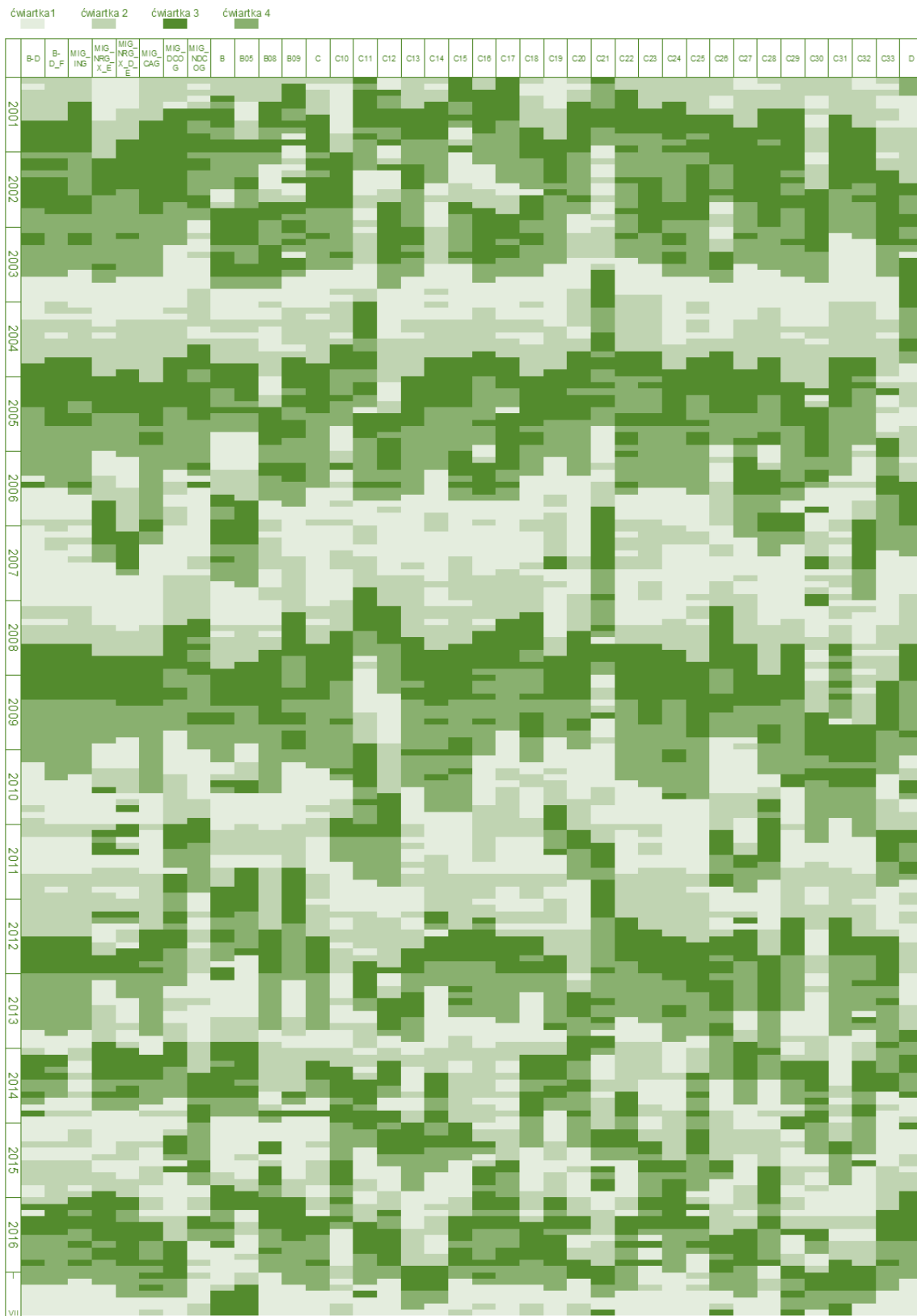
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 23 Cykl odchylen w okresie: styczeń 2000 r. – styczeń 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – styczeń 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 24 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 24. Na wykresie mozaikowym odwzorowuje on pozycję cykliczną wybranych działów i sekcji produkcji w okresie od 2001 r. do chwili obecnej. 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. W bieżącym okresie jedynie 6 działów produkcji znajduje się w recesji, to jest o trzy działy więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie. Okres ekspansji należy przypisać 25 działom produkcji, to jest o jeden więcej w porównaniu z poprzednią wersją raportu. W fazie odbudowy znajduje się zaś 6 działów produkcji.

Dodatkowo, dla każdego wiersza, łatwo można zliczyć liczby komórek o poszczególnych kolorach, co daje prostą zagregowaną miarę koniunktury w danym momencie czasu. 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.

W ramach badania pozycji cyklicznej kategorii makroekonomicznych analizie poddano indeks PKB wraz z jego składowymi (o stałej podstawie, 2010=100, niewyrównany sezonowo). W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara w wariacie klasycznym kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych (dla wszystkich przyjętych wartości parametrów wygładzających). Wskazuje to na poprawę koniunktury. Jednak odchylenie cyklu od ogólnej tendencji rozwojowej jest niewielkie i nie przekracza 0,8% w ostatnich dwóch latach (dla wszystkich parametrów wygładzających metody HP). Należy zaznaczyć, iż niskie odchylenie cyklu jest dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki. W ostatnich trzech latach wzrost PKB można też scharakteryzować jako stabilny w czasie.

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

Dla eksportu towarów i usług oraz importu towarów i usług w ostatnich 3-4 latach obserwujemy niską amplitudę wahań cyklu odchyleń. Zegary cyklu w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej, co wskazuje na wzrost (z kwartału na kwartał) indeksu o stałej podstawie dla eksportu i importu towarów i usług.

Analizie poddano również indeks PKB o stałej podstawie, 2010=100 wyrównany sezonowo. Wyniki dla PKB wskazują na poprawę koniunktury w IV kwartale 2017 r. Wnioski te należy jednak traktować z ostrożnością ze względu na duży udział wahań przypadkowych w wyodrębnionych cyklach.

Podsumowując, powyższa analiza wahań cyklicznych produktu krajowego brutto oraz jego głównych składowych pozwala na scharakteryzowanie pozycji cyklicznej w polskiej gospodarce (na koniec II kwartału 2017 r.), jako okresu poprawy koniunktury.

1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH

Istotnym elementem analizy jest próba klasyfikacji działów ze względu na prognozowaną ścieżkę rozwoju. Tabele 1.1 do 1.6 w *Raporcie Makro* przedstawiają zbiorczą jakościową ocenę ich tendencji rozwojowych. w tabelach 1.1, 1.3 i 1.5 tego raportu zawarto informacje o prawdopodobieństwie spadku produkcji w każdym z działów w każdym miesiącu w horyzoncie prognozy (od II 2018 do I 2019). Podano także maksymalną i minimalną wartość tego prawdopodobieństwa. Powyższe prawdopodobieństwa umożliwiają klasyfikację działów na te, które będą się z dużym prawdopodobieństwem dynamicznie rozwijać, na te, które pozostaną na dotychczasowym poziomie rozwoju oraz na te, które będą się kurczyć.

W przypadku produkcji przemysłowej najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać działowi „Produkcja urządzeń elektrycznych”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku produkcji w analizowanym horyzoncie jest niskie i nie przekracza 0,11 w połowie horyzontu prognozy. Oznacza to silny rozwój branży w całym roku 2018. Opisywana tendencja będzie trwała, ponieważ prawdopodobieństwo wyższego tempa wzrostu w drugim półroczu horyzontu prognozy wynosi 0,5. Podobnie dział: „Produkcja metalowych wyrobów gotowych z wyłączeniem maszyn i urządzeń” jest charakteryzowany niskim prawdopodobieństwem spadku produkcji i umiarkowanym stopniem trwałości pozytywnej tendencji rozwojowej. Powyższe wnioski uzyskano także w poprzedniej edycji raportu. Nowe dane utrwaliły pozytywne tendencje rozwojowe w powyższych branżach. Działem szczególnie zagrożonym, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, jest – podobnie jak w poprzedniej edycji raportu – „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego” oraz cała sekcja D, to jest „Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie, na co wskazywano też w poprzedniej edycji raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na nieznaczną poprawę jesienią 2018 roku. Pod koniec analizowanego horyzontu prognozy ścieżka prognoz powraca do wartości wskazujących na spadek produkcji. W przypadku działu „Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego” prawdopodobieństwo niższego tempa wzrostu w drugim półroczu horyzontu prognozy wynosi 0,2. Poważnie zagrożona wydaje się też cała sekcja D, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,86 w analizowanym horyzoncie. To prawdopodobieństwo nieznacznie spadło w porównaniu z poprzednią edycją raportu, gdzie raportowano wartość 0,9. Wyniki dla tego działu wskazują na trwałość tendencji spadkowej. W drugim półroczu horyzontu prognozy dział będzie się rozwijać wolniej niż w pierwszym półroczu z prawdopodobieństwem 0,57.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może nieznacznie przekraczać wartość 0,5 i nie jest mniejsze od wartości 0,2. Podobne rezultaty uzyskano w poprzedniej edycji raportu. To wysokie prawdopodobieństwo spadku produkcji dotyczy lutego 2018, czyli pierwszego punktu czasowego obserwacji podlegających prognozie. Wraz ze wzrostem horyzontu prognozy to prawdopodobieństwo maleje. Najlepsze perspektywy rozwojowe, odbiegające od pozostałych działów należy przypisać „Sprzedaży detalicznej włókien, odzieży, obuwia i wyrobów ze skóry w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku w wielkości handlu nie przekracza wartości 0,13. Opisanie powyżej tendencje rozwojowe są bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie się dynamicznie rozwijać niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy. Wyjątek stanowi dział „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w wyspecjalizowanych sklepach”. Z wyjątkiem lutego 2018, prognozy w całym horyzoncie przypisują wyższe prawdopodobieństwo sytuacji spadku produkcji niż wzrostu.

W przypadku budownictwa dobre tendencje rozwojowe należy przypisać zarówno „Budownictwu związanemu ze wznoszeniem budynków” jak i sekcji infrastrukturalnej. Sytuacja w tym dziale poprawia się konsekwentnie od początku roku 2017. Prawdopodobieństwo spadku produkcji nie przekracza wartości 0,32 w całym horyzoncie prognozy. W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest mniejsze od raportowanego prawdopodobieństwa w poprzedniej edycji raportu (0,5). W efekcie sektor budownictwa ogółem będzie się charakteryzować solidnym rozwojem przynajmniej do jesieni 2018 roku, czyli do końca analizowanego horyzontu. Prawdopodobieństwo spadku wskaźnika dla robót budowlanych ogółem nie przekracza 0,28. Wyniki wskazują także, że w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie się rozwijać nieco wolniej niż w pierwszym.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na utrzymanie się dodatniego tempa wzrostu w całym horyzoncie prognozy, jednak z wyraźnie zaznaczonym wyhamowaniem na przełomie 2017 i 2018 roku. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej na koniec horyzontu predykcji zbliżają się do 5% r/r.

W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej prognozy wskazują na kontynuację tendencji wzrostowej aż do pierwszego kwartału br. – w kolejnych miesiącach może jednak nastąpić zmniejszenie tempa wzrostu. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy przyjmują wartości ujemne od połowy br., w drugim kwartale 2019 prognozy punktowe wskazują na tempo wzrostu sprzedaży detalicznej niższe niż 5%.

1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

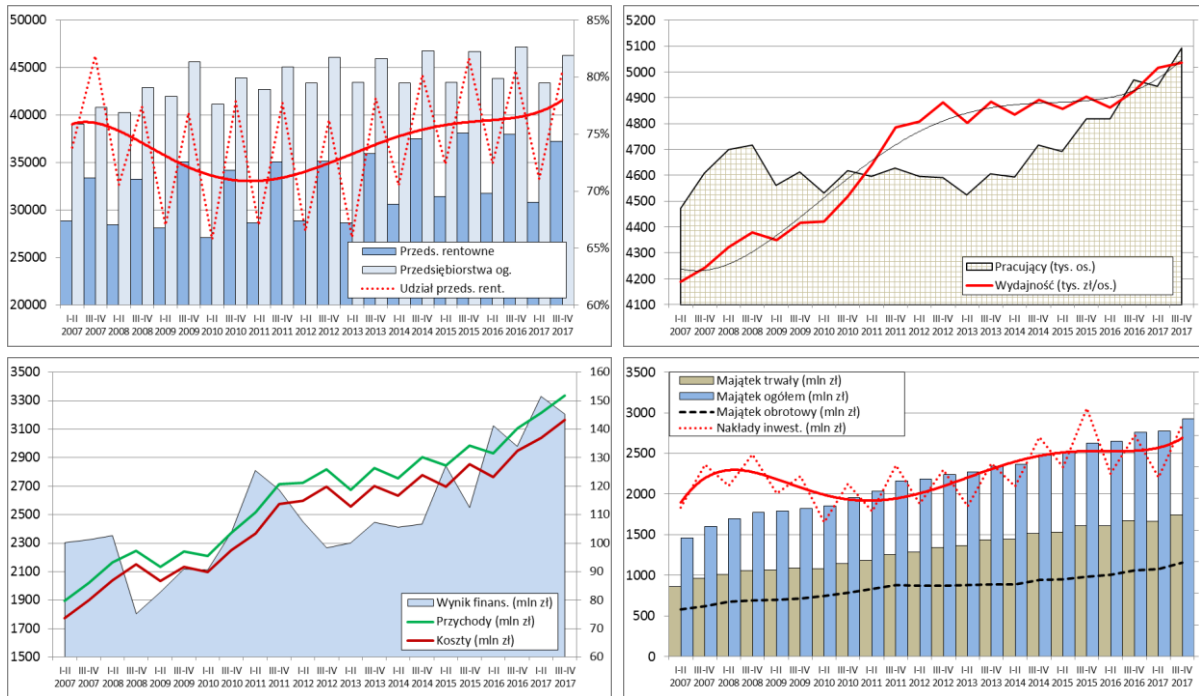
Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy (+13,50%), także w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. W ujęciu klas wielkości w sposób oczywisty dominują liczebnie przedsiębiorstwa małe (63,9%), a w dalszej kolejności wymienić należy przedsiębiorstwa średnie oraz duże. Kierunek zmian wskazuje na postępujący wzrost liczby przedsiębiorstw małych (+18,0%), przy niewielkim wzroście liczby przedsiębiorstw średnich i dużych (por. Rysunek 25).

Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem, natomiast majątek trwały wykazał ostatnio mniejszą intensywność wzrostu. Tworzący ten majątek strumień **nakładów inwestycyjnych** wzrósł w ostatnim półroczu, wobec dotychczasowego zahamowania w czterech poprzednich półroczach. Wzrost przychodów pociąga za sobą w miarę równomierny wzrost należności, przy mniejszej dynamice zapasów. Ostatnie półrocze charakteryzuje wzrost dynamiki przyrostu z okresu na okres aktywów bieżących. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych, natomiast odpowiada dynamice wzrostu kapitału własnego (por. Rysunek 25).

Widoczną tendencją jest poprawa w ostatnich trzech półroczach struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy spadek zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, a wynikowy cykl kapitału obrotowego netto ulegał wahaniom, bez wyraźnego kierunku zmian. Płynność bieżąca i szybka pozostają w ostatnich kilku półroczach na stabilnych poziomach, podobnie jak wypłacalność oceniana relacją wyniku finansowego i amortyzacji do zadłużenia ogółem. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje w czterech ostatnich półroczach spadki, przy mniej intensywnych spadkach rentowności operacyjnej aktywów. W ostatnim półroczu ponownie obniżyła się produktywność majątku (cyrkulacja kapitału), podtrzymując długoterminowy trendu spadkowy – por. Rysunek 26.

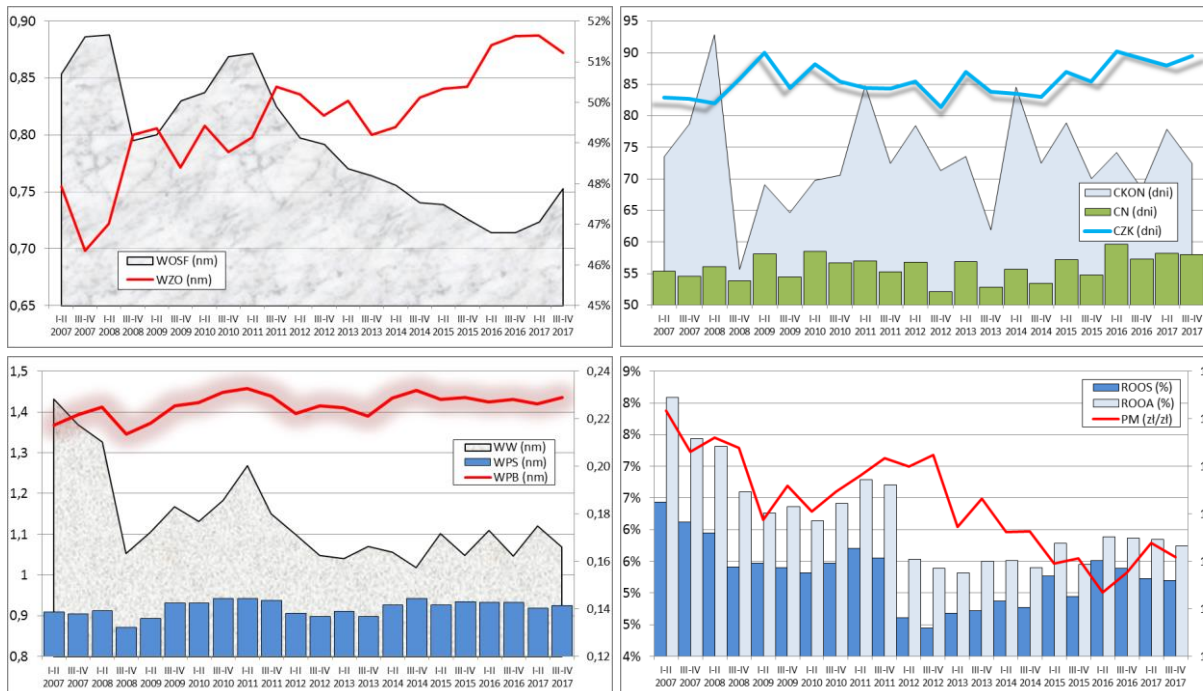
Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w II p. 2017 r. charakteryzuje w nieznacznym stopniu poprawa wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w I p. 2017 r. (dla obu okresów w ujęciu r/r). Pole powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na analizowanych wskaźnikach finansowych zwiększyło się o +4,0%, ale w ujęciu rodzajów działalności dotyczyło tylko usług. Korzystniejsze rezultaty uzyskano w 5 na 10 wskaźników. W produkcji pogorszenie wartości wskaźników finansowych – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło -7,0%, a istotne negatywne zmiany dotyczyły rentowności operacyjnej sprzedaży oraz długości cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W handlu odnotowano słabsze pogorszenie wartości wskaźników finansowych (pole powierzchni -1,8%), które dotyczyło 4 na 10 z nich (zwłaszcza rentowności operacyjnej sprzedaży oraz wypłacalności). Względem szczególnie niekorzystnej sytuacji w poprzednich okresach, obraz zmian w usługach (pole powierzchni +59,5%) wykazuje pewne pozytywne zmiany. Jest to jednak mniejsze, ale nadal w większości ujemne tempo zmian wartości wskaźników. Poprawa dotyczyła tylko długości cyklu zobowiązań krótkoterminowych, wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej oraz produktywności (3 na 10 wskaźników). Szczególnie widoczny jest spadek płynności bieżącej i szybkiej, rentowności operacyjnej sprzedaży oraz aktywów – por. Rysunek 27.

Rysunek 25 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)



Źródło: Raport Mikro.

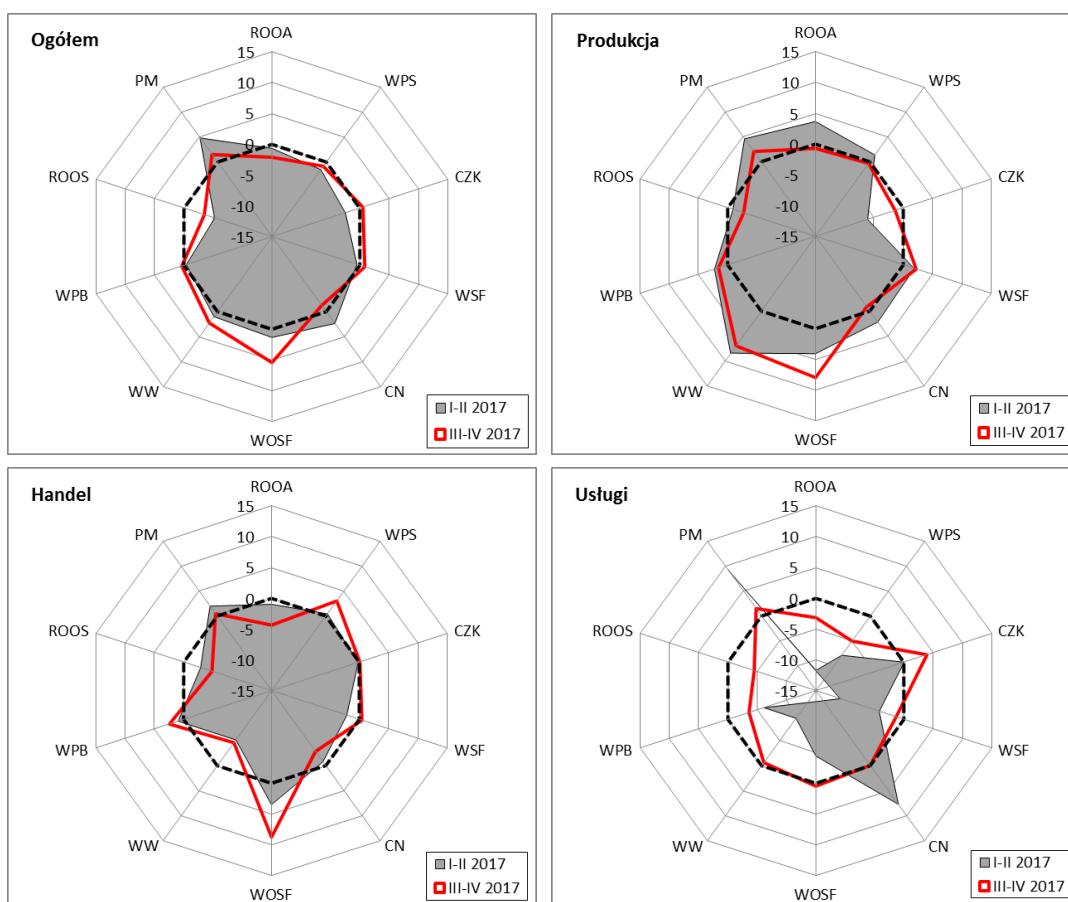
Rysunek 26 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)



WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (struktury majątkowo-kapitałowej); WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; CKON – cykl kapitału obrotowego netto; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; WPS – wskaźnik płynności podwyższonej; WW – wskaźnik wypłacalności; ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału).

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 27 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2017 r. oraz II p 2016 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)



WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (struktury majątkowo-kapitałowej); WSF – wskaźnik samofinansowania; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; WPS – wskaźnik płynności podwyższonej; WW – wskaźnik wypłacalności; ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału). Wskaźniki ujęte jako stymulanty (CN w razach).

Źródło: Raport Mikro.

II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

Celem niniejszego rozdziału jest analiza i krótkookresowa prognoza makroekonomicznych czynników związanych z kształtowaniem się koniunktury gospodarczej. Prezentowane rezultaty powinny dostarczyć podstaw dla ogólnego scharakteryzowania bieżącego stanu gospodarki.

Przyjęta tu metodologia polega na poddaniu analizie dostępnych wskaźników makroekonomicznych odzwierciedlających sytuację koniunkturalną (w szczególności w sektorze przedsiębiorstw). W przypadku każdego wskaźnika modelowaniu podlega dynamika w ujęciu rocznym (procentowe zmiany w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego), przy czym rozpatrywana jest ona w odniesieniu do wielkości wyrażonych w stałych cenach. W przypadku danych GUS są to najczęściej średnioroczne ceny roku ubiegłego.

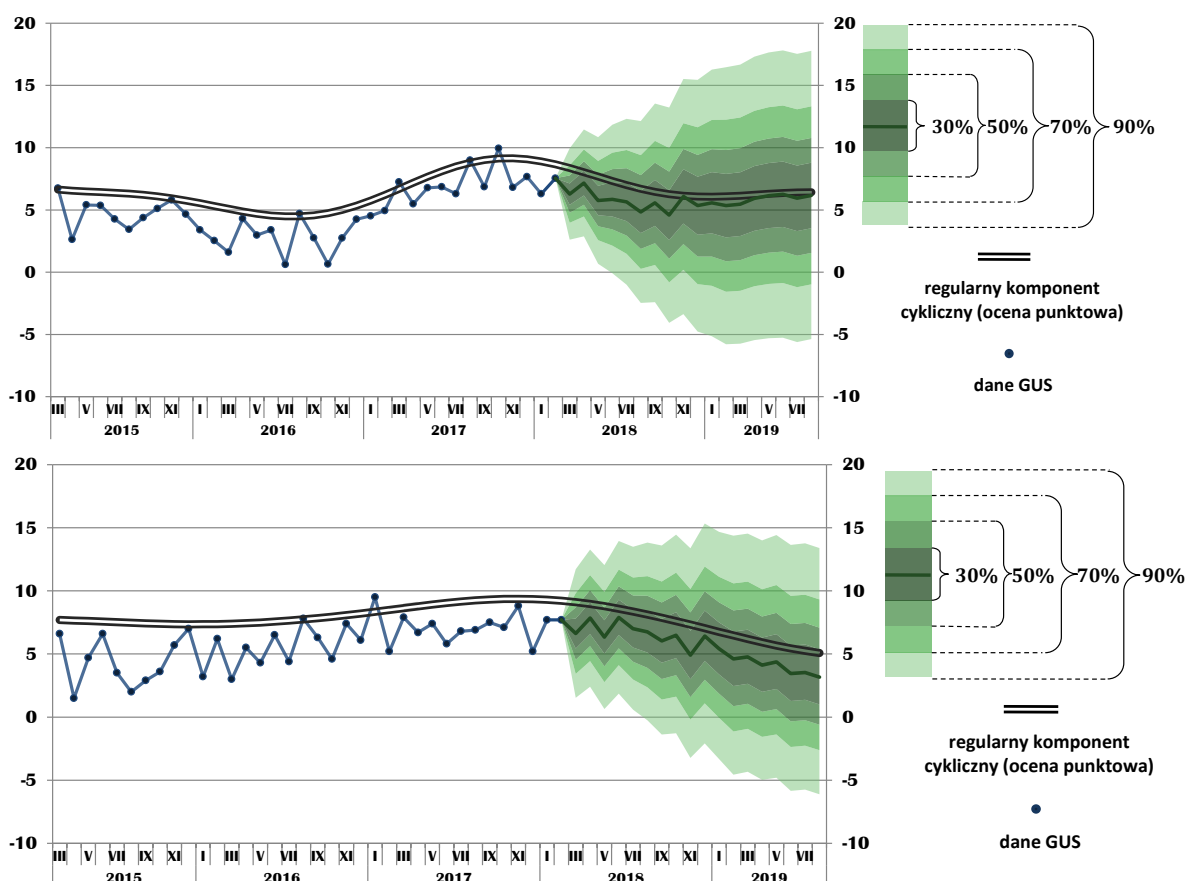
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznanymi parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie próby oraz w okresie prognozy. W przypadku każdego ze wskaźników konstruowana jest również prognoza jego dynamiki. Kluczowe znaczenie ma tu zapewnienie należytego opisu niepewności *ex ante* obciążającej predykcję. Aby przedstawić niepewność prognozy w sposób formalnie uzasadniony, wykorzystano wnioskowanie bayesowskie. Pozwala ono na wyznaczenie rozkładu predyktywnego niedostępnych wartości zmiennej objaśnianej, na podstawie którego konstruowany jest wykres wachlarzowy, ilustrujący niepewność związaną z prognozą badanego wskaźnika. Wykres wachlarzowy reprezentuje informację prognostyczną dotyczącą obserwowalnej zmiennej, odzwierciedla więc zarówno systematyczną, jak i stochastyczną część dynamiki obserwowanego szeregu czasowego. Przebieg tendencji centralnej prognozy zmiennej może więc nieco odbiegać od prognozy punktowej regularnego komponentu cyklicznego.

Analizie poddano obserwacje z okresu od początku 1999 roku do lutego 2018 r. (dane miesięczne) lub czwartego kwartału 2017 r. (dane kwartalne) łącznie. Analizowane tu szeregi czasowe o częstotliwości miesięcznej opisują dynamikę zmian r/r (w procentach) w przypadku produkcji przemysłowej (skorygowanej o efekt dni kalendarzowych) oraz sprzedaży detalicznej (w obydwu przypadkach wyrażonych w cenach stałych, za GUS). Wskaźniki te mogą jedynie w przybliżeniu odzwierciedlać koniunkturę w sektorze produkcyjnym oraz sytuację popytową. Zatem wnioskowanie o bieżącej sytuacji w sektorze przedsiębiorstw polega oczywiście na pewnym przybliżeniu. Trudno jednak wskazać zbiór bardziej adekwatnych, dostępnych wskaźników ekonomicznych publikowanych w cyklu miesięcznym. Dodatkowo przeprowadzono analizę kwartalnych wskaźników charakteryzujących dynamikę PKB, popytu krajowego, wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (w cenach stałych, w ujęciu rocznym). Skonfrontowano także najnowsze dane makroekonomiczne z wcześniejszymi prognozami oraz zobrazowano, jak napływ nowych obserwacji modyfikuje wnioskowanie o regularnym komponencie cyklicznym dynamiki rozpatrywanych wielkości. Zaprezentowano również prognozy uzyskane przy wyłączeniu oddziaływania regularnego komponentu cyklicznego.

2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE

Rysunek 28 (górny panel) ilustruje prognozę dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskaną na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Przebieg ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne minimum tempa wzrostu (r/r) wystąpiło w połowie 2016 r.; od tego czasu aż do czwartego kwartału 2017 r. widoczna była tendencja do przyspieszenia tempa wzrostu produkcji. Od początku br. widoczne są pewne symptomy odwrócenia tendencji wzrostowej (przy utrzymaniu wyraźnie dodatniej dynamiki). Na podstawie prognoz punktowych regularnego komponentu cyklicznego można stwierdzić, że początkowo przewiduje się nieznaczne wyhamowanie tempa wzrostu (do poziomu ok. 5% r/r), a następnie jego utrzymanie (z możliwością nieznacznego przyspieszenia). W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu r/r produkcji przemysłowej powinno być zbliżone do 5% (lub nieznacznie przekraczać tę wartość), przy czym możliwe są krótkookresowe odchylenia od tej tendencji. W szczególności należy podkreślić, iż prognoza ta obarczona jest znaczną niepewnością: dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od czwartego kwartału 2018 r.; w tym okresie górne krańce 50% przedziałów oscylują wokół wartości 10%. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy od stycznia do sierpnia 2019 r. oscylują wokół wartości -5%.

Rysunek 28 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)



Źródło: Raport Makro.

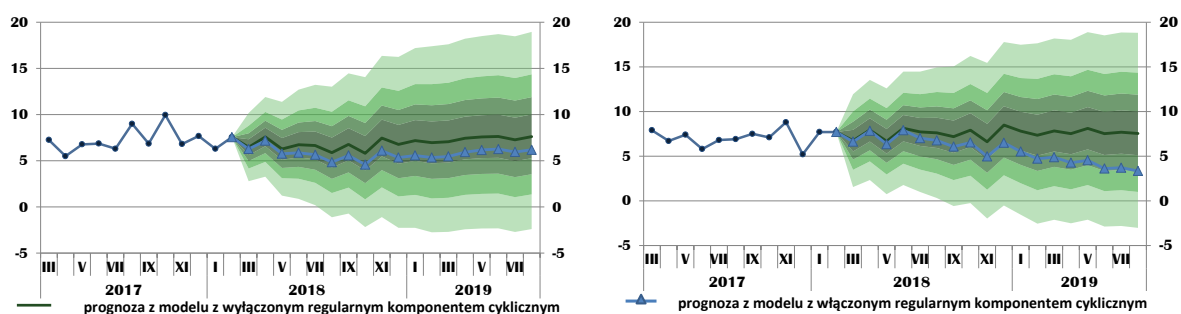
Oceny i prognozy regularnego komponentu cyklicznego dla dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na występowanie nieznacznej tendencji wzrostowej począwszy od połowy 2016 roku (Rysunek 28) do czwartego kwartału 2017 r. W czwartym kwartale ub. r. wystąpiło lokalne maksimum regularnego

komponentu cyklicznego na poziomie zbliżonym do 10% r/r. Przewiduje się, iż w horyzoncie predykcji będzie widoczne odwrócenie tej tendencji tj. niewielkie obniżenie (dodatniego) tempa wzrostu sprzedaży detalicznej. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego w lipcu i sierpniu 2019 r. osiągają wartość ok. 5% r/r.

Prognozy punktowe wskaźnika realnej dynamiki r/r sprzedaży detalicznej leżą nieznacznie poniżej oszacowań regularnego komponentu cyklicznego; są one jednak dodatnie w całym horyzoncie predykcji. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca, iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r (dolne krańce 90% przedziałów prognozy osiągają ujemne wartości począwszy od połowy br.). Podobnie jednak niewykluczone jest osiągnięcie w pewnych miesiącach dwucyfrowej dynamiki wzrostu.

W przypadku sprzedaży detalicznej wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego daje niewielki – biorąc pod uwagę niepewność predykcji – i zbliżony efekt jak w przypadku produkcji przemysłowej.

Rysunek 29 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r

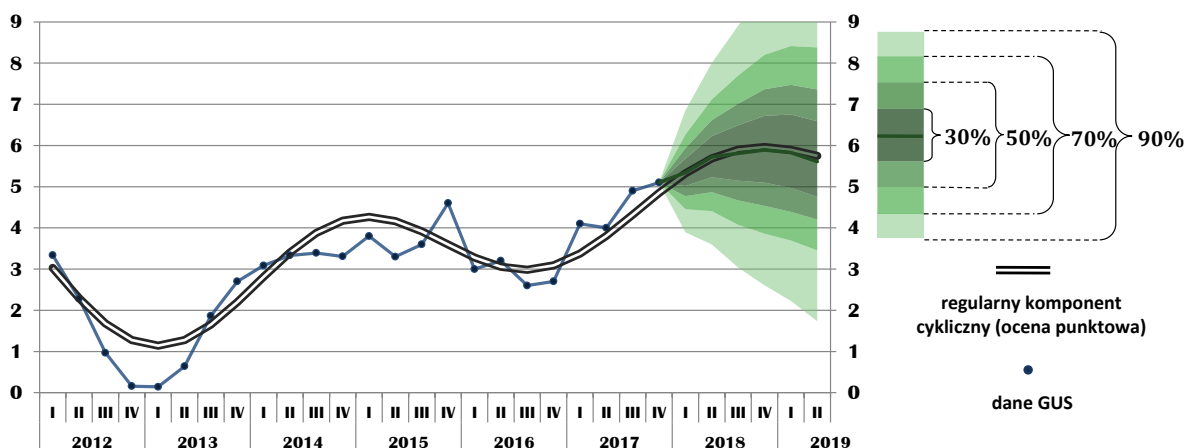


Źródło: Raport Makro.

2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

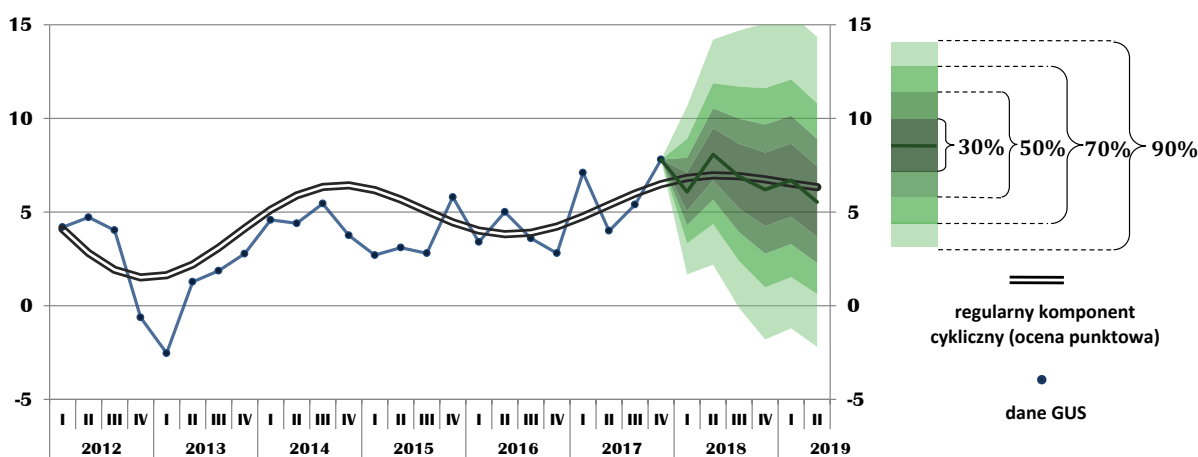
Rysunek 30 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy przewiduje utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu PKB, zbliżonego do zaobserwowanego w czwartym kwartale 2017 r. Prognozy punktowe, zarówno regularnego komponentu cyklicznego, jak i samego wskaźnika realnej dynamiki PKB w horyzoncie predykcji przyjmują wartości pomiędzy 5% a 6%. Może to sugerować wystąpienie w okresie prognozy górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB – wyraźna tendencja wzrostowa widoczna jest począwszy od czwartego kwartału 2016 r. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy osiągają wartości zbliżone do 2% dopiero w ostatnim okresie horyzontu predykcji (drugi kwartał 2019 r.). Należy jednak podkreślić, iż prezentowana prognoza wykorzystuje dane niezrewidowane – rewizja rachunków narodowych mogłaby w pewnym stopniu zmienić omawiane tu przewidywania.

Rysunek 30 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



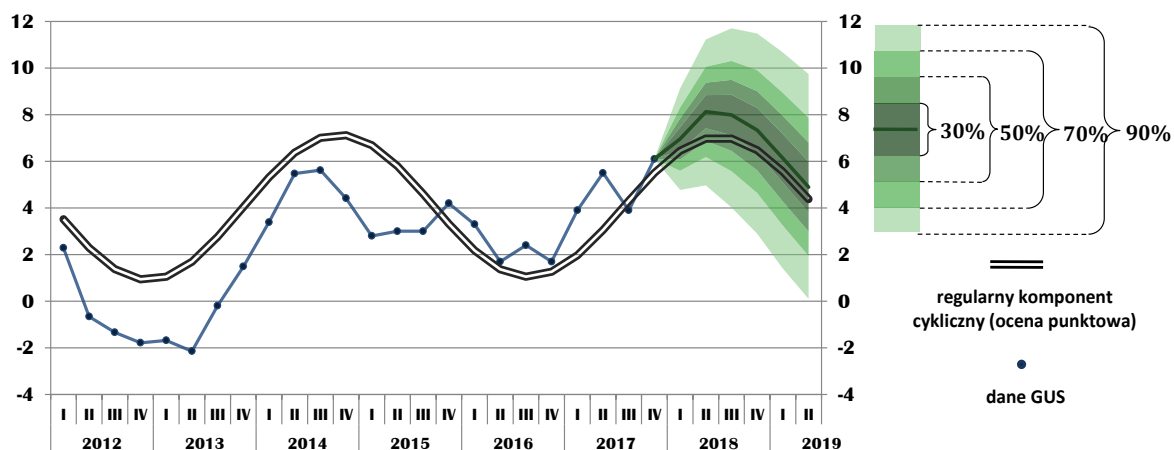
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. Analiza przebiegu rzeczywistych danych oraz ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego sugeruje, iż lokalne minimum tempa wzrostu tej wielkości wystąpiło w drugim kwartale 2016 roku. Można jednak zauważyć, iż w badanym okresie amplituda wahań cyklicznych zmniejszała się – regularny komponent cykliczny ma coraz bardziej płaski przebieg (biorąc pod uwagę oceny punktowe). Wskaźnik ten wykazuje jednak wyraźne wahania krótkookresowe, które mogą nieco zaburzyć obraz tendencji długookresowych. W całym horyzoncie predykcji dynamika wartości dodanej brutto w przemyśle będzie wyraźnie przekraczać 5% r/r (przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy samego wskaźnika są zbliżone). Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, w okresie prognozy widoczna jest słaba tendencja do wyhamowania tempa wzrostu. Ze względu na wyraźne wahania krótkookresowe, prognoza tempa wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle wykazuje dość znaczącą niepewność *ex ante*, jednak dolne krańce 70% przedziałów prognozy są dodatnie w całym horyzoncie predykcji.

W przypadku popytu krajowego (Rysunek 32) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne maksimum tempa wzrostu tej wielkości miało miejsce pod koniec 2014 r. W czwartym kwartale 2016 r. nastąpiło odwrócenie tendencji spadkowej, co zostało potwierdzone znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu w pierwszej połowie 2017 r., po czym

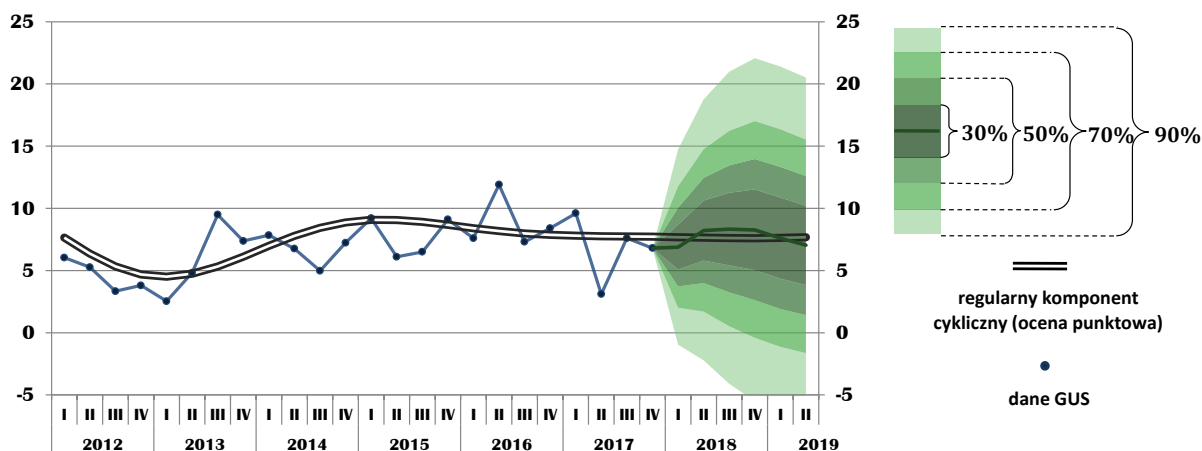
w trzecim kwartale ub. r. było widoczne przejściowe obniżenie tempa wzrostu. W okresie predykcji przewidywana jest jednak kontynuacja ogólnej tendencji wzrostowej aż do połowy br., gdy tempo wzrostu popytu krajowego ma osiągnąć wartości zbliżone do 7% r/r. W kolejnych kwartałach przewidywane jest obniżenie dynamiki omawianego wskaźnika. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest znaczna, lecz dolne krańce 90% przedziałów są dodatnie w całym horyzoncie prognozy.

Rysunek 32 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 33 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

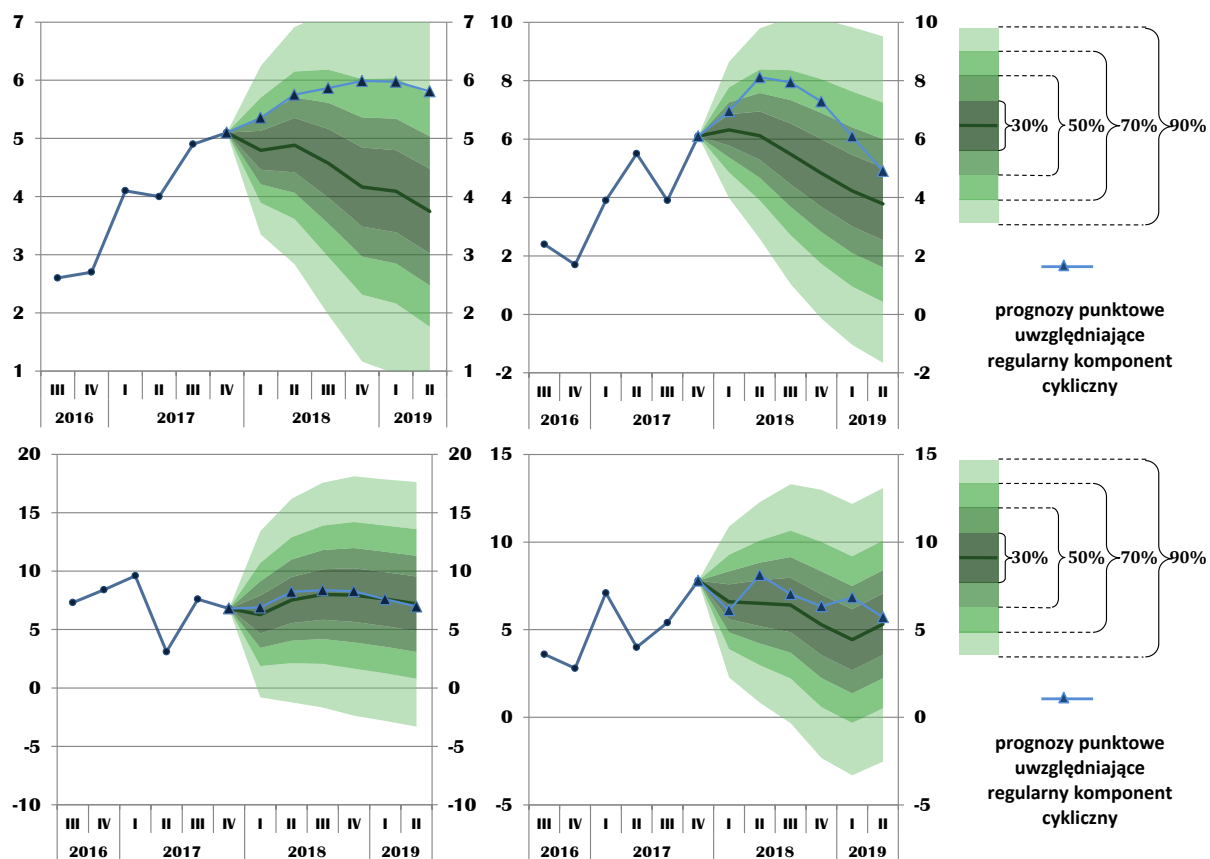
W przypadku eksportu (Rysunek 33) po zaobserwowaniu znacznego obniżenia dynamiki w drugim kwartale ub. r. widoczny jest powrót do wyższego tempa wzrostu. Obserwacje z ostatnich lat nie dają się jednoznacznie sklasyfikować pod kątem faz cyklu wzrostu – wahania regularnego komponentu cyklicznego mają bardzo niewielką amplitudę. W okresie predykcji również dynamika eksportu nie wykazuje jednoznacznej tendencji.

Zaprezentowane powyżej prognozy dynamiki produkcji przemysłowej oraz wartości dodanej brutto w przemyśle są spójne w tym sensie, że przewidują występowanie wyraźnie dodatniego tempa wzrostu (zbliżonego do 5%).

2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej (popyt krajowy, produkt krajowy brutto) wyłączenie komponentu cyklicznego ma duży wpływ na prognozy produktu krajowego brutto oraz popytu krajowego. Różnica jest mniejsza w przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu. Wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego powoduje wystąpienie bardziej wyraźnej tendencji do wyhamowania dynamiki tych wskaźników w okresie predykcji (por. Rysunek 34).

Rysunek 34 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)



Źródło: Raport Makro.

W przypadku PKB wyłączenie komponentu cyklicznego skutkuje tym, iż ścieżka centralna prognozy reprezentuje powrót do dynamiki na poziomie ok. 4% (co odpowiada w przybliżeniu uśrednionym wcześniejszym odczytom tego wskaźnika) – tymczasem prognozy z cyklicznością przewidują dalsze utrzymanie wysokiego tempa wzrostu PKB – omawiane podejścia generują więc odmienne tendencje prognoz. Można więc stwierdzić, że prognoza przewidująca utrzymanie wysokiej, zbliżonej (w całym okresie prognozy) do 5% r/r dynamiki PKB (por. Rysunek 30) wynika w przeważającej mierze z oddziaływania komponentu cyklicznego. W przypadku popytu krajowego wyłączenie komponentu cyklicznego skutkuje opóźnieniem (o ok. dwa kwartały) ujawnienia się tendencji spadkowej. Zarówno w przypadku PKB jak i popytu krajowego, wyłączenie komponentu cyklicznego skutkuje obniżeniem tempa wzrostu przewidywanego na koniec horyzontu predykcji, efekt ten jest jednak silniejszy w przypadku dynamiki PKB.

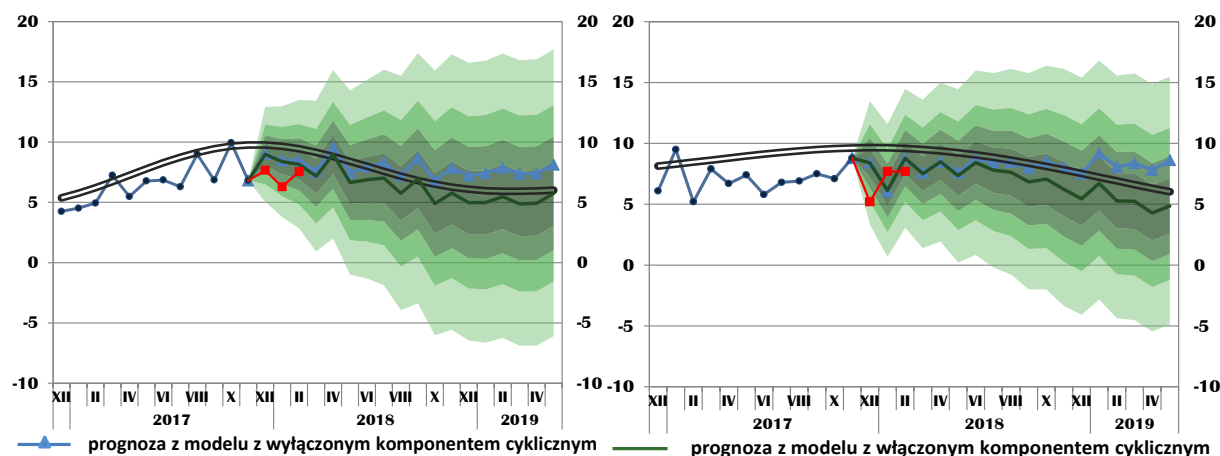
Dla wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu, prognozy punktowe z wyłączeniem komponentu cyklicznego prawie zawsze mieszczą się wewnątrz 30% przedziałów prognoz z modeli

z cyklicznością, można więc stwierdzić, że prezentowane prognozy są raczej odporne na założenia dotyczące identyfikacji regularnego komponentu cyklicznego.

2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ

Ze względu na rozbieżności pomiędzy prognozami z poszczególnych kategorii modeli szczególnie ważna wydaje się analiza *ex post* poprzednio przedstawianych prognoz. W przypadku danych miesięcznych, tj. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (Rysunek 35) zrealizowane obserwacje nie dają podstaw do kwestionowania prezentowanych poprzednio prognoz produkcji przemysłowej. Dla produkcji przemysłowej rzeczywista dynamika była nieco przeszacowana, w przypadku sprzedaży detalicznej przejściowe spowolnienie wystąpiło o jeden miesiąc wcześniej niż prognozowano. Otrzymane wyniki nie pozwalają jednak na rozróżnienie pomiędzy proponowanymi podejściami, chociaż w większości przypadków prognozy z włączonym komponentem cyklicznym były nieco bardziej trafne.

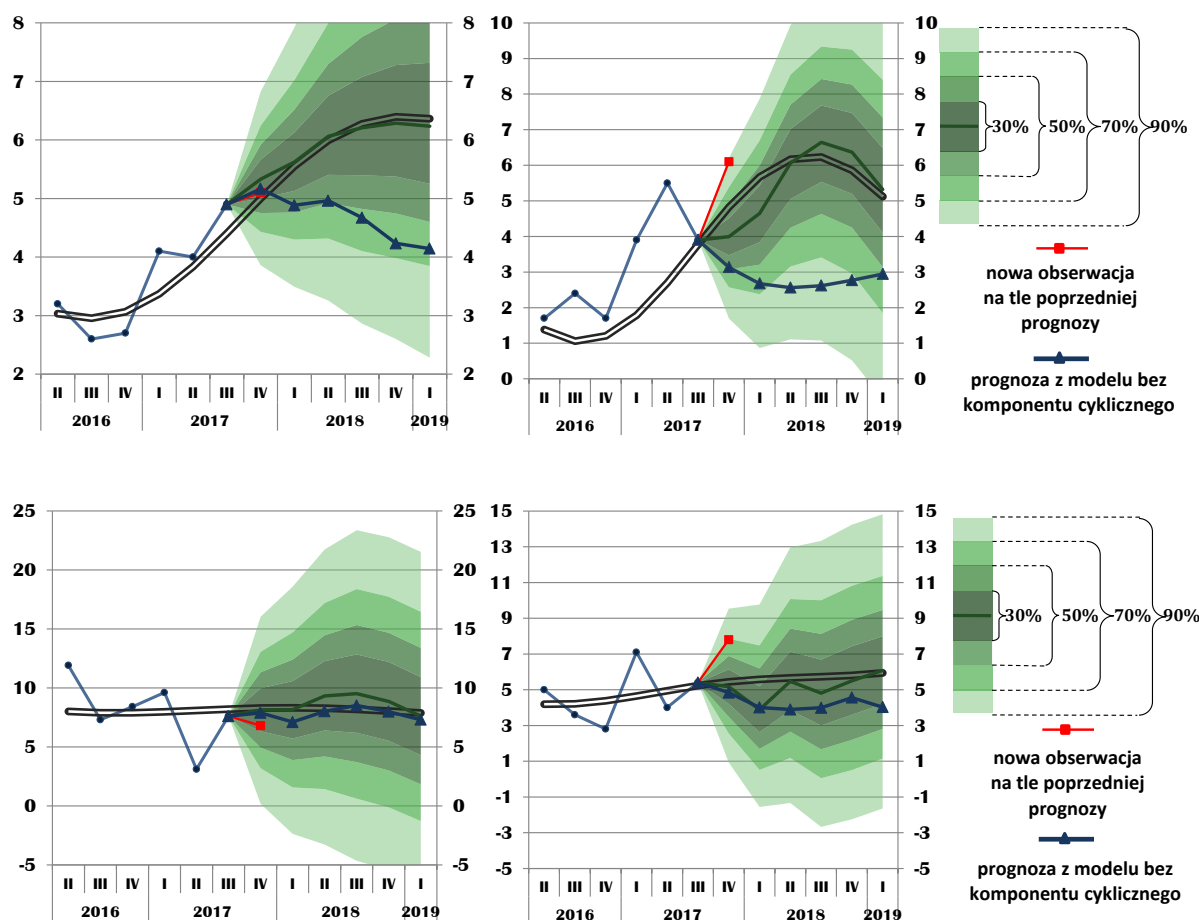
Rysunek 35 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Dla eksportu oraz wartości dodanej brutto w przemyśle, prognozy z włączonym komponentem cyklicznym oraz prognozy bez cykliczności były podobne, odmienna sytuacja dotyczyła produktu krajowego brutto oraz popytu krajowego, zwłaszcza w dalszych horyzontach predykcji. Obydwie prognozy były raczej trafne w przypadku dynamiki produktu krajowego brutto oraz eksportu. Jeśli chodzi o popyt krajowy, zrealizowana wartość jest wyraźnie wyższa od prognoz (pokrywa się ona z górnym krańcem 90% przedziału poprzedniej prognozy). Należy jednak zauważyć, iż przeciwna sytuacja miała miejsce w poprzedniej rundzie prognostycznej. Oznacza to, iż prognoza popytu krajowego na czwarty kwartał 2017 r. sporządzona dwa kwartały temu była bardziej trafna, zaś porównanie sprawności prognostycznej modeli jest pod silnym wpływem przejściowego obniżenia dynamiki popytu krajowego w trzecim kwartale 2017 r. W przypadku dynamiki PKB prognoza z wyłączonym komponentem cyklicznym okazała się nieco bardziej trafna od prognozy z cyklicznością. Z kolei dla popytu krajowego błąd prognozy *ex-post* jest dość znaczny, jednak mniejszy dla modelu z włączonym regularnym komponentem cyklicznym – Rysunek 36.

Rysunek 36 Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)



Źródło: Raport Makro.

Zaprezentowane (por. rysunek 36) prognozy przewidują dwa różne warianty przyszłej dynamiki PKB: model z cyklicznością przewiduje utrzymanie obecnego, wysokiego tempa wzrostu przez kilka kolejnych kwartałów. Model bez cykliczności przewiduje, iż powolne wyhamowanie wysokiego tempa wzrostu rozpocznie się już w najbliższych kwartałach. Wydaje się, iż można bezpiecznie przyjąć bazowy scenariusz pośredni, przewidujący w kolejnych kwartałach 2018 r. i pierwszej połowie 2019 r. dynamikę PKB w zakresie 4-6% r/r, z perspektywą nieco wolniejszego wyhamowania wzrostu niż przewiduje to model bez cykliczności. W przypadku popytu krajowego i wartości dodanej brutto w przemyśle, należy zwrócić uwagę na możliwość występowania krótkookresowych wahań, które mogą utrudniać prawidłowe odczytanie tendencji rozwojowych. Ogólnie jednak perspektywy rozwoju polskiej gospodarki są obecnie bardzo dobre – a aktualne, bardzo wysokie odczyty wskaźników makroekonomicznych są jakościowo zgodne z konkluzjami poprzednio prezentowanych prognoz.

Prognozy pochodzące z modeli z cyklicznością powinny być szczególnie ostrożnie interpretowane, zwłaszcza w odniesieniu do popytu krajowego oraz wartości dodanej brutto w przemyśle, które wykazują w ostatnich kwartałach silniejszą zmienność krótkookresową. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na kwantyfikację niepewności prognozy widoczną w tabeli poniżej w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyleń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczonych kursywą).

Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predykcyjnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego)

	2018				2019	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
PKB	5.36%	5.75%	5.87%	5.99%	5.97%	5.81%
	0.9	1.4	1.8	2.2	2.5	2.7
	4.80%	4.88%	4.57%	4.17%	4.10%	3.76%
	0.9	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0
Wartość dodana brutto w przemyśle	6.11%	8.12%	7.03%	6.34%	6.84%	5.71%
	2.7	3.7	4.5	5.2	5.2	5.1
	6.59%	6.53%	6.44%	5.30%	4.44%	5.31%
	2.6	3.5	4.2	4.7	4.7	4.8
Popyt krajowy	6.96%	8.12%	7.94%	7.28%	6.09%	4.90%
	1.3	1.9	2.3	2.6	2.8	3.0
	6.32%	6.14%	5.53%	4.89%	4.29%	3.84%
	1.4	2.2	2.8	3.1	3.3	3.4
Eksport	6.89%	8.23%	8.37%	8.28%	7.59%	6.97%
	4.8	6.4	7.7	8.4	8.5	8.4
	6.29%	7.51%	7.98%	7.92%	7.57%	7.19%
	4.3	5.3	5.9	6.3	6.3	6.4

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

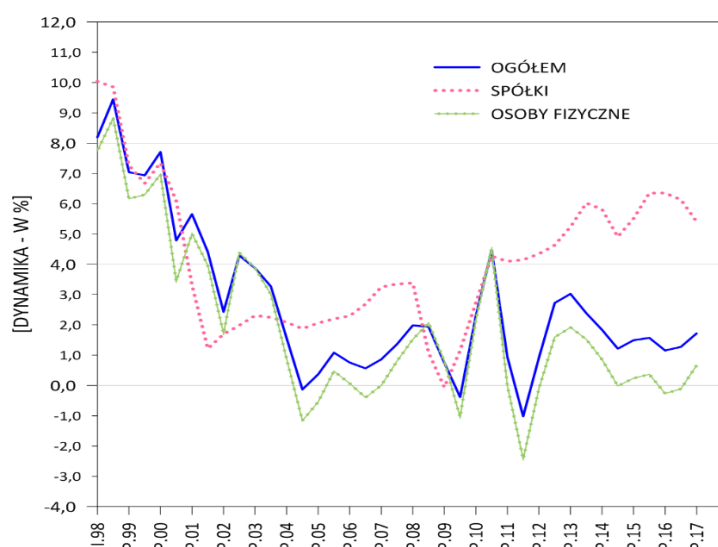
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej zostaną przedstawione podstawowe informacje dotyczące demografii przedsiębiorstw – zarówno analizowanej próby, jak i firm objętych ewidencją REGON. W kontekście analizy zagrożenia upadłością jest to ważne przynajmniej z trzech powodów. Po pierwsze, doświadczenia międzynarodowe pokazują, że ponadprzeciętna dynamika kreacji przedsiębiorstw na ogół jest dobrym predyktorem późniejszego wzrostu liczby upadłości. Po drugie, statystyki upadłości sądowych są dosyć niedoskonałym przybliżeniem faktycznej skali zjawiska w gospodarce. Dzieje się tak z kilku powodów, ale jednym z najważniejszych jest to, że na liczbę postępowań silny wpływ ma prawodawstwo, w tym jego zmiany, i praktyka sądowa. W Polsce problemem jest m.in. to, że przepisy dopuszczają sytuację, w których firmy są „zbyt biedne żeby upaść”. W tej sytuacji dodatkowym źródłem informacji o skali upadłości mogą być statystyki skreśleń z rejestru, choć upadłość nie jest oczywiście jedyną przyczyną wykreślenia przedsiębiorstwa. Po trzecie, rejestr REGON obejmuje praktycznie całą populację. Analizując te dane trzeba naturalnie pamiętać, że tego typu rejestry same nie są pozbawione wad – w tym mogą zawierać informacje nieaktualne lub niepełne (gdy np. nie ma skutecznych sankcji związanych z naruszaniem obowiązków sprawozdawczych).

3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

Interpretacja danych GUS nt. rejestru REGON z II p. 2017 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwy wpływ na obraz procesów demograficznych mają działania związane z uszczelnianiem systemu podatkowego, w tym eliminacja firm-„słupów”. Bardziej obiektywne, choć mniej reprezentatywne, wydają się być więc wyniki na bazie zbiorów F01 GUS.

Rysunek 37 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)

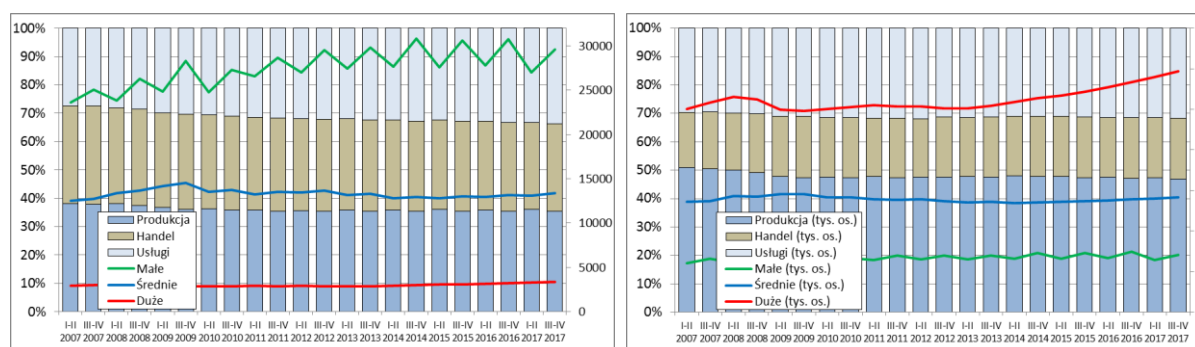


D_OGOLEM_AORP – przedsiębiorstwa ogółem, D_SPRAZ_AORP – spółki razem, D_OSFIZ_AORP – osoby fizyczne

Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw w II p. 2017 r. tworzy 46 300 podmiotów (29 595 małych, 13 359 średnich i 3 346 dużych), w ujęciu trzech rodzajów działalności (produkcja 16 426, handel 14 297, usługi 15 577). Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy (+13,50%), także w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. W ujęciu klas wielkości w sposób oczywisty dominują liczebnie przedsiębiorstwa małe (63,9%), a w dalszej kolejności wymienić należy przedsiębiorstwa średnie oraz duże. Kierunek zmian wskazuje na postępujący wzrost liczby przedsiębiorstw małych (+18,0%), przy niewielkim wzroście liczby przedsiębiorstw średnich i dużych. Biorąc pod uwagę liczbę pracujących, struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (58,3%), następnie średnie oraz małe. Widocznym kierunkiem zmian w ostatnich czterech latach jest istotny wzrost liczby pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych (Rysunek 38).

Rysunek 38 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. według rodzajów działalności i klas wielkości



Źródło: Raport Mikro.

3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w II p. 2017 r. odnotowano w działalności usługowej (164), następnie w produkcyjnej (126) i handlowej (111). Zarówno w produkcji, jak i w handlu oprócz wzrostu r/r wartości SPU odnotowano maksymalne wartości od 2010 roku.

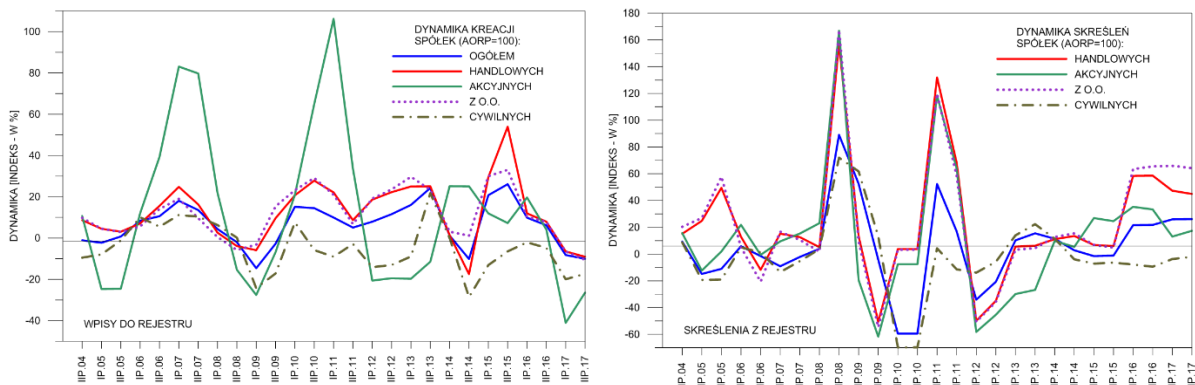
Analiza branżowego barometru upadłości (BBU) wskazuje na jego ponadprzeciętną wartość w całym analizowanym okresie jedynie w usługach z zarysowaną tendencją wzrostową od 2015 roku, która została wyhamowana w II p. 2016 roku odwracając trend zmian i kształtując wartość BBU w II p. 2017 roku na poziomie 1,22. W produkcji obserwowane jest nieznaczne zmniejszanie stopnia koncentracji zjawiska upadłości, natomiast w handlu obserwowana od 2015 roku tendencja wzrostowa została wyhamowana stabilizując wartość BBU dla handlu na poziomie 0,9.

Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby r/r aż w 11 województwach, w 4 zmniejszenie i w 1 utrzymujący się poziom z II p. 2016 r. Najwięcej postępowań w II p. 2017 r. odnotowano w woj. mazowieckim a największy wzrost r/r w województwie mazowieckim i pomorskim.

Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w II p. 2017 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 5 województwach, a jego najwyższy poziom

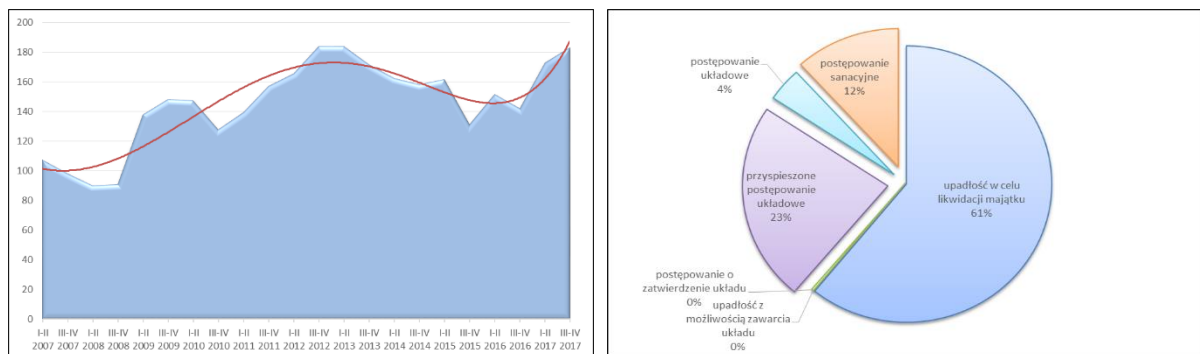
w woj. dolnośląskim i warmińsko-mazurskim. Jedynie w 8 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

Rysunek 39 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)



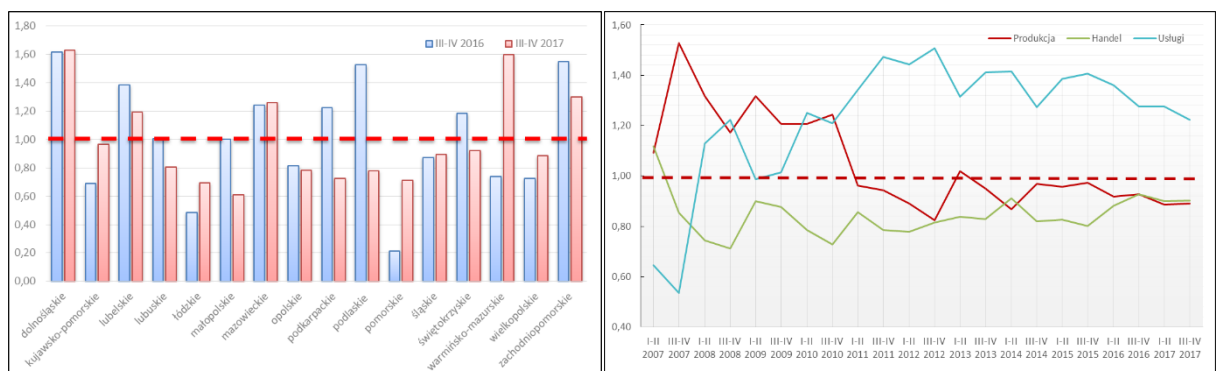
Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Rysunek 40 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 41 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i II p. 2017 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. według rodzaju działalności

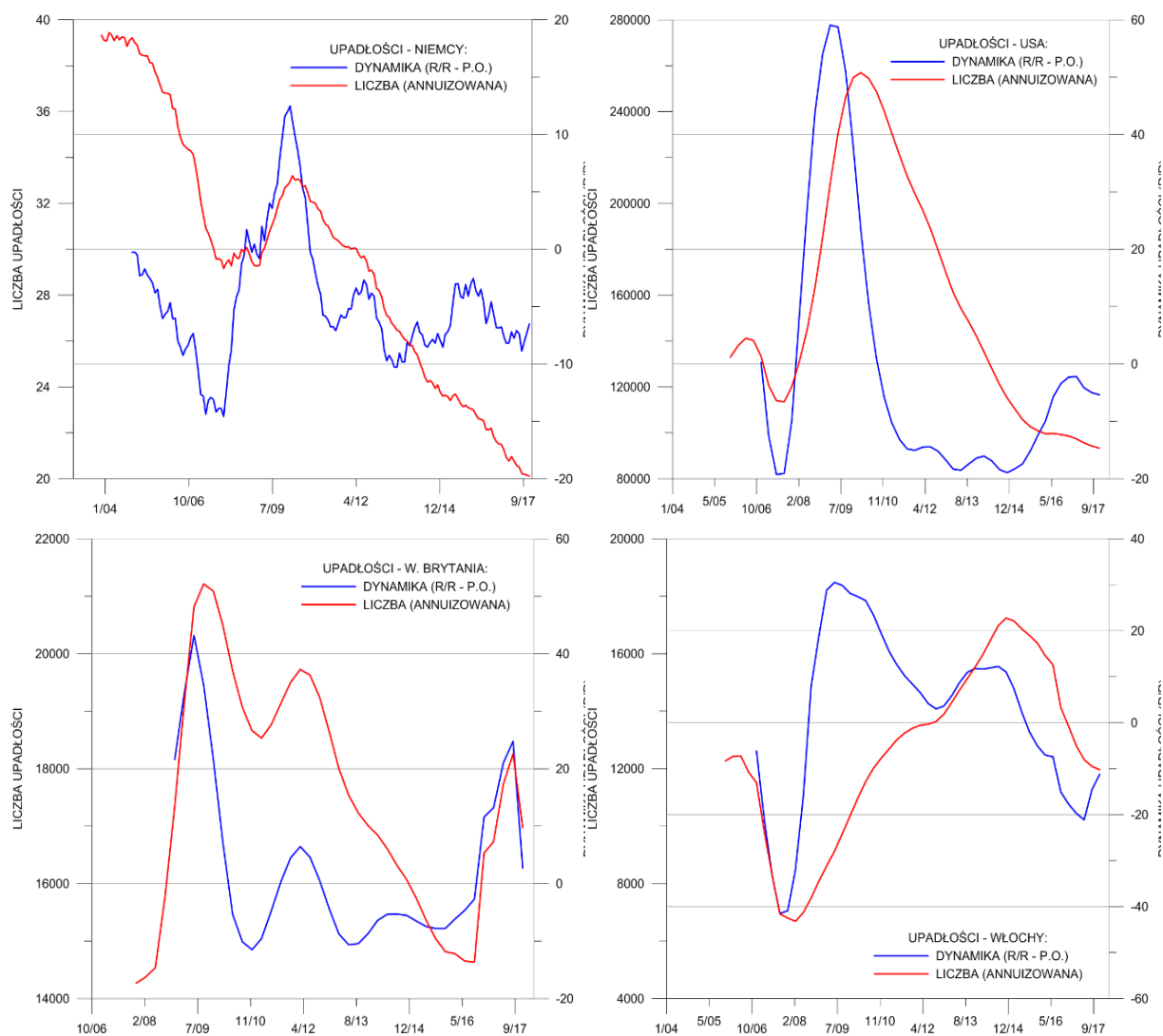


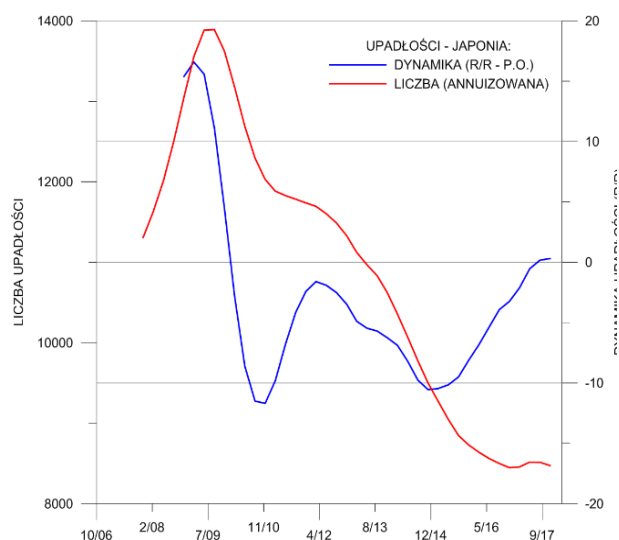
Źródło: Raport Mikro.

3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Dobre perspektywy wzrostu gospodarki światowej powodują, że maleje ryzyko niewypłacalności w skali globalnej. Według Euler-Hermes liczba upadłości firm na świecie spadnie w stosunku do 2017 r. o 1%. Ze względu na niewielki wzrost tej kategorii w 2017 r. (1% r/r/) można więc oczekiwać, że liczba ta będzie zbliżona do odnotowanej w 2016 r. Analiza ta wskazuje jednak na niekorzystny trend w obszarze upadłości dużych przedsiębiorstw (obroty powyżej 50 mln euro) – w 2017 r. zbankrutowało łącznie 321 takich przedsiębiorstw o łącznych obrotach przekraczających 100 mld euro. Zdarzenia te miały miejsce głównie w sektorach: Usług, Handlu detalicznego, Produkcji artykułów spożywczych i Budownictwa. Warto zauważyć, że podobną strukturę zagrożenia upadłością obserwujemy także w Polsce (por. *Raport Mikro*).

Rysunek 42 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).





Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych krajowych urzędów statystycznych oraz OECD.

W związku z poprawą globalnego klimatu gospodarczego w wielu krajach, w tym rozwiniętych, zaobserwowano w I kw. 2018 r. stosunkowo widoczny spadek liczby upadłości. W takich państwach jak Niemcy, USA czy Japonia liczba upadłości jest obecnie nawet niższa niż przed kryzysem (por. Rysunek 42). W świetle ocen Euler-Hermes można też oczekiwać utrzymania się tej tendencji w całym 2018 r. w większości krajów rozwiniętych. Gorsza sytuacja jest tu jednak spowodowana w części państw azjatyckich, w tym w Chinach dynamika upadłości może przekroczyć nawet 10% r/r. Na tle analizowanych w tej prognozie 43 krajów słabo wypada ocena sytuacji w Polsce – przewiduje się, że w naszym kraju może zbankrutować w bieżącym roku o 5% więcej przedsiębiorstw niż w 2017 r. W grupie krajów postsocjalistycznych gorszy rezultat osiągnęłyby tylko Rumunia (7% r/r).

IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej omówiono prognozy stopnia zagrożenia upadłością – ogółem i wybranych przekrojach. Posłużono się też narzędziami analizy scenariuszowej – oprócz scenariusza neutralnego skonstruowano scenariusz pesymistyczny oraz optymistyczny. W tym celu wykorzystano dolne i górne granice przedziału ufności (o wartości 80%, przy niezbędnej korekcie obserwacji odstających) dla prognozowanej wielkości stopnia zagrożenia upadłością, powstałe w oparciu o analizę historycznych odchyień stopnia zagrożenia upadłością względem odsetka sądowych postępowań upadłościowych. Otrzymane wyniki zostały też skonfrontowane z danymi dotyczącymi wszczętych postępowań upadłościowych.

4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA

Wykonane analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. Sytuacja jaka zaistniała w II p. 2017 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 do końca 2015 r. zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia w ostatnich czterech półroczach. Prognozy krótkoterminowe zakreślają słaby trend dalszego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów²³ (Rysunek 44).

W II p. 2017 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia upadłością r/r. W ramach ich rodzajów²⁴ tylko przedsiębiorstwa usługowe odnotowały poprawę (pogorszenie w handlu, a zwłaszcza w produkcji). Ogólna ocena jest neutralna, bliska ostrzeżeniu. Występują okresowe wahania wartości stopnia zagrożenia, bez wyraźnej tendencji wzrostowej. Ostatnie obserwacje wskazują na utrzymanie zasadniczo stabilnej sytuacji, w kierunku niewielkiej poprawy. Zmieniła się w I p. 2017 r. fazowość zmian – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na pierwsze półrocza roku.

Sytuacja przedsiębiorstw średnich ogółem to odnotowany ponownie znaczący wzrost zagrożenia w IV kw. 2017 r. Dotyczył on wszystkich rodzajów działalności. Okres względnej stabilizacji zakończył się. Zła sytuacja w usługach zaważyła na wzroście stopnia zagrożenia w całej klasie przedsiębiorstw średnich. Prognoza wskazuje na możliwe przekroczenie wysokiego poziomu wartości stopnia zagrożenia. Oczekiwane pogorszenie sytuacji w najbliższych czterech kwartałach dotyczy wszystkich rodzajów działalności, zwłaszcza usług.

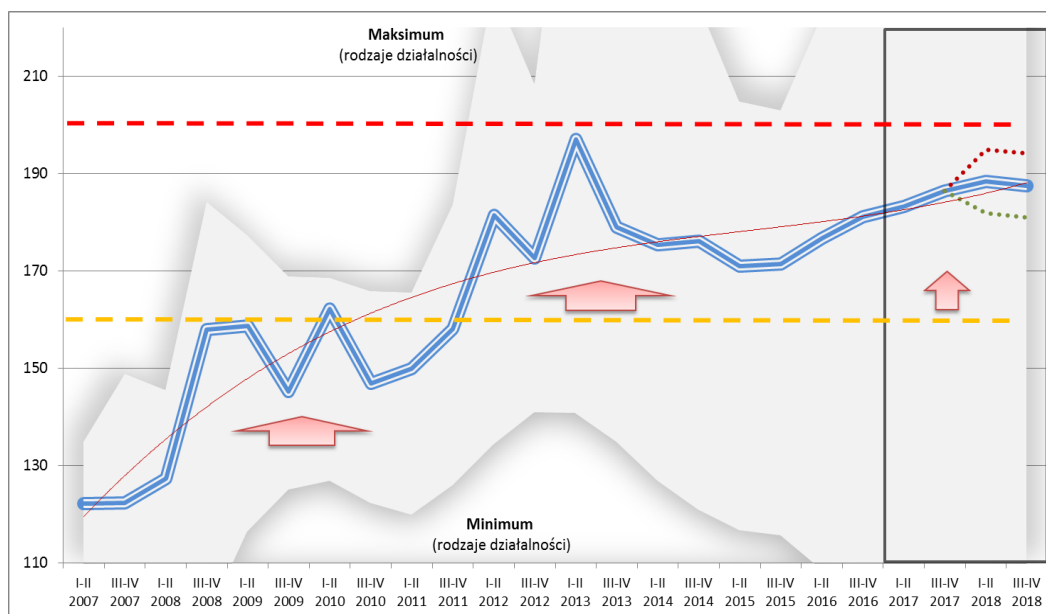
Przedsiębiorstwa duże ogółem wykazały spadek r/r zagrożenia w IV kw. 2017 r., przy długookresowej, niekorzystnej tendencji jego wzrostu. Nastąpiło zmniejszenie okresowych wahań, także dalej

²³ Szczegółowe analizy i wnioskowanie ze sformułowaniem ocen dotyczących poszczególnych klas wielkości przedsiębiorstw według rodzaju działalności oraz wybranych sekcji PKD (działów GN) zawarto w *Raporcie Mikro*. Przedstawiono także podstawowe założenia oceny stopnia zagrożenia, istniejące uwarunkowania jej przeprowadzania oraz zakres możliwych porównań.

²⁴ Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości).

przewidywane. Prognozy krótkoterminowe zakładają niewielki wzrost zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa (znaczny wzrost zagrożenia), natomiast produkcję, a zwłaszcza handel charakteryzują generalnie korzystne zmiany.

Rysunek 43 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.



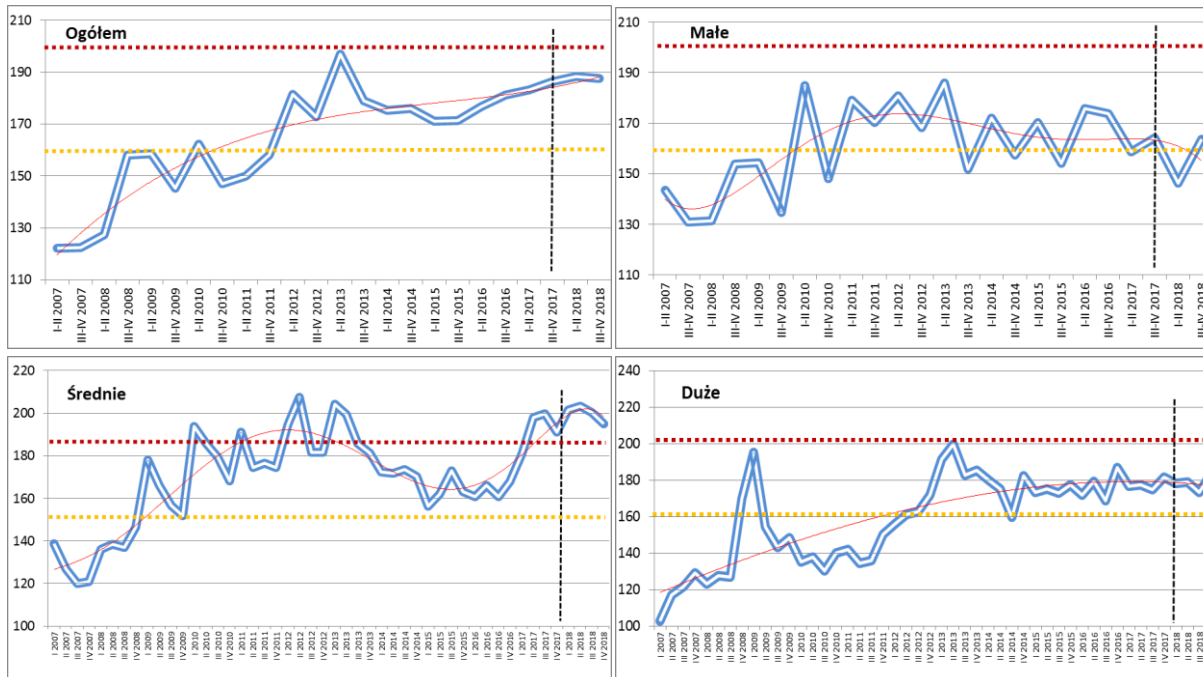
Uwagi: wartość „ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym (linie kropkowane). Strzałki wyznaczają okres: czerwona – wzrostu stopnia zagrożenia, zielona – obniżania, żółta – stabilizacji. Wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kreskowana, poziom wysoki – czerwona linia kreskowana.

Źródło: Raport Mikro.

W produkcji, po pozytywnych ostatnich dwóch odczytach, scenariusz neutralny zakłada przejście z fazy wzrostu zagrożenia do krótkookresowej stabilizacji, także dla scenariusza pesymistycznego. W usługach kontynuacja tendencji wzrostu zagrożenia, przy osłabieniu jej intensywności, ale nadal z utrzymaniem wysokiego poziomu. Scenariusz neutralny zakłada kontynuację tych zmian, z pogłębieniem ich intensywności dla scenariusza pesymistycznego. Handel charakteryzowała tendencja spadkowa, a ostatnie odczyty oraz scenariusz neutralny zakładają przejście do krótkoterminowej stabilizacji. Scenariusz pesymistyczny wyznacza wzrosty zagrożenia.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) skokowa i głęboka poprawa sytuacji r/r nastąpiła w II p. 2017 r. w: w górnictwie i wydobywaniu, w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię oraz w informacji i komunikacji. Wzrost stopnia zagrożenia dotyczył w niewielkim stopniu przetwórstwa przemysłowego, w większym budownictwa oraz transportu i gospodarki magazynowej. W górnictwie i wydobywaniu (skokowe obniżenie zagrożenia i prowadzona restrukturyzacji) nie jest możliwe zbudowanie wiarygodnej prognozy (stabilizacja). Podobna sytuacja dotyczy wytwarzania i zaopatrywania w energię (jednookresowa poprawa), a scenariusz neutralny zakłada stabilizację krótkoterminową, ze znacznymi wahaniami wartości. Prawdopodobnie wyczerpała się ścieżka dalszej poprawy sytuacji w przetwórstwie przemysłowym, którą zastąpił wzrost zagrożenia i odejście *in plus* od granicy poziomu ostrzegawczego. W budownictwie scenariusz neutralny podtrzymuje ścieżkę stopniowego wzrostu zagrożenia, a pesymistyczny nadaje jej wyższą intensywność. W transporcie i gospodarce magazynowej przy przekroczeniu poziomu wysokiego, kontynuacja wzrostu zagrożenia, bliższa stabilizacji w scenariuszu optymistycznym. W informacji i komunikacji scenariusz neutralny zakłada kontynuację ścieżki słabej tendencji spadkowej, a pesymistyczny stabilizację (Rysunek 45).

Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)



Uwagi: wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kropkowana, poziom wysoki – czerwona linia kropkowana.

Źródło: Raport Mikro.

Odnotowany po okresie stabilizacji wzrost stopnia zagrożenia upadłością w ostatnich czterech półroczach wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2018 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego²⁵ przewidują wzrost zagrożenia o malejącej intensywności – w I p. 2018 r. +2,7% r/r, natomiast II p. 2018 r. +1,1% r/r. Sytuację ocenia się ogólnie jako kontynuację umiarkowanie intensywnej tendencji wzrostu, nadal na poziomie ostrzegawczym stopnia zagrożenia upadłością.

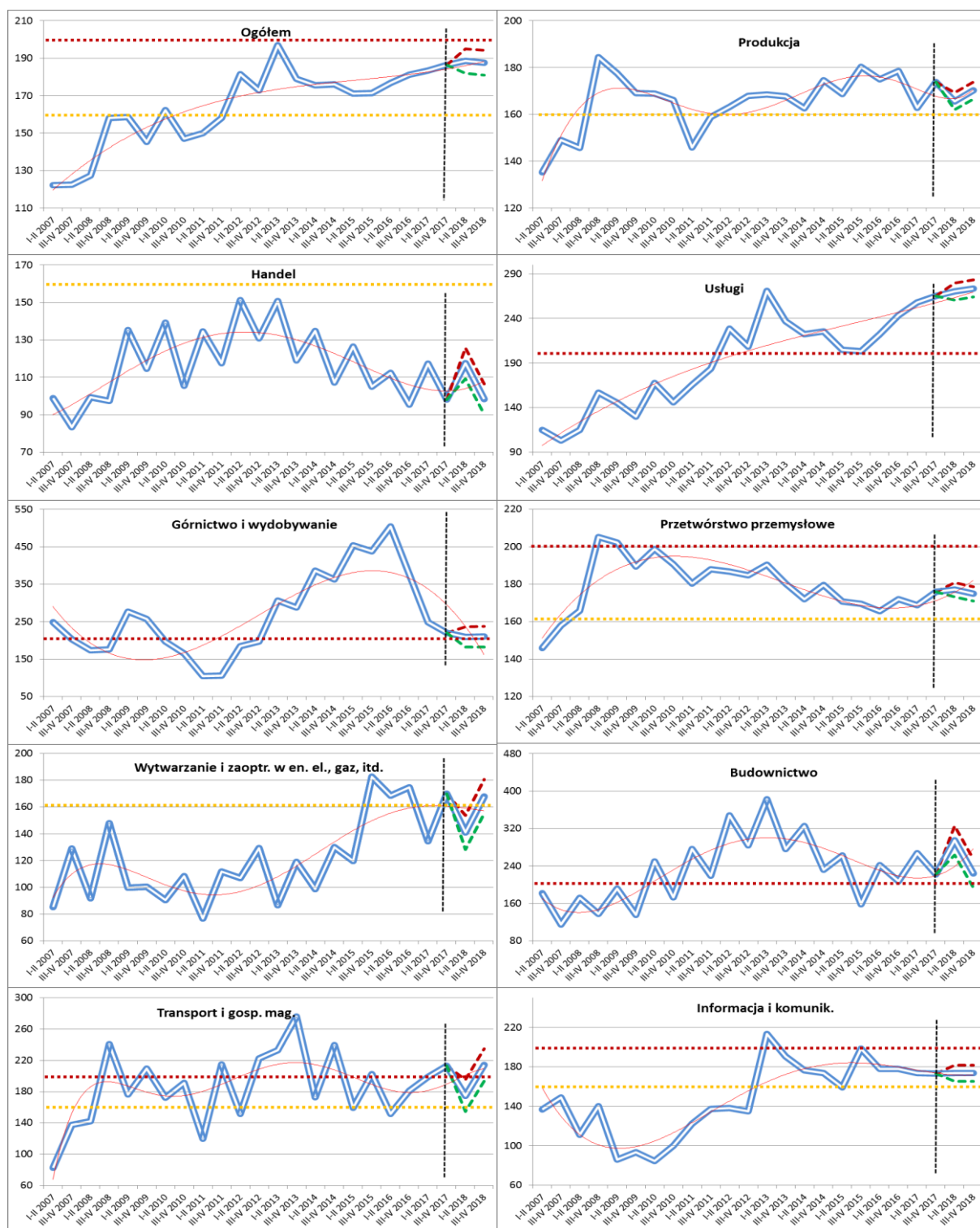
Scenariusz pesymistyczny zakłada uzyskanie wyższych wartości, zakreślających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny, pomimo dodatniej korekty oczekiwanych wyników całej gospodarki za 2017 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nie wygaszenie kluczowych czynników ryzyka oraz przy braku wzrostu inwestycji i niskiej (także słabnącej) sprawności przedsiębiorstw.

Stopień zagrożenia upadłością (MW) jest nadal wysoce skorelowany z odsetkiem wszczętych sądowych postępowań upadłościowych (współczynnik korelacji liniowej $r=0,79$). Wyróżnić jednak można dwie sytuacje i charakter współzależności – dla okresu stabilizacji oraz okresu wzrostu stopnia zagrożenia upadłością. Przewidywane do II p. 2018 r. wyhamowanie tempa wzrostu stopnia zagrożenia może w wysokim stopniu prawdopodobieństwa – przy utrzymaniu tempa wzrostu wartości dodanej – spowodować zatrzymanie tendencji wzrostowej odsetka wszczętych sądowych postępowań upadłościowych²⁶ (Rysunek 46).

²⁵ Sposób wyznaczenia scenariuszy opisany jest w *Raporcie Mikro* (dolne i górne granice przedziału ufności).

²⁶ Wpływ zmian stopnia zagrożenia na odsetek wszczętych sądowych postępowań upadłościowych uzależniony jest również od opóźnienia w składaniu wniosków oraz zmian w relacji liczby wszczętych postępowań do wniosków.

Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)



Wartość „ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym. Wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kropkowana, poziom wysoki – czerwona linia kropkowana.

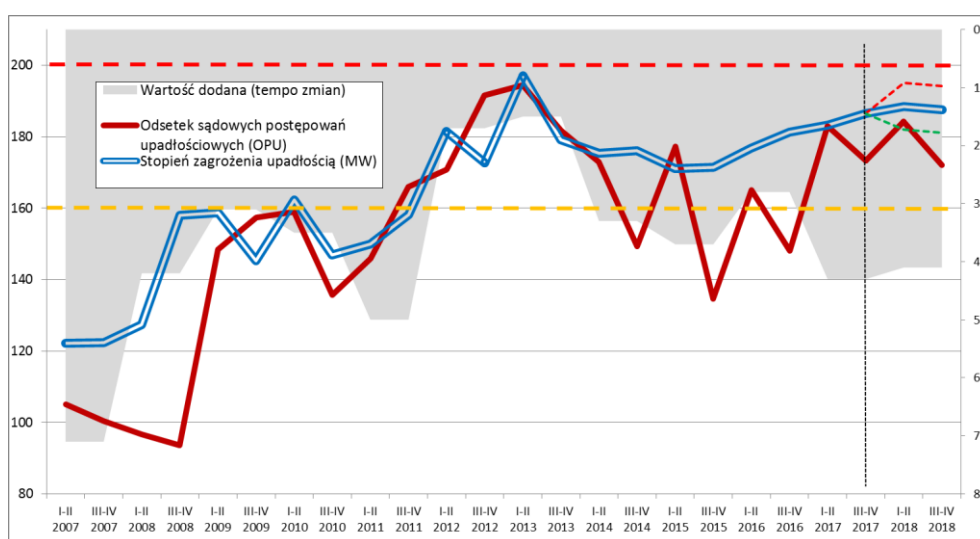
Źródło: Raport Mikro.

Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2017 r.

Województwo	Wzorzec	MSO	Pozycja rangowa
mazowieckie	I	4,341	1
wielkopolskie	I	2,241	2
dolnośląskie	I	2,183	3
łódzkie	II	1,592	4
lubelskie	II	1,140	5
śląskie	III	2,304	6
małopolskie	III	1,457	7
pomorskie	IV	1,185	8
kujawsko-pomorskie	IV	1,116	9
zachodniopomorskie	IV	1,033	10
podkarpackie	IV	1,007	11
świętokrzyskie	IV	0,965	12
warmińsko-mazurskie	IV	0,901	13
podlaskie	IV	0,880	14
opolskie	IV	0,879	15
lubuskie	IV	0,850	16

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.



Wartość „ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym. Wartość dodana (tempo zmian) – oś prawa, odwrócona. Wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kropkowana, poziom wysoki – czerwona linia kropkowana.

Źródło: Raport Mikro.

Kolejnym etapem analizy stopnia zagrożenia upadłością jest ujęcie regionalne. Sporządzono listę rankingową województw na podstawie kształtowania się miary MSO, obejmującej ocenę dwóch kategorii: relacji stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących dla danego województwa względem wartości średnich w II p. 2016 roku (Tabela 4). Województwom zostały przypisane rangi od 1 do 16, przy czym najniższa wartość rangi wskazuje na region najbardziej zagrożony, a jej najwyższa wartość na region o najmniejszym zagrożeniu. Województwa zostały uporządkowane według posiadanej rangi dla przedsiębiorstw ogółem. Na podstawie listy rankingowej, przedstawionej w tabeli 4 należy wskazać, że regionami objętymi szczególną uwagą powinny być: woj. mazowieckie, śląskie i dolnośląskie. Dla działalności produkcyjnej takim regionem szczególnej uwagi było województwo dolnośląskie i śląskie, dla usług dolnośląskie i wielkopolskie i dla handlu dolnośląskie, małopolskie, mazowieckie, śląskie i wielkopolskie. Województwa łódzkie, lubelskie i świętokrzyskie zakwalifikowano do II ćwiartki co wskazuje, że w tych regionach odnotowano ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością lecz poniżej przeciętną liczbę pracujących.

V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać informacji na poziomie mezoekonomicznym – działów PKD, a nawet mniejszych grupowań przedsiębiorstw. Celowe jest to z dwóch przynajmniej powodów. Po pierwsze, duży agregat może czasem przesłaniać poważne problemy poszczególnych branż. Po drugie, lokalizacja miejsc powstawania takich napięć stwarza możliwości adresowanej polityki gospodarczej. Jeśli problem jest dostatecznie wcześnie zdiagnozowany – polityka taka może być mniej kosztowna i bardziej skuteczna. W części tej zostaną zaprezentowane wyniki analiz stopnia zagrożenia upadłością na poziomie działów PKD, wskazujące także na te obszary, w których zagrożenie to jest szczególnie duże (tzw. Top 10).

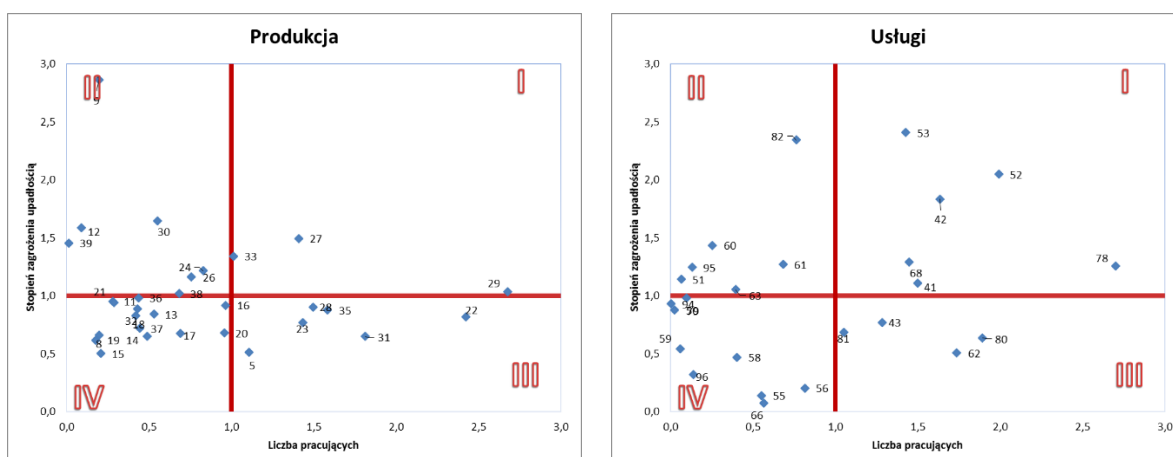
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

W ramach rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstw (grup przedsiębiorstw) analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością pozwala na sformułowanie następujących wniosków. W działalności produkcyjnej przedsiębiorstw ogółem obserwowany wysoki stopień zagrożenia upadłością w działalności gospodarczej związanej z górnictwem, który został przełamany i w 2017 r. odnotowano znaczącą poprawę. Utrzymująca się niekorzystna sytuacja w całym okresie analizy w przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30), produkcją metali (24) wskazuje na niekorzystną sytuację w tych działach. Obserwowane jest wyraźne pogorszenie sytuacji w przedsiębiorstwach związanych z naprawą, konserwacją i instalowaniem maszyn i urządzeń (33).

W II p. 2017 r. odnotowano w działalności produkcyjnej nieznaczną poprawę sytuacji, na co wskazuje fakt zmniejszenia się r/r o 2 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia upadłością (7działów PKD), przy jednoczesnym wzroście r/r o 2 liczby działów PKD o stopniu zagrożenia na poziomie ostrzegawczym (7 działów PKD) i braku zmian w liczbie działów o niskim stopniu zagrożenia (18 działów PKD). Na poprawę wskazuje również wzrost wartości stopnia zagrożenia tylko w 10 działach PKD w II p. 2017 roku.

Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych sytuacja kształtowała się na najmniej korzystnym poziomie, lecz o stabilnej sytuacji, co potwierdza fakt, wzrostu o 4 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (12 działów PKD) i ostrzegawczym o 5 (12 działów PKD) przy jednoczesnym zmniejszeniu liczby działów o niskim stopniu zagrożenia. W średnich przedsiębiorstwach obserwowana stabilizacja z zarysowanym scenariuszem wzrostowym potwierdzona została zmniejszeniem o 1 liczby działów o stopniu zagrożenia na poziomie wysokim (7 działów PKD), przy jednoczesnym wzroście o 5 działów o poziomie ostrzegawczym (14 działów PKD) i zmniejszeniu o 4 działów na poziomie niskim (9 działów PKD). Klasa dużych przedsiębiorstw cechowała się poprawą sytuacji, która cechowała się zmniejszeniem o 2 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (5 działów PKD), wzroście o 3 działów na poziomie ostrzegawczym i zmniejszeniu o 1 działów na poziomie zagrożenia niskim.

Rysunek 47 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2017 r.



Źródło: Raport Mikro.

Analiza stopnia zagrożenia w II p. 2017 r. pozwoliła wyodrębnić działy PKD cechujące się ponadprzeciętnym stopniem zagrożenia (MSO) oraz ponadprzeciętną liczbą pracujących (Rysunek 47).

dla **przedsiębiorstw ogółem**:

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

dla **przedsiębiorstw małych**:

- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),

dla **przedsiębiorstw średnich**:

- produkcja artykułów spożywczych (dział PKD 10),
- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
- działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów; odzysk surowców (dział PKD 38),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (dział PKD 47),
- transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
- roboty budowlane specjalistyczne (dział PKD 43),

dla **przedsiębiorstw dużych**:

- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nie sklasyfikowana (dział PKD 28),
- transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),

- działalność detektywistyczna i ochroniarska (dział PKD 80),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (dział PKD 81).

5.3 Top 10

Do wyboru najbardziej zagrożonych upadłością działów PKD posłużono się miarą MSO obejmującą ocenę dwóch kategorii – relacji stopnia zagrożenia upadłością i liczbę pracujących w danym dziale PKD względem wartości dla rodzaju działalności, do której został zakwalifikowany przedmiotowy dział PKD. Jako działy wymagające szczególnej uwagi wybrano te, które zostały zakwalifikowane do wzorca I, czyli cechujące się stopniem zagrożenia upadłością powyżej średniej wartości dla danego rodzaju działalności oraz, w których liczba pracujących była na poziomie ponadprzeciętnym.

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością i o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę w nich pracujących) w II p. 2017 r. wskazano 9 działów PKD, z czego 3 dotyczą działalności produkcyjnej, a 6 działalności usługowej. W II p. 2017 r. żaden z działów handlowych nie znalazł się grupie szczególnie zagrożonych. Spośród wskazanych 9 działów PKD, aż 6 zostało wskazywano jako szczególnie zagrożone w I p. 2017 r., a w II p. 2016 r. wskazane działy były tożsame z tymi wskazanymi w II p. 2017 roku. Wśród działów PKD wskazanych jako zagrożone były: produkcja urządzeń elektrycznych (PKD 27); roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (PKD 42); magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (PKD 52); działalność pocztowa i kurierska (PKD 53); działalność związana z zatrudnieniem (PKD 78) i dział PKD 41 zaliczony do robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków. W II p. 2017 r. w porównaniu do II p. 2016 r. liczba działów wskazanych jako szczególnie zagrożone i o szczególnym znaczeniu nie zmieniła się a w porównaniu do I p. 2017 r. wzrosła z 7 do 9.

Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2016 r. – II p. 2017 r.

Działy PKD	III-IV 2016	I-II 2017	III-IV 2017
PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE			
27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	✓	✓	✓
29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI	✓		✓
33 NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ	✓		✓
PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE			
78 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZATRUDNIENIEM	✓	✓	✓
52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT	✓	✓	✓
53 DZIAŁALNOŚĆ POCZTOWA I KURIERSKA	✓	✓	✓
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ	✓	✓	✓
68 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU NIERUCHOMOŚCI	✓		✓
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSENIEM BUDYNKÓW	✓	✓	✓

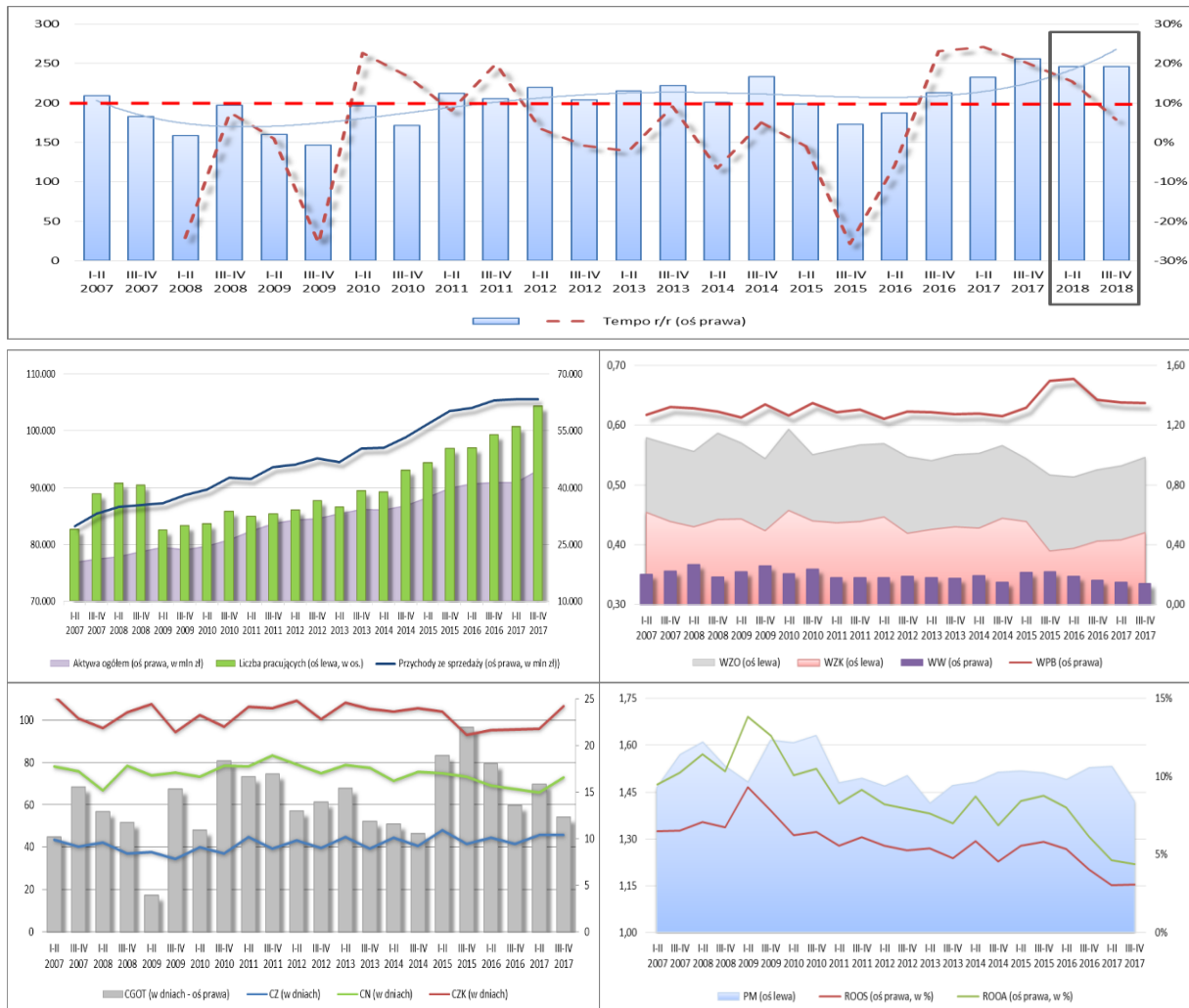
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, ✓ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.

Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych GUS w Warszawie, Pont Info w Warszawie i Coface Polska.

Poniżej przedstawiono szczegółowe charakterystyki sytuacji ekonomicznej najbardziej zagrożonych upadłością 10 działów PKD. Obejmują one zarówno prognozy zagrożenia upadłością oraz zestawienie głównych charakterystyk finansowych tych działów w ujęciu historycznym, jak i najnowsze oceny ich pozycji cyklicznej oraz prognozy (dla większości z nich) dynamiki produkcji.

Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 27

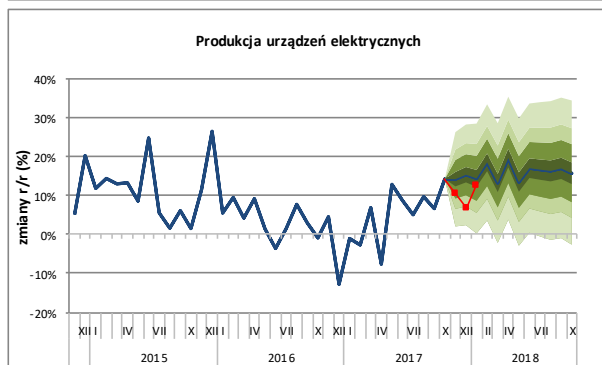
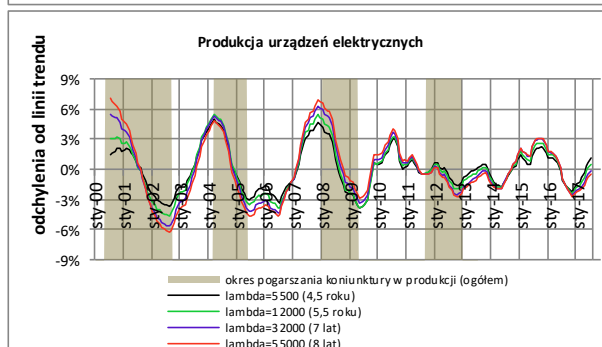
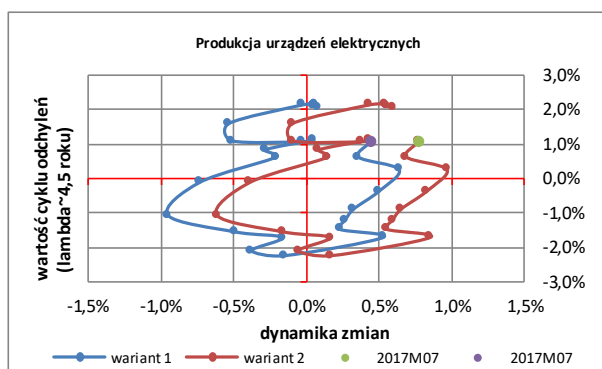


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wyptacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 490 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 7). Od 2009 r. obserwowalny był systematyczny wzrost zatrudnienia, a w całym okresie analizy wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, które w II p. 2017 r. kształtowały się odpowiednio: 104 422 osób, 44 632 mln zł – aktywa i 63 366 mln zł – przychody ze sprzedaży. Wyraźnie obserwowalne od trzech półroczy spowolnienie tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Zauważalne są od pięciu półroczy niekorzystne zmiany struktury kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W II p. 2017 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 3,86%, zadłużenie krótkoterminowe o 3,40% wykazując taką tendencję od czterech kwartałów. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 1,39% i o 14,47% wskazując sytuację jako niekorzystną z tendencją do pogłębiania się sytuacji. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę od 2015 r. następowało jego skrócenie aż do I p. 2017 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu, który ponownie został przełamany w II p. 2017 roku. W konsekwencji wzrosł cykl zobowiązań krótkoterminowych, który mógł być spowodowany wzrostem cykli należności. Obserwowany cykl zapasów nie wykazywał cech o charakterze tendencyjnym. Zarysowana od II p. 2009 r. tendencja zmniejszania rentowności

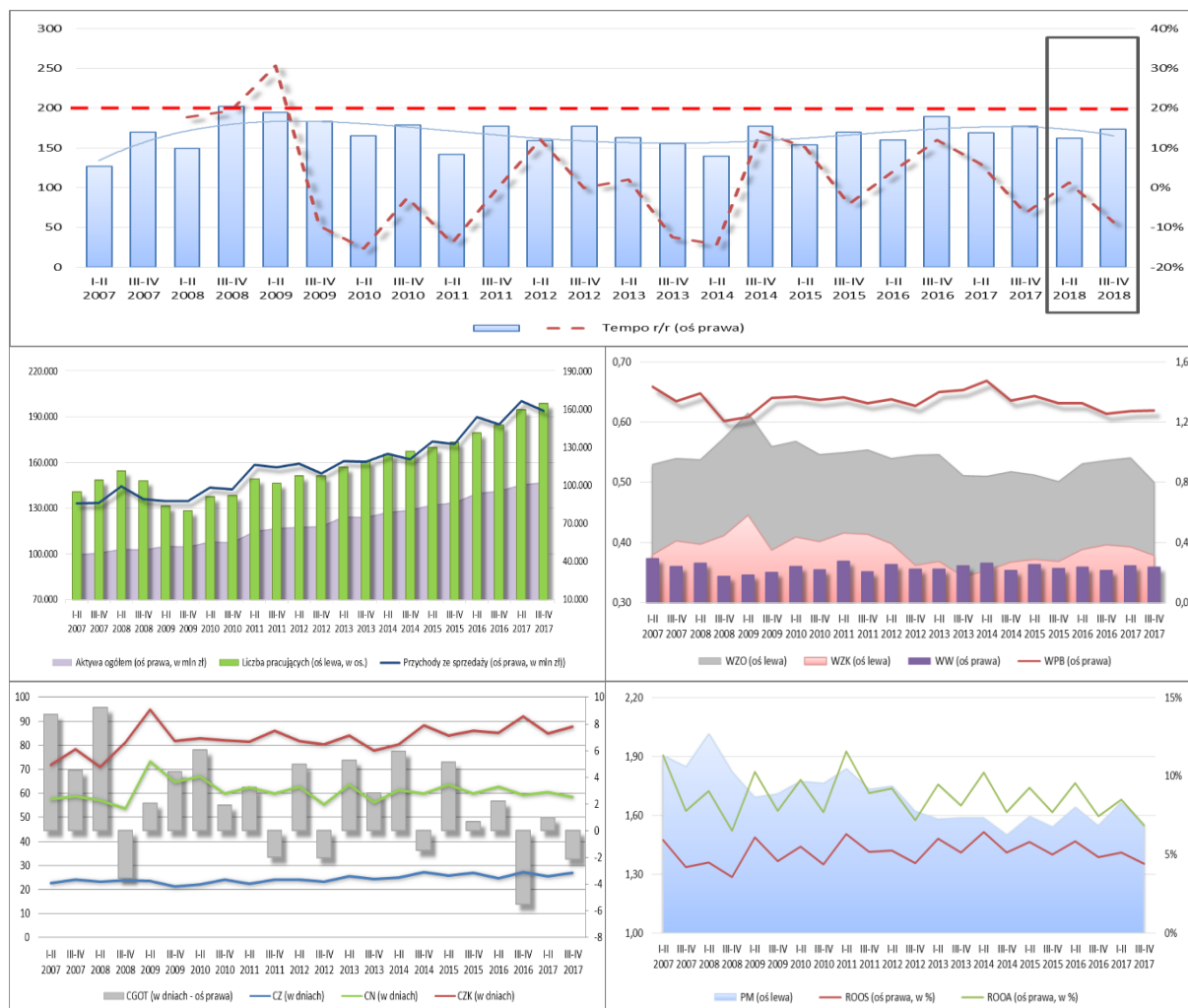
operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w 2015 r. i ponownie wskazuje na obniżanie się rentowności w ostatnich pięciu półroczach z tendencją do wyhamowania trendu obniżania wartości w II p. 2017 r. W zakresie sprawności działania odnotowana od I p. 2013 roku poprawa produktywności majątku została przełamana i w II p. 2017 roku odnotowano jego zmniejszenie o 7,05%. Dział charakteryzuje od trzech półroczy wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się na poziomie wysokim (256) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim z nieznacznym obniżeniem jego wartości, lecz ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji.



Ostatnie punkty zegara przechodzą do pierwszej ćwiartki układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchylenia. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,82 wskazuje, iż cykl odchylenia produkcji wyrobów elektrycznych charakteryzuje się wysokim poziomem synchronizacji z cyklem odchylenia produkcji ogółem. Amplituda wahań cyklu ok. 6%. Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2017 oraz styczeń 2018 r.) nie zmieniają znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Tendencje centralne rozkładu prognozy wskazują na wzrost produkcji w tym dziale w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie ok. 10-15%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,12. Scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy wzrośnie w odniesieniu do średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy jest tak samo prawdopodobny jak scenariusz odwrotny.

Dział PKD 29 – Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 29

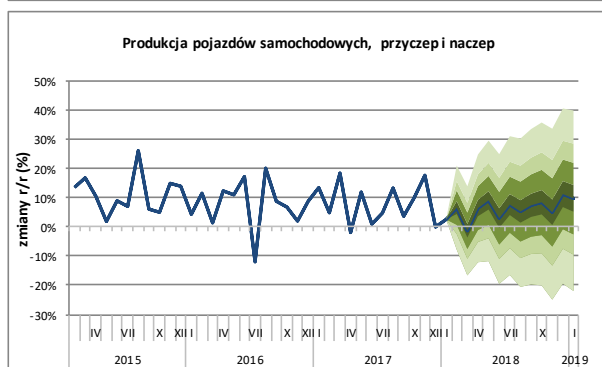
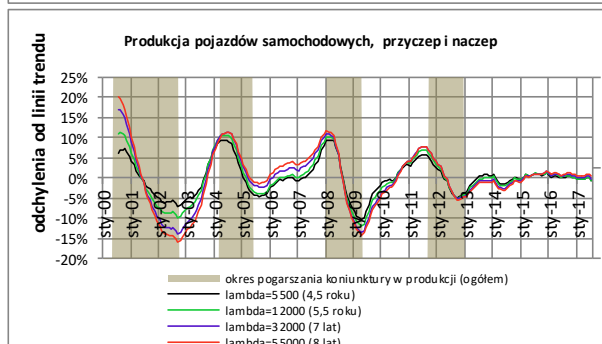
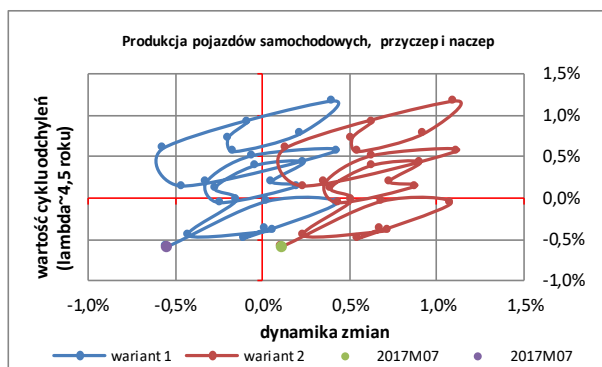


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 437 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 1 przedsiębiorstwo). Od 2010 r. zarysowana jest wyraźna tendencja wzrostu zatrudnienia, wartości majątku i przychodów ze sprzedaży. W II p. 2017 roku zatrudnienie wyniosło 184 403 osób, wartość aktywów ogółem 95 442 mln zł, a wartość przychodów ze sprzedaży 147 739 mln zł. Widoczna od 2009 r. tendencja zmniejszania zadłużenia ogółem na koniec 2015 r. została zatrzymana przynosząc jego wzrost do I p. 2017 roku, w którym nastąpiło ponowne przełamanie trendu o odnotowano zmniejszenie r/r o 6,65%. Obserwowany trend wzrostu zadłużenia krótkoterminowego od II p. 2013 roku został odwrócony w II p. 2016 roku. Poprawę obserwujemy również w analizie zdolności do obsługi długu, który od trzech półroczy cechuje się wzrostem. Korzystnej zmianie struktury kapitałowo-majątkowej towarzyszyło zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego i odwrócenie trendu spadkowego płynności bieżącej od trzech półroczy. W II p. 2017 r. cykl gotówki uległ skróceniu p/p w konsekwencji skrócenia cyklu należności – jednak przy wydłużeniu cyklu zobowiązań krótkoterminowych i cyklu zapasów. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów wykazuje w ostatnich czterech półroczach pogorszenie, której towarzyszy również niewielkie pogorszenie w zakresie sprawności działania (zmniejszenie

produktywności majątku). Stopień zagrożenia upadłością zmniejszył się r/r w II p. 2017 r. do (178) pozostając nadal na poziomie ostrzegawczym. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na niewielkie zmniejszenie r/r stopnia zagrożenia w 2018 r., lecz utrzymanie poziomów ostrzegawczych.

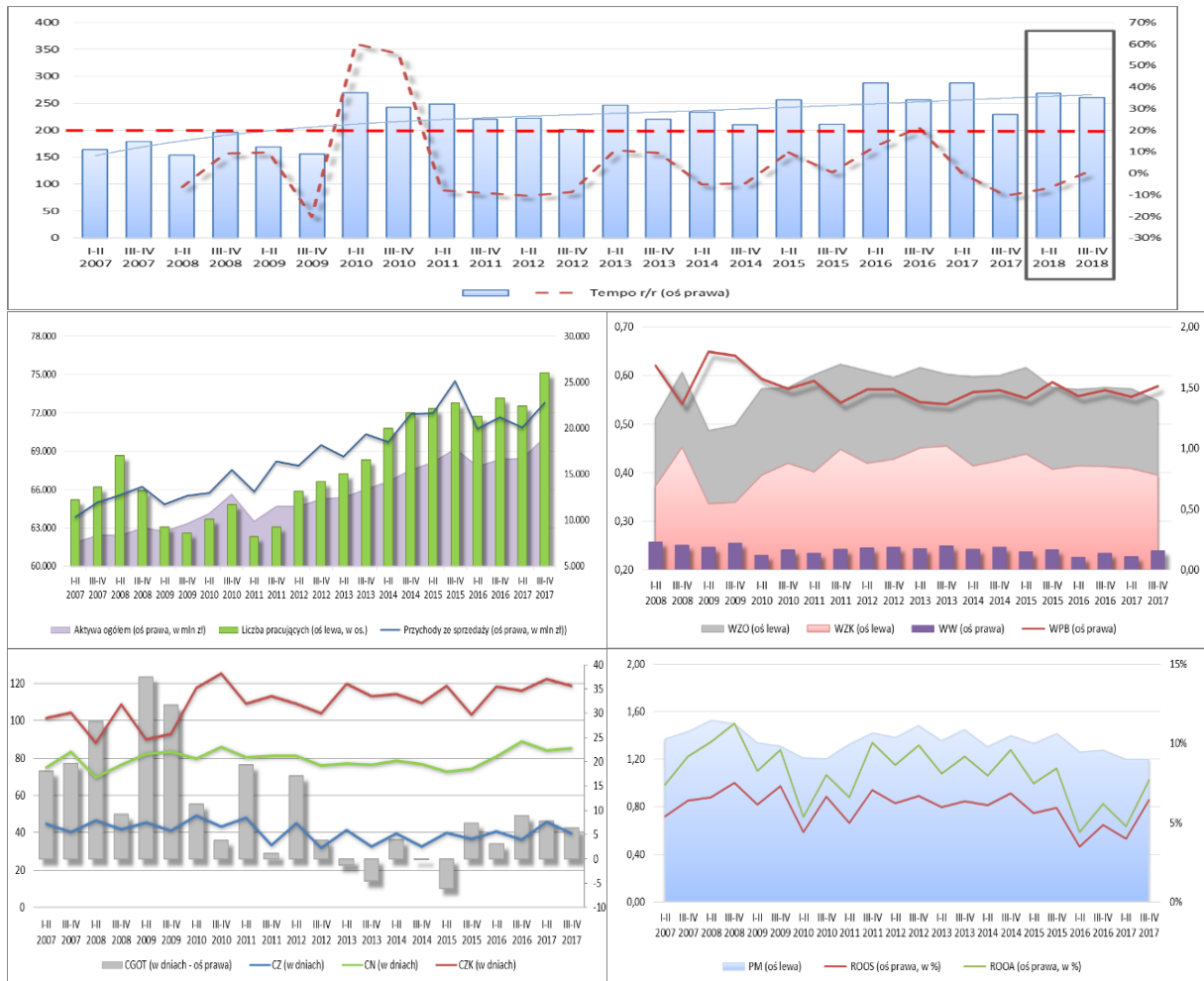


Zegary o niskim stopniu czytelności, ze względu na niską amplitudę wahań cyklu. Amplituda ta uległa zmniejszeniu do poziomu ok. 1% w ostatnich 3-4 latach, wobec obserwowanej przed tym okresem amplitudy sięgającej nawet 12-15%. Położenie zegarów w wariancie 2 świadczy o utrzymującym się wzroście (z miesiąca na miesiąc) indeksu produkcji w tym dziale. Współczynnik korelacji pomiędzy wyodrębnionym cyklem odchylen a cyklem odchylen dla produkcji ogółem na poziomie ok. 0,91 wskazuje na wysoki stopień synchronizacji tych cykli.

Nowo napywające obserwacje (za listopad i grudzień 2017 r. oraz styczeń 2018 r.) wpłynęły na obniżenie rozkładu predykcyjnego, szczególnie w początkowym okresie prognozy. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r waha się w przedziale od 0,22 do 0,56. Rozkłady predykcyjne o wzrastającym w czasie rozproszeniu. Prawdopodobieństwo wzrostu średniej wielkości produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy (w odniesieniu do średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy) wynosi 0,59.

Dział PKD 33 – Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 33

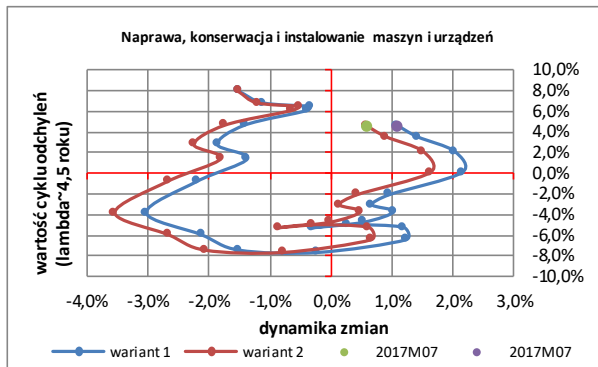


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

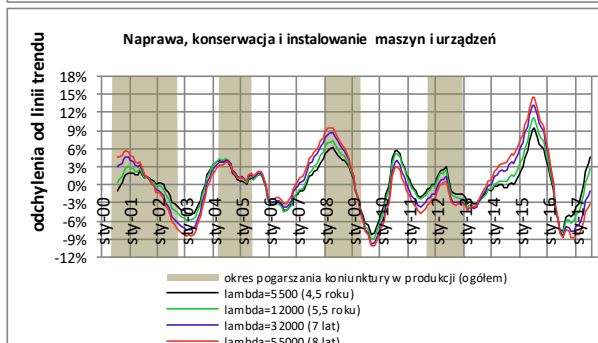
Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 813 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 4). W dziale począwszy od II p. 2011 r. występował wzrost liczby pracujących, wartości aktywów ogółem i przychodów ze sprzedaży ze szczególnym nasileniem zjawiska w II p. 2017 roku. W 2016 i 2017 r. liczba pracujących, jak i wartość aktywów ogółem cechowały się naprzemiennymi zmianami wykazując zmniejszenie miar w I p. (zmniejszenie a następnie ich wzrost w II p.), w przeciwieństwie do przychodów, których wartość zmalała w I p. 2017 r. do poziomów sprzed pięciu półroczy. W II p. 2017 roku zarówno przychody ze sprzedaży, liczba pracujących, jak i wartość majątku cechowały się silnymi wzrostami. Zadłużenie ogółem oraz zadłużenie krótkoterminowe od 2015 roku cechuje regularne zmniejszaniem przy jednoczesnym wzroście płynności bieżącej i zdolności do obsługi długu. Cykl gotówki uległ w trzech ostatnich półroczach nieznacznemu skróceniu przede wszystkim w konsekwencji wydłużenia cyklu należności i cyklu zobowiązań krótkoterminowych – zmiany niekorzystne. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów po pięciu półroczach zmniejszania się w II p. 2017 roku cechowały się silnym wzrostem przy niekorzystnej tendencji zmniejszania produktywności majątku. Stopień zagrożenia upadłością, który od I p. 2010 r. kształtował się na wysokim poziomie, cechował się wzrostem o niskim jego nasileniu, który został wyhamowany w 2017 roku wskazując na stabilizację sytuacji. Prognozy na dwa najbliższe półrocza wskazują na

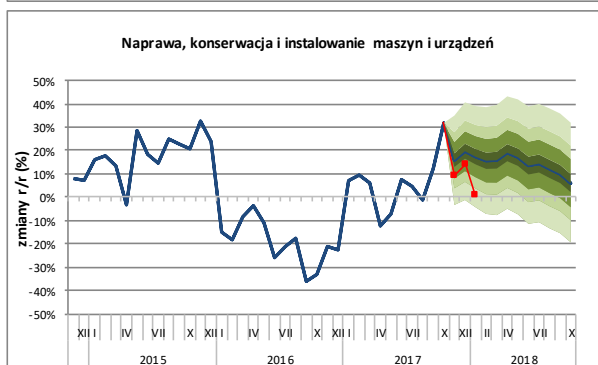
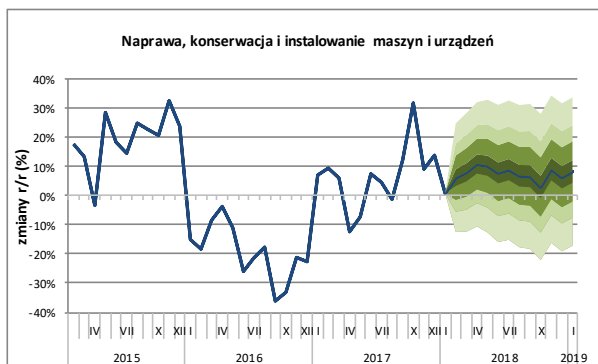
stabilizację sytuacji, jednak wartość SZU nadal kształtuje się na poziomie wysokim (odpowiednio 268 i 260) – co w perspektywie 2018 roku wskazuje na konieczność dalszej obserwacji tego działu PKD.



Zegary cyklu czytelne, wskazują na dalszą poprawę koniunktury w tym dziale produkcji. Analiza dynamiki cyklu odchyłeń potwierdza ten wniosek. Próbkowy współczynnik korelacji pomiędzy wartościami cyklu odchyłeń tej zmiennej a cyklem odchyłeń produkcji ogółem na poziomie ok. 0,65. Amplituda wahań nie przekracza znacząco 9%.

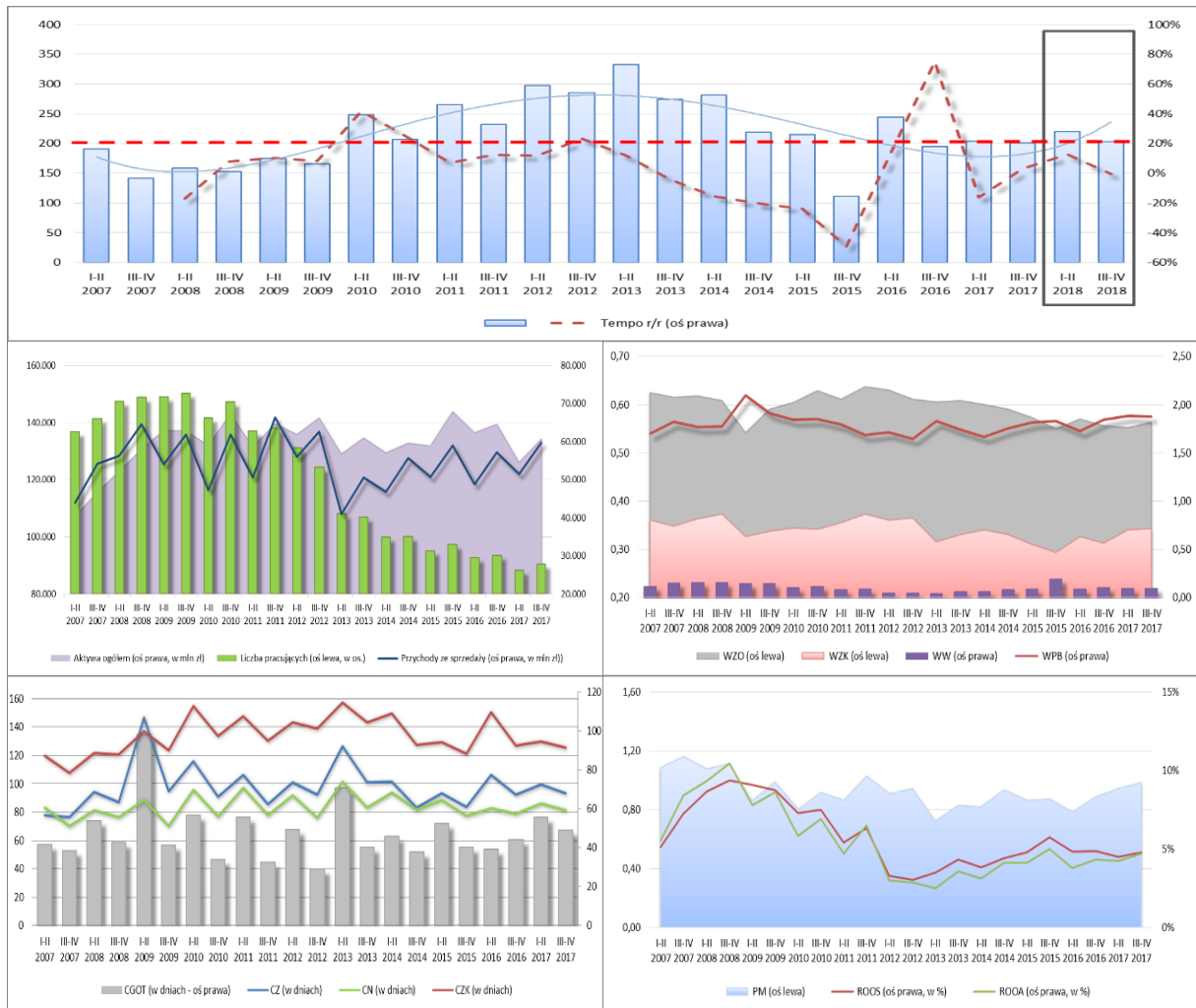


Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2017 r. oraz styczeń 2018 r.) wpłynęły na obniżenie rozkładu predykcyjnego, szczególnie w początkowym okresie prognozy. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r jest niskie i waha się w przedziale 0,2-0,42. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,58).



Dział PKD 41 – Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 41

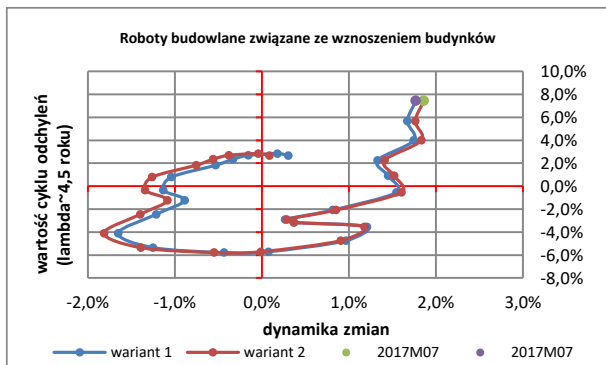


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

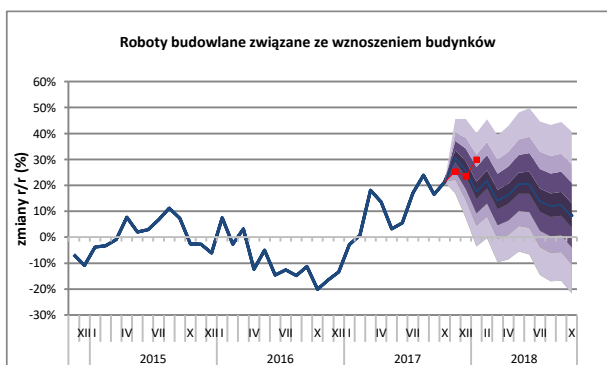
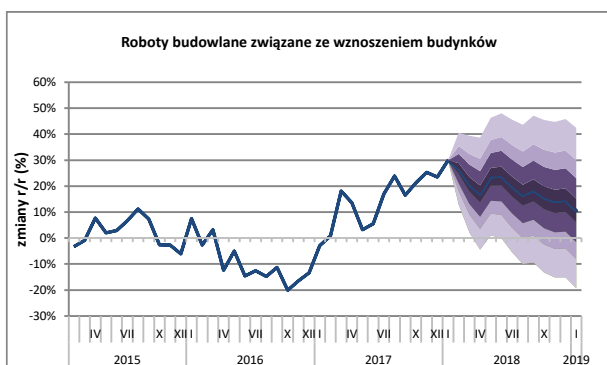
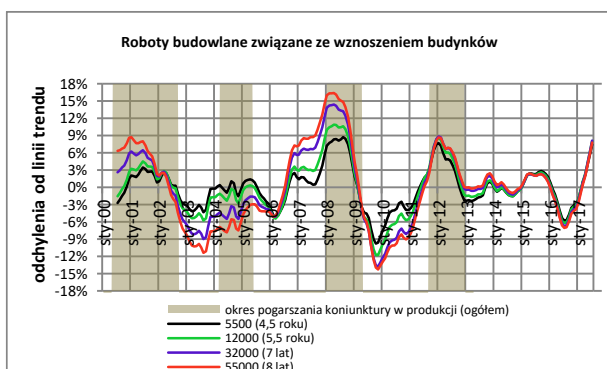
W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 754 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 60), w których zatrudnionych było 90 439 osób (zmniejszenie r/r o 3 006 osób) z systematyczną od piętnastu półroczy tendencją znaczącego zmniejszania się zarówno liczby przedsiębiorstw, jak i liczby w nich pracujących (o ponad 62 tys. pracujących), co potwierdza niekorzystną sytuację. Od II p. 2015 r. utrzymuje się tendencja zmniejszania r/r wartości aktywów przy nieznacznym utrzymującym się wzroście przychodów ze sprzedaży od I p. 2013 roku. Od I p. 2012 r. obserwowane są korzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszy zmniejszenie zadłużenia ogółem, a także poprawa płynności bieżącej i utrzymująca się stabilna sytuacja dotycząca zdolności do obsługi długu. Jedynie w przypadku zadłużenia krótkoterminowego zaobserwowano utrzymującą się od II p. 2015 r. niekorzystną tendencję zmian (wzrost). W II p. 2017 r. zaobserwowano wysłuzenie cyklu gotówki oraz cyklu należności, przy jednoczesnym skróceniu cyklu zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od 2013 r. tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w trzech ostatnich półroczach została zatrzymana ujawniającym się zmniejszeniem rentowności przy jednoczesnej poprawie sprawności działania (produktywności majątku) szczególnie obserwowana w II p. 2017 roku. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia – w ostatnich półroczach została wyhamowana wskazując na

stabilizację wartości stopnia zagrożenia jednak na niekorzystnym wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na zbliżone wartości w relacji r/r stopnia zagrożenia kształtując sytuację jako stabilną niekorzystną.



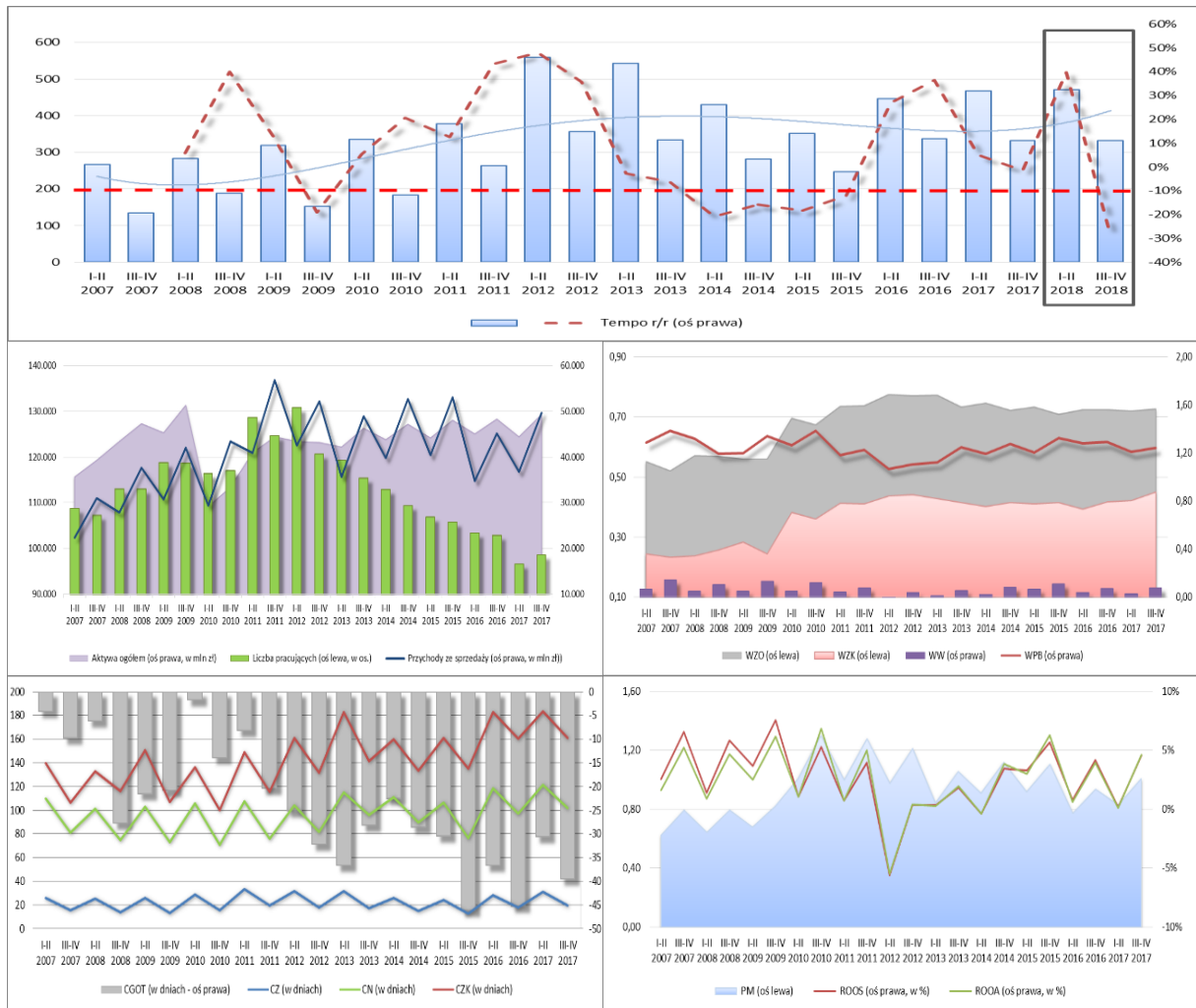
Zegary cyklu czytelne, o regularnym kształcie. Analogicznie jak w przypadku budownictwa ogółem położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (pierwsza ćwiartka układu współrzędnych) oraz analiza dynamiki cyklu odchylenia wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchylenia sięga nawet 15%.

Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2017 oraz styczeń 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predyktywnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) opada od ok. 30% do ok. 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika wzrasta z poziomu praktycznie równego zero do 0,28 na końcu okresu prognozy. Z prawdopodobieństwem 0,72 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półroczu okresu prognozy.



Dział PKD 42 – Roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 42

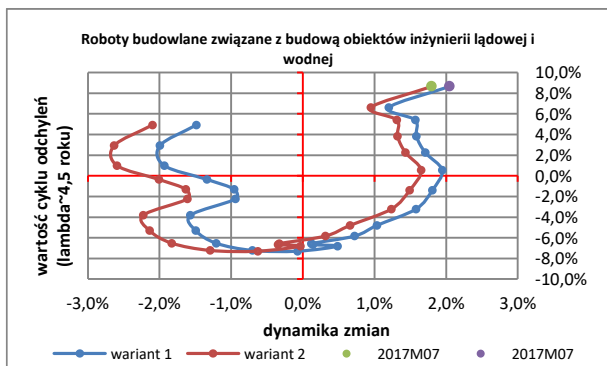


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

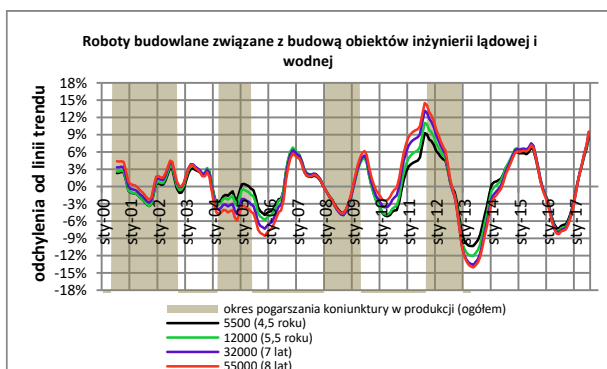
Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność prowadziło 1 379 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 6,82%), w których zatrudnionych było 98 595 osób (zmniejszenie r/r o 4,82%) z systematyczną od dwunastu półroczy tendencją znaczącego zmniejszania się liczby pracujących i liczby przedsiębiorstw. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 49 267 mln zł (wzrost wartości od piętnastu półroczy) a wartość przychodów ze sprzedaży 49 597 mln zł (zarysowana tendencja malejąca od II p. 2011 roku). Po okresie niekorzystnych zmian od I p. 2013 r. przez kolejne osiem półroczy zaobserwowano stabilizację sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszyło ustabilizowanie poziomu zadłużenia ogółem, przy nieznacznym wzroście, utrzymującym się od I p. 2016 roku, zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie obserwowanym zarysowanym trendzie nieznacznej poprawy płynności bieżącej. W II p. 2017 r. zaobserwowano brak zmian w poziomie zadłużenia ogółem, lecz wzrost r/r zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym wzroście płynności bieżącej i zdolności do obsługi zadłużenia. W II p. 2017 r. cykl gotówki skrócił się r/r, przy jednoczesnym wzroście cyklu zapasów, cyklu należności oraz zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od I p. 2012 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2015 r. została przełamana cechując się sukcesywnym zmniejszaniem analizowanych miar, lecz w II p. 2017 roku odnotowano ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę. Od II p. 2010 r.

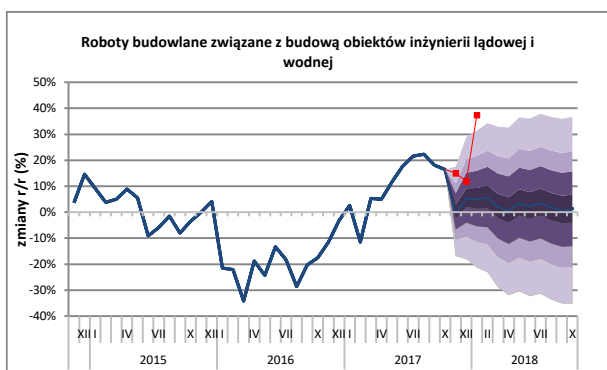
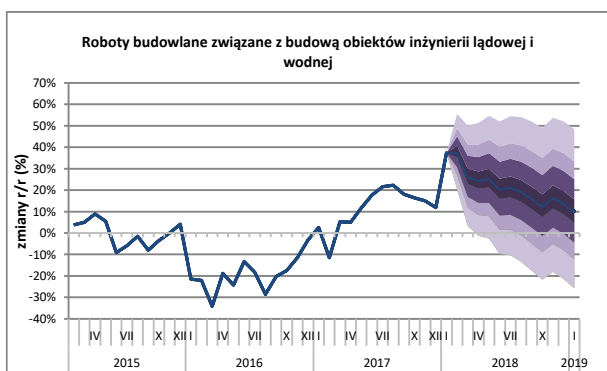
odnotowywane jest regularne pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku). Zarysowana od I p. 2012 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została przełamana w 2016 roku stabilizując sytuację jednak na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje utrzymującą się stabilizację wartości stopnia zagrożenia na poziomach zbliżonych do 2017 r.



Podobnie jak w przypadku budownictwa ogółem oraz robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków, położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (pierwsza ćwiartka układu współrzędnych) oraz analiza dynamiki cyklu odchylenia wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchylenia ok. 12%.

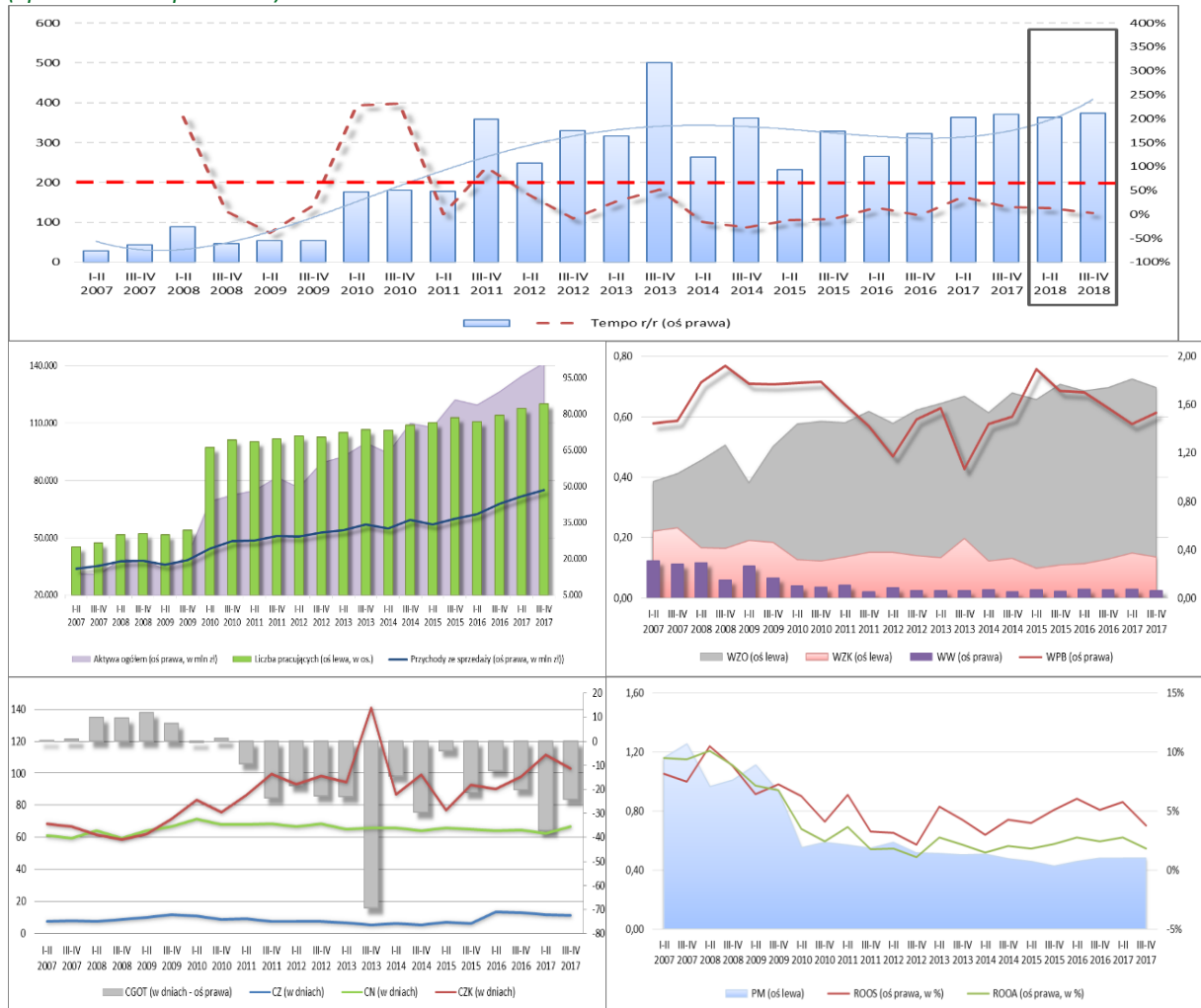


Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2017 r. oraz styczeń 2018 r.) wpłynęły na podwyższenie rozkładu predykcyjnego, szczególnie w początkowym okresie prognozy. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) opada od ok. 35% do ok. 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika wzrasta z poziomu praktycznie równego zero do 0,32 na końcu okresu prognozy. Z prawdopodobieństwem 0,77 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półrocza okresu prognozy. Rozproszenie rozkładów predykcyjnych dla tego działu budownictwa silnie rośnie w całym rozważanym horyzoncie prognozy.



Dział PKD 52 – Magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 52



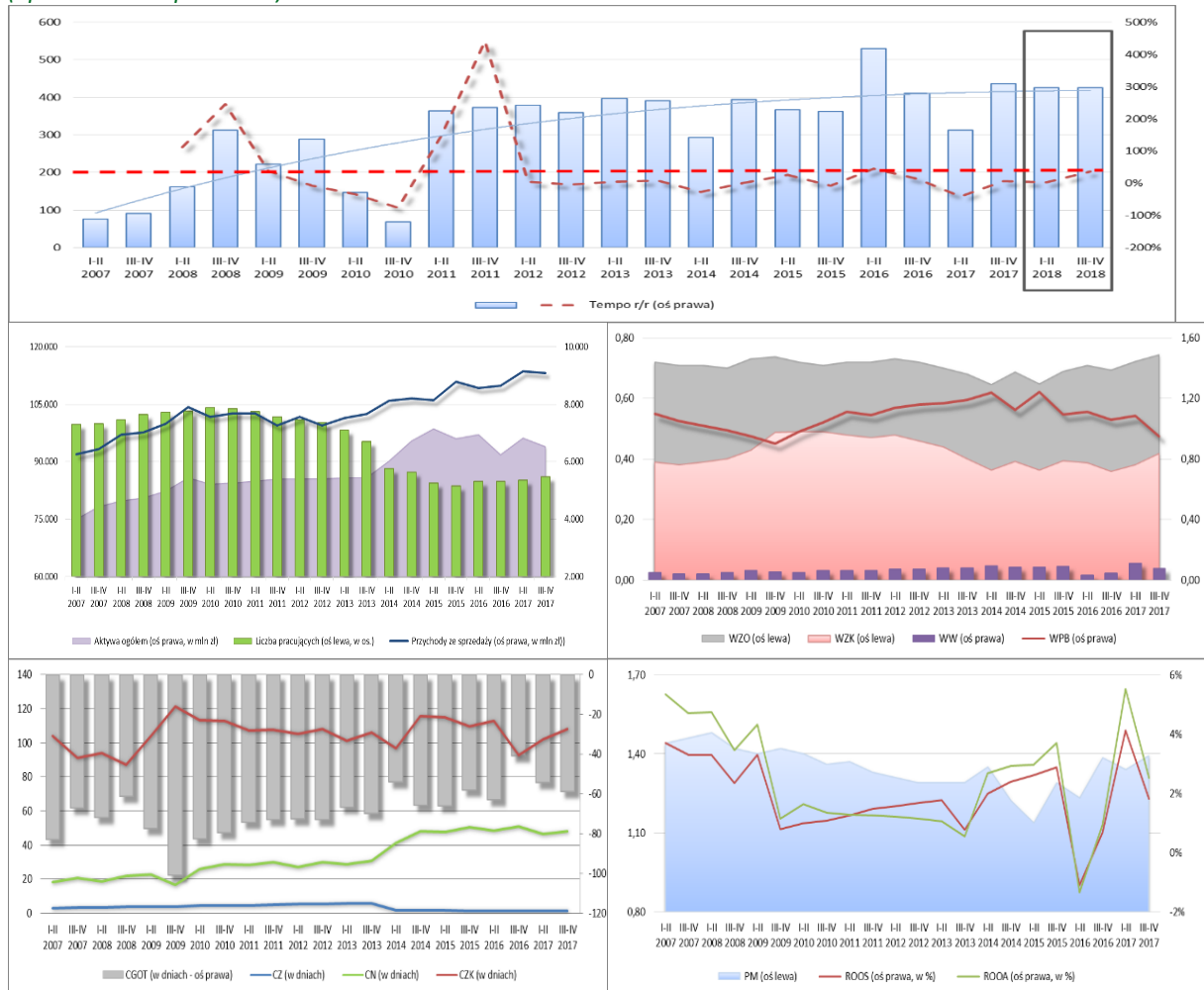
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 682 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 9,65% i obserwowany wzrost w całym okresie analizy), w których zatrudnionych było 120 115 osób (wzrost r/r o 5,27%) z systematyczną tendencją wzrostu zarówno liczby przedsiębiorstw, jak i liczby w nich pracujących, wskazując na korzystną tendencję zmian o rosnącym potencjale. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 101 221 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 48 650 mln zł o obserwowalnej tendencji wzrostowej. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, przy nieznacznym zmniejszeniu r/r jego wartości w II p. 2017 r. Wartość poziomu zadłużenia krótkoterminowego cechowała tendencja wzrostowa od I p. 2015 r. przy jednoczesnym wyraźnym zmniejszaniu płynności bieżącej i zdolności do obsługi zadłużenia – sytuacja niekorzystna. W II p. 2017 r. odnotowano skrócenie r/r cyklu gotówki i cyklu zapasów. Niepokojącym sygnałem jest obserwowany wzrost od I p. 2015 roku cyklu zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się do 2014 r. tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów odwróciła się w I p. 2016 roku odnotowując od tego czasu zmniejszanie r/r ich wartości. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w II p. 2015 r. wskazując na jej wzrost w kolejnych półroczach. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia w II p. 2016 roku została odwrócona wskazując na wzrost r/r wartości stopnia zagrożenia (370 w II p. 2017 r.). Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje stabilizację wartości stopnia zagrożenia bez wyraźnego wskazania kierunku zmian, co potwierdza niekorzystną sytuację.

Dział PKD 53 – Działalność pocztowa i kurierska

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 53



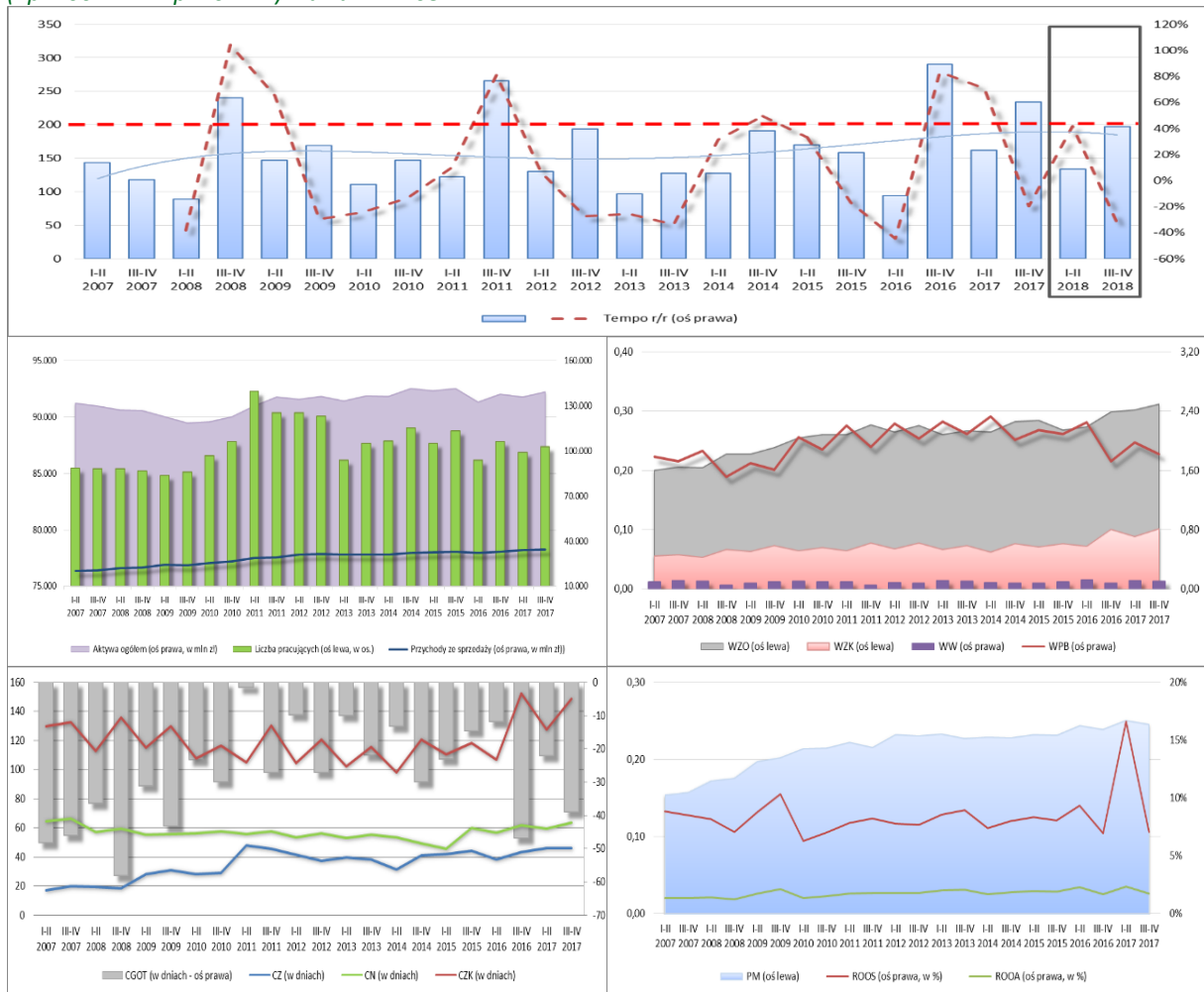
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 24 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 1), w których zatrudnionych było 86 124 osób (wzrost r/r o 1,52%) z tendencją zmniejszania się liczby pracujących od I p. 2010 r., która została zatrzymana w II p. 2015 r. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 6 524 mln zł (wzrost r/r o 4,72%), a wartość przychodów ze sprzedaży 9 086 mln zł (wzrost r/r o 5,23% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane jest pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowane niekorzystne zmiany dotyczyły również II p. 2017 roku, w którym nastąpiło pogorszenie płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego. W II p. 2017 r. cykl gotówki skrócił się przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego, lecz skróceniu cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r. odwracając trend i w II p. 2017 r. osiągając poziom z I p. 2010 r. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów po utrzymującym się trendzie wzrostowym od II p. 2009 r. zmniejszyła się do deficytowego poziomu w I p. 2016 r., a następnie nastąpił wzrost trwający do II p. 2017 r., w którym analizowane miary osiągnęły poziom najwyższy w całym okresie analizy. W II p. 2017 r. pomimo znaczącego zmniejszenia p/p rentowności sprzedaży i aktywów w relacji r/r odnotowano wzrost. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona i w II p. 2017 r. nastąpił silny wzrost miary do poziomu 435. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na stabilizację sytuacji, lecz jednocześnie utrzymanie wartości stopnia zagrożenia na poziomie wysokim.

Dział PKD 68 – Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 68



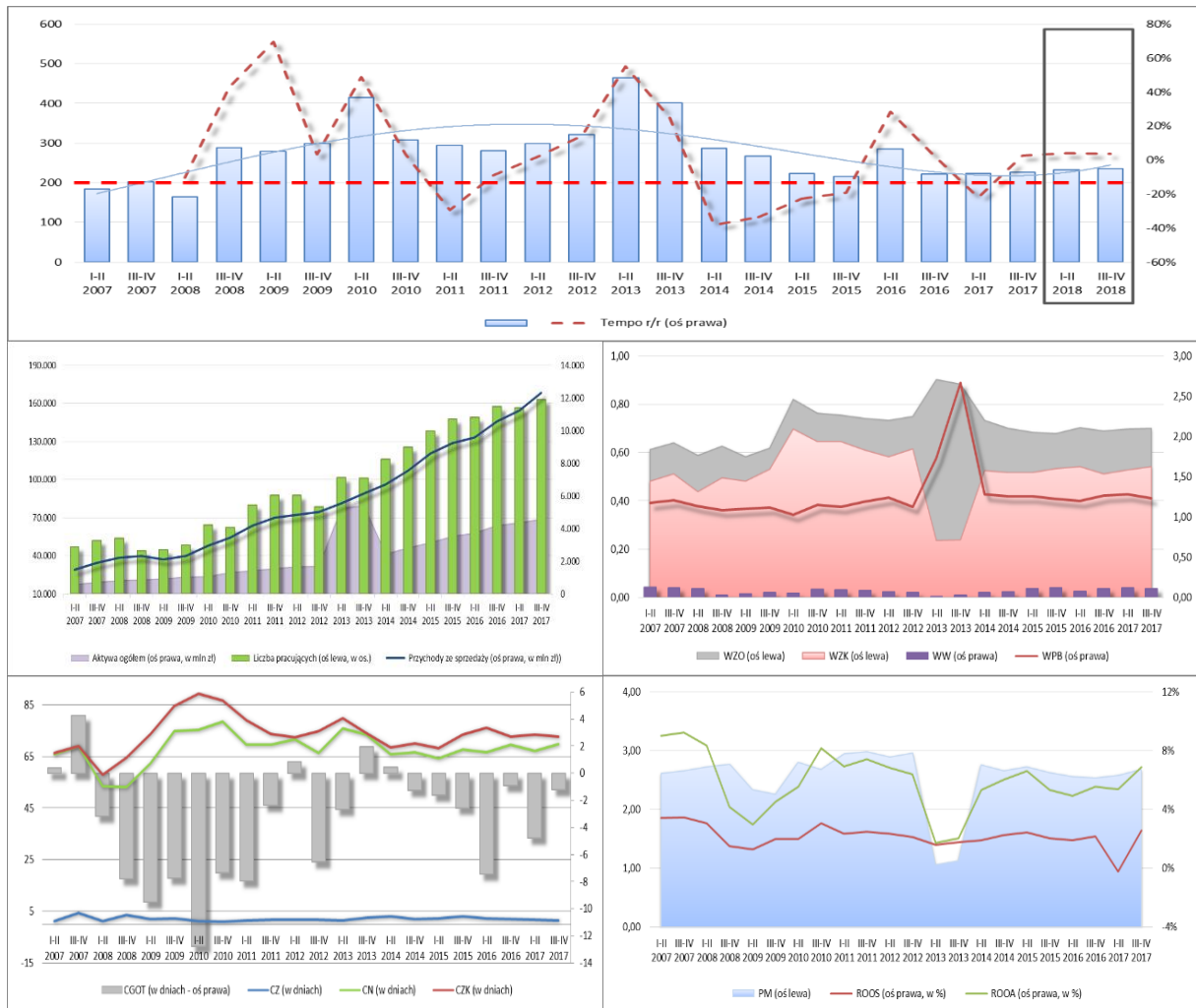
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 995 przedsiębiorstw (wzrost r/r 0,30%), w których zatrudnionych było 87 375 osób (zmniejszenie r/r o 0,48%) z tendencją wzrostu do I p. 2011 r. a następnie odwrócenie trendu w kierunku zmniejszania, która została utrzymana, wskazując na niekorzystną tendencję zmian. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 139 430 mln zł (wzrost wartości od I p. 2010 r. o niskim stopniu intensywności), a wartość przychodów ze sprzedaży 34 222 mln zł (regularny wzrost w całym okresie analizy). Od 2007 r. obserwowano niekorzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej. Na utrzymującą się niekorzystną sytuację w II p. 2017 r. wskazuje wzrost poziomu zadłużenia ogółem i krótkoterminowego. Zarysowana tendencja pogorszenia w postaci pogorszenia wartości wskaźnika płynności bieżącej i zdolności do obsługi długu nie utrzymała się w II p. 2017 roku gdzie odnotowano ich wzrost r/r. Niekorzystną sytuację w II p. 2017 r. potwierdza również wydłużenie cyklu należności, zapasów oraz cyklu gotówki. Wartości rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów pomimo odnotowanych wzrostów w II p. 2017 roku w relacji r/r wskazywały na przełamanie tendencji w kierunku spadkowej. W II p. 2017 roku wartość produktywności majątku cechowała się nieznacznym wzrostem r/r. Wartość stopnia zagrożenia cechowała się zmienną wartością w całym okresie bez wyraźnej tendencji zmiany. W II p. 2016 r. nastąpił znaczący wzrost wartości stopnia zagrożenia upadłością z poziomu niskiego do wysokiego. W II p. 2017 roku odnotowano zmniejszenie wartości stopnia zagrożenia z nakreśloną tendencją spadkową zaobserwowaną w prognozie na 2018 rok kształtując jej wartość na poziomie ostrzegawczym.

Dział PKD 78 – Działalność związana z zatrudnieniem

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD78



WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów.

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 544 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 1,3%), w których zatrudnionych było 162 911 osób (wzrost r/r o 3,46%) z systematyczną od 2007 r. tendencją silnego wzrostu zarówno liczby przedsiębiorstw, liczby w nich pracujących (o prawie 110 tys.), przychodów ze sprzedaży oraz wartości aktywów ogółem. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 4 585 mln zł, wartość przychodów ze sprzedaży 12 325 mln zł. Niekorzystną, lecz stabilną sytuację w strukturze kapitałowo-majątkowej potwierdzają nieznaczne wzrosty wartości poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi zadłużenia. Na stabilną sytuację wskazuje skrócenie cyklu gotówki oraz brak zmian w wartościach cyklu zobowiązań i należności. Obserwowalna tendencja zmniejszania od II p. 2012 r. produktywności majątku, rentowności aktywów i sprzedaży w II p. 2017 roku została wyraźnie przełamana wskazując już nie tylko na stabilną sytuację, lecz na jej poprawę. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia wskazuje na stabilizującą się sytuację analizowanego działu, kształtując się jednak na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje zbliżone wartości stopnia zagrożenia w relacji r/r kształtując prognozę na stabilnym poziomie.

SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI

Grupa przedsiębiorstw – zbiór przedsiębiorstw wyróżniony z punktu widzenia kryterium rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej. W opracowaniu wyróżnione zostały cztery grupy przedsiębiorstw: produkcyjne, przemysłowe, handlowe i usługowe.

Klasa przedsiębiorstw – zbiór przedsiębiorstw wyróżniony z punktu widzenia kryterium wielkości podmiotu, mierzonej liczbą pracujących w nim osób. W opracowaniu wyróżnione zostały trzy klasy przedsiębiorstw: małe (liczba pracujących 10-49), średnie (50-249) i duże (250 i więcej).

Odsetek upadłości (OU, rozumienie upadłości *sensu stricto*) – stanowi relację liczby przedsiębiorstw, wobec których ogłoszono postępowania upadłościowe, do liczby przedsiębiorstw ogółem. Przyjmuje on wartości z przedziału $<0, 1>$, wskazując na pogłębiający się kryzys lub poprawienie sytuacji przedsiębiorstw.

Postępowanie upadłościowe (rozumienie upadłości *sensu stricto*) – w prawie polskim upadłość to postępowanie przewidziane w ustawie z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe oraz w ustawie z 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne, prowadzone w stosunku do dłużnika (zwanego „upadłym”), który stał się niewypłacalny. Wszczęcie postępowania upadłościowego następuje wskutek ogłoszenia upadłości przez sąd. Postępowanie upadłościowe prowadzi się w trybie upadłości likwidacyjnej albo upadłości układowej.

Przedsiębiorstwa handlowe – zbiór przedsiębiorstw niefinansowych zaliczonych do sekcji Polskiej Klasyfikacji Działalności: G handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle.

Przedsiębiorstwa produkcyjne – zbiór przedsiębiorstw niefinansowych zaliczonych do sekcji Polskiej Klasyfikacji Działalności: B górnictwo i wydobywanie, C przetwórstwo przemysłowe, D wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych, E dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją.

Przedsiębiorstwa usługowe – zbiór przedsiębiorstw niefinansowych zaliczonych do sekcji Polskiej Klasyfikacji Działalności: F budownictwo, H transport i gospodarka magazynowa, I działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi, J informacja i komunikacja, K działalność finansowa i ubezpieczeniowa, L działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, N działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca, S pozostała działalność usługowa.

System wczesnego ostrzegania – jest jednym z elementów oceny kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. Umożliwia wczesne rozpoznanie zagrożenia i uruchomienie odpowiednich procesów naprawczych. Wyróżnia się jedno- i wielowymiarowe systemy wczesnego ostrzegania.

Upadłość – w ujęciu prawnym procedura wszczynana w razie niewypłacalności dłużnika, polegająca głównie na wspólnym dochodzeniu roszczeń przez wszystkich jego wierzycieli (rozumienie upadłości *sensu stricto*). W ujęciu ekonomicznym, za upadłego uznaje się przedsiębiorcę, który bez zewnętrznej pomocy (np. zawarcie układu o umorzeniu części długów) nie jest w stanie sam kontynuować działalności. Upadłość w tym ujęciu charakteryzowana jest ryzykiem zagrożenia kontynuacji działalności, grożącym zakończeniem funkcjonowania przedsiębiorstwa jako samodzielnego bytu ekonomicznego i opisana jest miarą stopnia zagrożenia upadłością (rozumienie upadłości *sensu largo*).

ZAKRES ROZSZERZONY

Branżowy barometr upadłości (BBU, rozumienie upadłości *sensu stricto*) – stanowi relatywną ocenę koncentracji sądowych postępowań upadłościowych w określonej grupie podmiotów względem łącznej liczby przedsiębiorstw, przynależących do analizowanej zbiorowości w gospodarce, w stosunku do wszystkich podmiotów funkcjonujących w gospodarce narodowej. Przyjmuje się, że BBU przekraczający wartość 1 oznacza ponadprzeciętną koncentrację analizowanego zjawiska w danej grupie.

Dyskryminacyjny model predykcji upadłości – bazujący na statystycznej analizie dyskryminacyjnej model wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w działalności gospodarczej. Analiza ta jest metodą statystyczną stosowaną do rozwiązywania problemów klasyfikacyjnych, a wynikiem jej zastosowania jest funkcja dyskryminacyjna. Wartość tej funkcji to ważona suma wskaźników charakteryzujących kondycję przedsiębiorstwa, stanowi ona główne kryterium klasyfikacji badanych obiektów.

Estymacja – dział wnioskowania statystycznego będący zbiorem metod pozwalających na uogólnianie wyników badania próby losowej na nieznaną postać i parametry rozkładu zmiennej losowej całej populacji oraz szacowanie błędów wynikających z tego uogólnienia.

Model ETS – model wygładzania wykładniczego (*exponential smoothing*), klasa modeli służących do prognozowania wartości zmiennych określających stopień zagrożenia upadłością. Modele te w automatyczny sposób wykrywają w szeregu czasowym obecność (niekoniecznie liniowego) trendu oraz ewentualnych wahań sezonowych (addytywnych lub multiplikatywnych). Przedziały predykcji są konstruowane za pomocą metod symulacyjnych, co pozwala odejść od założenia normalności rozkładu reszty modelu.

Model SARIMA – sezonowy autoregresyjny zintegrowany proces średniej ruchomej (*seasonal autoregressive integrated moving average*), klasa modeli służących do prognozowania wartości zmiennych określających stopień zagrożenia upadłością. Struktura modelu SARIMA jest definiowana poprzez stopień niesezonowego oraz sezonowego zintegrowania, liczbę niesezonowych oraz sezonowych opóźnień prognozowanej zmiennej i liczbę opóźnień w niesezonowym oraz sezonowym komponencie średniej ruchomej.

Pracujący – osoby wykonujące pracę przynoszącą im zarobek (w formie wynagrodzenia za pracę) lub dochód, bez względu na czas i miejsce trwania tej pracy, na podstawie stosunku pracy bądź innego stosunku prawnego lub czynności prawnej, na podstawie której jest świadczona praca, bez osób pracujących na umowę zlecenie lub umowę o dzieło, a także osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą.

Regionalny barometr upadłości (RBU, rozumienie upadłości *sensu stricto*) – stanowi relatywną ocenę koncentracji sądowych postępowań upadłościowych w województwach względem ich intensywności w skali kraju. Dokonywana jest ona poprzez odniesienie wskaźnika udziału liczby sądowych postępowań upadłościowych w danym regionie w liczbie funkcjonujących przedsiębiorstw ogółem w tym regionie, względem wskaźnika udziału liczby sądowych postępowań upadłościowych ogółem w liczbie funkcjonujących przedsiębiorstw ogółem. Przyjmuje się, że RBU przekraczający wartość 1 oznacza ponadprzeciętną koncentrację analizowanego zjawiska w danym regionie.

Regresja logistyczna – jedna z metod używanych w przypadku, gdy zmienna objaśniana jest na skali dychotomicznej (przyjmuje tylko dwie wartości). Zwykle wartości zmiennej objaśnianej wskazują na wystąpienie lub brak wystąpienia pewnego zdarzenia, które podlega prognozowaniu. Regresja logistyczna pozwala wówczas na obliczanie prawdopodobieństwa tego zdarzenia. W przypadku

estymacji takiego modelu na próbach nielosowych, uzyskiwane prawdopodobieństwa należy interpretować w kategoriach stopnia zagrożenia wystąpienia zdarzenia (np. upadłości). Ponadto umożliwia ona określenie wpływu zmian zmiennych objaśniających na prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia.

Stopień zagrożenia upadłością (rozumienie upadłości *sensu largo*) – miara pozwalająca w sposób ilościowy opisywać skalę zagrożenia zjawiskiem upadłości, umożliwia porównywanie zagrożenia zjawiskiem upadłości w przekrojach względem grup i klas przedsiębiorstw (również w ujęciu dynamicznym). Ustalona wartość miary jest oszacowaniem, jakie jest obecne prawdopodobieństwo wystąpienia stanu zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w perspektywie jednego roku od danego okresu ujętego w analizie (zgodnego z okresem danego raportu).

Wskaźnik cyklu gotówki (wskaźnik cyklu konwersji gotówki w dniach) – określa czas zamrożenia gotówki w jednym (pełnym) cyklu operacyjnym, a więc czas, jaki upływa od momentu wydatkowania środków pieniężnych na odtworzenie zapasów i zapłatę zobowiązań bieżących poprzez realizację działalności operacyjnej i sprzedaży, do momentu wpływu środków pieniężnych z tytułu sprzedaży. Obejmuje on cykle cząstkowe – zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik inwestochłonności – mierzy efektywność nakładów inwestycyjnych i stanowi relację nakładów inwestycyjnych do przychodów ze sprzedaży.

Wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej – (wskaźnik struktury majątkowo-kapitałowej) stanowi relację wskaźnika struktury kapitału (kapitał własny odniesiony do kapitału obcego) i wskaźnika struktury majątku (majątek trwały odniesiony do majątku obrotowego) lub wskaźnika zastosowania kapitału własnego (kapitał własny odniesiony do majątku trwałego) i wskaźnika zastosowania kapitału obcego (kapitał obcy odniesiony do aktywów obrotowych).

Wskaźnik płynności bieżącej – informuje o zdolności przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań bieżących na podstawie stopnia ich pokrycia przez aktywa bieżące.

Wskaźnik płynności szybkiej – określa stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami obrotowymi o większym stopniu płynności (aktywa obrotowe pomniejszone o zapasy).

Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym – ujmuje istotę złotej reguły bilansowej, która wskazuje na konieczność pokrycia aktywów trwałych kapitałem trwale związanym z działalnością przedsiębiorstwa (kapitałem własnym i obcym długoterminowym), zapewniając dodatkowo dodatni kapitał obrotowy netto.

Wskaźnik produktywności – stanowi relację przychodów do wartości aktywów posiadanych przez przedsiębiorstwo, służy do pomiaru prędkości krążenia kapitału w przedsiębiorstwie.

Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży – obliczany z uwzględnieniem wyniku na działalności operacyjnej. Wskaźnik ten określa stopę zwrotu ze sprzedaży na poziomie operacyjnym, a więc bez obciążenia podatkowego i bez uwzględniania kosztów finansowych związanych z zadłużeniem.

Wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów – obliczany z uwzględnieniem wyniku na działalności operacyjnej. Wskaźnik ten określa stopę zwrotu z kapitału całkowitego (aktywów) na poziomie operacyjnym, a więc bez obciążenia podatkowego i bez uwzględniania kosztów finansowych związanych z zadłużeniem.

Wskaźnik samofinansowania – stanowi relację kapitałów własnych do aktywów i informuje o stopniu samofinansowania (niezależności finansowej) przedsiębiorstwa.

Wskaźnik wydajności pracy – obliczany z uwzględnieniem przychodów ze sprzedaży ogółem do liczby pracujących. Wskaźnik ten określa zdolność tworzenia w postaci przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi przez pracujących.

Wskaźnik wypłacalności – (wskaźnik zdolności do obsługi zadłużenia) określa, w jakim stopniu przedsiębiorstwo jest w stanie obsłużyć zadłużenie, tj. w jakiej części może je pokryć zyskiem netto i amortyzacją.

Wskaźnik zadłużenia ogółem – stanowi relację kapitałów obcych do aktywów i informuje o stopniu finansowania przedsiębiorstwa długiem.

Współczynnik podobieństwa struktur – mierzy stopień zmiany, czyli inaczej stopień niepodobieństwa danej struktury w dwóch różnych momentach czasu lub też stopień niepodobieństwa dwóch różnych struktur w danym czasie. Przyjmuje wartości z przedziału $<0, 1>$, przy czym brak jakichkolwiek zmian strukturalnych daje wartość 0, a w przypadku całkowitej zmiany struktury – wartość 1. Obliczenie wartości współczynnika zmienności (niepodobieństwa) struktur stanowi punkt wyjścia specjalnej procedury taksonomicznej, która stanowi w pewnym sensie alternatywny sposób mierzenia zmienności. Jego wykorzystanie pozwala na dokładniejszy pomiar i ocenę intensywności przekształceń strukturalnych.

LITERATURA

- Batini N., et al. (2014). "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections." IMF Technical Notes and Manuals.
- Crino G. A. (2017). "Did the Fiscal Stimulus Work? Billions were spent to recover from the Great Recession. How can we know whether taxpayers got a decent bang for the buck?" Federal reserve Bank of Philadelphia research dePartment First Quarter 2017.
- Deloitte (2017). „European CFO Survey. Poland.” Q1 May (Deloitte).
- Döttling R., et al. (2017). "Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?" EBC.
- European Commission (2017). „2017 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011.” European Commission Staff Working Document.
- Gereben A. (2017). "Poland overview. EIB INVESTMENT SURVEY." EIB.
- Herwartz H., Kholodilin K.A. (2014). „Uncertainty of Macroeconomic Forecasters and the Prediction of Stock Market Bubbles.” Discussion Papers 1405 (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).
- IMF (2017). „World Economic Outlook – October 2017.” 12/2017.
- Moor A. (2016). „Measuring Economic Uncertainty and Its Effects.” RBA Research Discussion Paper 01.
- Moravec T. (2013). „The Bancruptcy in the Czech Republic – Influence of Macroeconomic Variables.” Vysoká škola ekonomická v Praze.
- NBP (2017a). „Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD. Październik 2017.” Prezentacja 10/2017.
- NBP (2017b). „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw.” 03/17 (NBP).
- NBP (2017d). „Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.” NBP.
- NBPe (2017). „Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki ankiety makroekonomicznej NBP runda: wrzesień 2017 r.” 1 (NBP).
- OECD (2016). „Developments in Individual OECD and Selected Non-Member Economies – Poland.” OECD Economic Outlook 2.
- PRP (2017). „Skokowe polepszenie nastrojów biznesu – najnowsze wskazania Indeksu Optymizmu Przedsiębiorców Pracodawców RP.” Marzec (Platforma Finansowa Pracodawców RP).
- RM (2017). „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2017-2020.” 4/2017 (Rada Ministrów).
- World Bank (2017). „Global Economic Prospects – Weak Investment in Uncertain Times.” January 2017.
- World Bank (2017b). „Global Economic Prospects – Fragile Recovery.” May 2017.
- World Bank (2017c). „Global Economic Prospects”, January 2018.

SPIS TABEL

Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-19 (w % r/r).....	24
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....	25
Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predykcyjnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego).....	46
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2017 r.	56
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2016 r. – II p. 2017 r.	60

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r).....	16
Rysunek 2 Dynamika PKB, popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)	17
Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %).....	17
Rysunek 4 Eksport i import (lewy panel) oraz kurs graniczny opłacalności eksportu (prawy panel)	17
Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz luka PKB (prawy panel).....	19
Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)	19
Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce	21
Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP	21
Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD (ceny 2010 r.).....	21
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)	21
Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna).....	22
Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce	23
Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS	23
Rysunek 14 Indeks optymizmu przedsiębiorców	24
Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)	24
Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych	26
Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI	26
Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....	26
Rysunek 19 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce i wybranych grupach krajów UE.....	26
Rysunek 20 Cykl odchylen dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do lipca 2017 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartości statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel)	28
Rysunek 21 Cykle odchylen dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2011 r. z bieżącego raportu oraz publikowane w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”	29
Rysunek 22 Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem	30
Rysunek 23 Cykl odchylen w okresie: styczeń 2000 r. – styczeń 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – styczeń 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel)	30

<i>Rysunek 24 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku</i>	<i>31</i>
<i>Rysunek 25 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)</i>	<i>36</i>
<i>Rysunek 26 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)</i>	<i>36</i>
<i>Rysunek 27 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2017 r. oraz II p. 2016 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)</i>	<i>37</i>
<i>Rysunek 28 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)</i>	<i>39</i>
<i>Rysunek 29 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r</i>	<i>40</i>
<i>Rysunek 30 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności.....</i>	<i>41</i>
<i>Rysunek 31 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>41</i>
<i>Rysunek 32 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>42</i>
<i>Rysunek 33 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>42</i>
<i>Rysunek 34 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara).....</i>	<i>43</i>
<i>Rysunek 35 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)</i>	<i>44</i>
<i>Rysunek 36 Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)</i>	<i>45</i>
<i>Rysunek 37 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100).....</i>	<i>47</i>
<i>Rysunek 38 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. według rodzajów działalności i klas wielkości.....</i>	<i>48</i>
<i>Rysunek 39 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 40 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 41 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i II p. 2017 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. według rodzaju działalności</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 42 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).....</i>	<i>50</i>
<i>Rysunek 43 Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.</i>	<i>53</i>
<i>Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny).....</i>	<i>54</i>
<i>Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN).....</i>	<i>55</i>
<i>Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.</i>	<i>56</i>
<i>Rysunek 47 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłościami i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2017 r.....</i>	<i>59</i>