



**X Raport z monitorowania bieżącej
sytuacji gospodarczej w sektorach –
badania 2016-2019
– 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	17
I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	19
1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	19
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI	19
1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ.....	28
1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI.....	30
1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH	35
1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW.....	36
II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....	40
2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	40
2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE.....	41
2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB	42
2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM.....	45
2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ	46
III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW	49
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	49
3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON	49
3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU.....	50
3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH	52
IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	54
4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	54
4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA.....	54
V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	60
5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	60
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	60
5.3 TOP 10.....	63
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....	78
LITERATURA	82
SPIS TABEL	83
SPIS RYSUNKÓW	83

„X Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – raport łączny” jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych oraz własnych badań, wyniki następujących edycji raportów: *„X Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019– komponent mikroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**¹, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**², dr **Konrad Kolegowicz**³) oraz *„X Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Błażej Mazur**⁴, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**⁵). Opracowania tekstu dokonał dr **Piotr Boguszewski**⁶.

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 Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

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

⁶ Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

SYNTEZA

Dostępne dane za maj i czerwiec br. potwierdziły podstawowe konkluzje poprzedniego *Raportu Łącznego* (RŁ). Polska gospodarka nadal rozwija się bardzo dynamicznie osiągając, w tempie wzrostu, drugie miejsce w UE – za Maltą, a obok Węgier. Podstawowym motorem wzrostu od kilku lat pozostaje spożycie. Można przypuszczać, że efekty tzw. Piątki Kaczyńskiego będą wspierać ten filar rozwoju także w horyzoncie przynajmniej kilku jeszcze kwartałów. Warto podkreślić, że działać tu będzie nie tylko tradycyjny, ekstensywny, efekt mnożnikowy, ale także pośrednie mechanizmy, wynikające z bardzo dobrych nastrojów społecznych, w tym konsumenckich, jakie ten program aktywował. Czynnikiem ten, sądząc po lekko słabnących w poprzednich miesiącach wskaźnikach ufności konsumentów, znów bowiem wykazuje tendencję wzrostową. Ze względu na terminarz wypłat środków z tego programu można też oczekiwać, że mocniej wpłynie on na dynamikę popytu konsumpcyjnego w II półroczu br.

Dane za I kw. br. wskazują, że uruchomił się – prawdopodobnie na dłużej – drugi silnik wzrostu gospodarczego: rosnące w dwucyfrowym tempie inwestycje przedsiębiorstw. Były one, po raz pierwszy od 2015 r., głównym motorem wzrostu inwestycji w gospodarce narodowej. Przyspieszenie to zaobserwowano w grupie zarówno dużych i średnich przedsiębiorstw, jak i – według wstępnych szacunków GUS – w sektorze mikro i małych przedsiębiorstw. Od strony finansowej sprzyjają im korzystne nominalnie i realnie, zwłaszcza w warunkach przyspieszającej, ale wyraźnie w granicach odchylenia od celu, inflacji, stopy procentowej. W takiej sytuacji firmy mogą bowiem oczekiwać także stabilności, w dłuższej perspektywie, tego parametru, co jest szczególnie ważne w przypadku inwestycji o dłuższym cyklu. Znaczące są też, choć nierównomiernie rozłożone po branżach i klasach wielkości, środki własne przedsiębiorstw. Do inwestowania skłaniać może też wysoki, choć lekko obniżający się, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że obecnie na przyspieszenie inwestycji może mieć także dodatkowy czynnik – wysokie tempo wzrostu gospodarki w okresie ostatnich kilku lat, które spowodowało, że w wielu obszarach wyraźnie wzrosła wielkość produkcji. Rodzi to zapotrzebowanie nie tylko na ewentualne dodatkowe maszyny i urządzenia, ale także magazyny oraz inne obiekty logistyczne. Hipotezę taką wspiera fakt, że obecne przyspieszenie inwestycji w dużym stopniu wynika ze wzrostu nakładów na budynki i budowle.

Kilka okoliczności wpisuje się w przypuszczenie, że ta wyższa dynamika inwestycji utrzyma się przez dłuższy czas, choć prawdopodobnie na nieco niższym niż obecnie poziomie. Po pierwsze, wskazywać na to może ich obecna struktura – nakłady na budynki i budowle zwykle charakteryzują się wyraźnie dłuższym cyklem niż na maszyny i urządzenia. Po drugie, podwyższoną aktywność inwestycyjną wykazało wiele branż gospodarki. Wzrost tej dynamiki wynika zatem nie tylko z realizacji jednorazowych „mega projektów” – podwyższoną aktywność inwestycyjną wykazało najwięcej branż od 2008 r., a motorem przyspieszenia tego procesu były inwestycje prywatne. Po trzecie, stabilne jest otoczenie finansowe przedsiębiorstw. Po czwarte, wspomniana już Piątka Kaczyńskiego jeśli nawet nie zaowocuje dłuższym wzrostem dynamiki spożycia, to jest gwarantem utrzymywania się podwyższonego jego poziomu. A stabilny i podwyższony popyt jest jedną z lepszych przesłanek inwestowania. Po piąte, Polska jest obecnie dość dobrze oceniana przez potencjalnych inwestorów zagranicznych. W grupie 20 państw z EŚW jesteśmy obecnie na 3. miejscu – za Estonią i Czechami. Zauważmy, że sporo elementów naszej przewagi nad konkurentami ma charakter trwały, niezależny od bieżących wahań koniunktury – bardzo duży rynek wewnętrzny, rozbudowaną sieć poddostawców, centralne położenie geograficzne, członkostwo w UE. Tracimy natomiast, od trzech lat, przewagę w zakresie kosztów pracy. Atrakcyjność międzynarodowa jest prawdopodobnie szóstym czynnikiem przyspieszającym nasze inwestycje. Po okresie już dokonanego wzrostu płac i ze względu na perspektywę kontynuacji tego procesu, a także potencjał dla dalszego wzrostu niektórych innych

kosztów, w tym nośników energii, coraz potrzebniejsze są także inwestycje podnoszące produktywność tych czynników. Istotnym elementem może tu być realizacja niezbędnych inwestycji w sektorze energetycznym.

Można przypuszczać, że powyższe czynniki będą utrzymywały aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw na wysokim poziomie, ale prawdopodobnie bez dalszego jej przyspieszania. Przede wszystkim wskazywać może na to słabnąca, choć wciąż bardzo dobra, koniunktura. Nie tak silnie oddziaływać więc będzie mechanizm luki – wysokiego, w relacji do potencjału, stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych. Bariery szybszego niż obecnie wzrostu nakładów inwestycyjnych może okazać się także ograniczony potencjał wytwórczy sektora budownictwa przemysłowego. Jest to możliwe tym bardziej, że rozszerzenie programu 500+ może przełożyć się na jeszcze bardziej zwiększony popyt na rynku mieszkaniowym. Wprawdzie oba te rynki budownictwa nie są tożsame, ale często konkurują o podobne zasoby ludzkie oraz surowce i materiały. To może nie tylko dalej podnosić koszty robót budowlanych, ale indukować bariery czysto podażowe w tym dziale. Myśląc o koniunkturze trzeba też, w kontekście dynamiki inwestycji, uwzględnić nie tylko sytuację w kraju, ale również uwarunkowania zewnętrzne – wpływa ona m.in. na sytuację eksporterów, w tym zazwyczaj aktywnych inwestycyjnie firm zagranicznych. A perspektywy w tym obszarze są, w najlepszym razie, umiarkowane. Czynnikiem osłabiającym dynamikę przyszłych inwestycji mogą być też słabnące nastroje przedsiębiorców odnośnie kształtowania się przyszłej sytuacji gospodarczej. Wykazują one dodatkowo spory rozdźwięk w stosunku do bieżących ocen koniunktury, które są wyraźnie lepsze.

Dość trudna do prognozowania może być sytuacja w obszarze handlu zagranicznego. Przede wszystkim niejednoznaczne są przewidywania co do perspektyw gospodarki światowej. Dominują jednak oczekiwania jej spowolnienia. Dość duża jest w dodatku wariancja prognoz tempa jej wzrostu. Najnowsze, czerwcowe, wyniki Banku Światowego wskazują na możliwość jego spadku do ok. 2,6% w 2019 r. Oznacza to dość wyraźną korektę wcześniejszych przewidywań tej organizacji – o 0,3 pp. W latach 2020-21 tempo to miałyby być dość zbliżone, przyspieszając do jedynie 2,8%. Dość słabe są prognozy sytuacji w gospodarce chińskiej – rozwija się ona w raczej niskim historycznie tempie, choć widzieć ją można w jaśniejszych barwach ze względu na ekspansywną politykę gospodarczą. Niejednoznacznie oceniane są perspektywy gospodarki amerykańskiej, przy czym niektóre ośrodki szacują prawdopodobieństwo recesji aż na 60%. Niejasna jest też najbliższa przyszłość gospodarki niemieckiej, z której docierają obecnie raczej pesymistyczne sygnały. W tej ostatniej istotnym źródłem problemów mogą być m.in. zawirowania na globalnym rynku motoryzacyjnym. Wprawdzie wydaje się, że tzw. wojna handlowa pomiędzy USA i Chinami po szczycie G20 nieco zelżała, istnieją obawy, iż obejmie ona część wymiany pomiędzy USA a Niemcami. Nierozwiązanym problemem Europy pozostaje Brexit. Wszystkie te czynniki powodują, że poziom niepewności w gospodarce światowej, choć lekko spadający w czerwcu, jest niemal rekordowo wysoki. Polskie firmy dotychczas bardzo dobrze sobie radziły w tym turbulentnym otoczeniu, m.in. zwiększając sprzedaż na rynki „nietradycyjne” (w tym do USA). Paradoksalnie, gorsza sytuacja ekonomiczna Niemiec też pomagała eksportowi polskich tańszych, ale o podobnie wysokiej – jak niemieckie – jakości, wyrobów. Może to nie być jednak zjawisko trwałe – w przypadku poprawy koniunktury w Niemczech. Reasumując, przewidywania dotyczące polskiego eksportu są pozytywne, ale obarczone niepewnością.

Jeśli chodzi o import, to raczej należy oczekiwać jego podwyższonej dynamiki. Przemawiać za tym mogą przynajmniej dwa powody. Po pierwsze, dodatkowe środki z rozszerzenia programu 500+ mogą być przeznaczane nie tylko na zakup produkowanych w kraju dóbr podstawowych, ale i importowanych wyższego rzędu (samochodów, AGD etc.). Po drugie, do wzrostu popytu na dobra importowane prowadzi zwykle, także obserwowany ostatnio, wzrost inwestycji. Oba te elementy nie powinny jednak nadmiernie dynamizować importu, gdyż korekcyjnie powinno tu zadziałać kilka czynników. Przede

wszystkim w warunkach globalnego spowolnienia wolniej też mogą rosnąć na rynkach światowych ceny surowców energetycznych (i wielu innych). Wzrost dochodów gospodarstw domowych, o skali i bezpieczeństwie wynikających z programu 500+, może także spowodować, że część popytu, zwłaszcza zamożniejszych gospodarstw domowych, przeniesie się z rynku dóbr importowanych na rynek mieszkaniowy lub usługi edukacyjne, rekreacyjne, medyczne etc. Moderująco i niezmiennie działać tu też będzie istotny element systemowy – płynny kurs walutowy – ewentualne nadmierne osłabienie złotego szybko przełożyłoby się na wzrost cen dóbr importowanych, a zatem na ograniczenie popytu na nie.

Reasumując, w świetle powyższej analizy najbardziej prawdopodobne wydaje się, że eksport netto może mieć w najbliższym czasie ujemny wkład do naszego PKB, a przynajmniej taki scenariusz, w bilansie ryzyk, wydaje się być najbardziej prawdopodobny.

Oceniając łącznie powyższe składowe można stwierdzić, że mimo sygnałów wchodzenia polskiej gospodarki w fazę spowolnienia, także w 2019 r. należy oczekiwać bardzo solidnego wzrostu PKB. Zarówno prognozy *Raportu Makro*, jak i innych ośrodków wskazują, że będzie on nie mniejszy niż 4% r/r, przy czym większość prognoz zewnętrznych została w ostatnim czasie podniesiona. Sporo jest też przewidywań sięgających nawet 4,5%. Jeśli chodzi o prognozy na 2020 r., to przewidują one spadek tego tempa – przeważnie do poziomu zbliżonego do 3,5%. Głębsze spowolnienie prognozuje *Raport Makro* w przypadku modelu z włączonym komponentem cyklicznym – w pierwszych trzech kwartałach 2020 r. do ok. 3%. Warto też podkreślić, że większość potencjalnych ryzyk dla tych przewidywań ma charakter zewnętrzny.

Ponieważ powyższe prognozy wskazują, że w 2019 r. kondycja makroekonomiczna polskiej gospodarki będzie bardzo dobra, a większość z nich sugeruje także, że w 2020 r. dynamika PKB zbliży się do potencjału naszej gospodarki, podtrzymać należy więc ocenę, iż uwarunkowania makroekonomiczne w najbliższych kwartałach będą raczej neutralne z punktu widzenia stopnia zagrożenia upadłością w polskiej gospodarce. W dodatku zbliżony do potencjału jej wzrost w 2020 r. wręcz powinien zmniejszać to zagrożenie.

Analizując ryzyka powyższego scenariusza trzeba zwrócić uwagę na fakt, że wspiera go pewna cecha obecnego cyklu koniunkturalnego. Zarówno analizy *Raportu Makro*, jak i innych ośrodków pokazują, że cykl ten charakteryzuje obecnie mała amplituda wahań. Wynika z tego m.in. to, że przejścia pomiędzy fazami są łagodne. Nie wywołuje to poważniejszych napięć gospodarczych i jest raczej korzystne dla stopnia zagrożenia upadłością – przynajmniej w krótszym horyzoncie. Powstaje jednak pytanie, czy powyższa cecha jest trwała? Próba odpowiedzi wymagałaby dobrego objaśnienia przyczyn tej cechy współczesnych cykli i wykracza poza zakres tej analizy. Funkcjonuje tu zresztą sporo alternatywnych teorii. Znaczna część z nich wskazuje jednak wyraźnie na stabilizujący wpływ takich czynników jak: globalizacja, poprawa i lepsza koordynacja ponadnarodowa narodowych polityk gospodarczych oraz rozwój technik IT. Gdyby przyjąć te wyjaśnienia należałoby mocno podkreślić, że eskalacja wojen handlowych, czy monetarnych mogłaby istotnie zwiększyć amplitudę cyklu koniunkturalnego i – w rezultacie – wpływ tych wahań na stopień zagrożenia bankructwem.

Analizując stopień zagrożenia upadłością trzeba podkreślić, że lepsza od sygnalizowanej w poprzedniej edycji *Raportu Łącznego* była kondycja mikroekonomiczna przedsiębiorstw. Przede wszystkim okazało się, że tak znaczące pogorszenie wyniku finansowego sektora w IV kw. 2018 r. było zdarzeniem jednorazowym, gdyż wynik finansowy tego sektora za I kw. 2019 r. był dużo lepszy. Nie zmienia to jednak faktu, że nadal faktyczna zdolność przedsiębiorstw do absorpcji niektórych kosztów – zwłaszcza energii i części surowców, a także w pewnym stopniu i kosztów pracy – jest ograniczona. Mimo znaczącej poprawy w relacji kw./kw. wynik ten jest jednak wciąż o ok. 4,5% gorszy od rezultatu

osiągniętego w I kw. 2018 r. – przy wyższym obecnie wolumenie obrotów. Dynamika kosztów nadal przewyższa więc – choć w malejącym stopniu – dynamikę przychodów. Jednocześnie znacząco wzrósł odsetek rentownych przedsiębiorstw – do najwyższego poziomu od 2014 r. – co wskazuje, że znaczna część podmiotów radzi sobie z presją kosztową. Twarde dane finansowe za I kw. br. dla tego sektora pokazują dodatkowo, że jego sytuacja płynnościowa, mimo pewnego pogorszenia, choć zróżnicowana na poziomie branż i innych grup, ogólnie jest dobra. Także dane jakościowe wskazują na pozytywne, choć nieco słabnące, oceny przedsiębiorców sytuacji bieżącej. Kontrastują z nimi słabsze oczekiwania tej grupy odnośnie przyszłej sytuacji ekonomicznej. Trudno jednoznacznie zidentyfikować przyczyny tych rozbieżności, ale istotne znaczenie mogą tu mieć różne negatywne sygnały płynące z gospodarki globalnej – zwłaszcza ryzyko wojny handlowej oraz konfliktów społecznych/militarnych, mogących wywoływać negatywne szoki podażowe.

Powyższy jakościowy obraz ogólny stanu obecnego uzupełniają, o elementy prognostyczne o dłuższym horyzoncie, bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe: zarówno na poziomie agregatów makroekonomicznych, ale i sekcji PKD. Przede wszystkim należy podkreślić, że – podobnie jak w przypadku ocen jakościowych – zasadnicze wnioski z analiz prowadzonych w tej edycji są podobne do zaprezentowanych w poprzednim raporcie.

Zawarta w *Raporcie Makro* prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na przeważające szanse stabilnego, dodatniego tempa wzrostu okresie predykcji. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej oscylują wokół wartości 5% r/r, jednak obarczone są niepewnością dopuszczającą znaczne odchylenia zarówno w dół jak i w górę. W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej prognozy wskazują na nieco silniej zarysowaną (w porównaniu z wynikami z poprzedniej edycji) tendencję wzrostową w dynamice r/r pod koniec horyzontu predykcji. Prognozy punktowe tempa wzrostu sprzedaży detalicznej także są w całym okresie prognozy dodatnie i przekraczają 5% r/r.

Zegar cyklu koniunkturalnego, zbudowany dla produkcji ogółem, nie wykazuje tak regularnego ruchu po okręgu jak przed 2014 r. Od połowy 2016 r. do końca okresu analizy widoczny jest wzrost wartości cyklu odchyień, wskazujący na przejście przez dolny punkt zwrotny cyklu (w połowie 2016 r.) i wejście w fazę poprawy koniunktury. Obecnie obserwujemy, podobnie jak w poprzednim raporcie, przejście przez górny punkt zwrotny i wejście w fazę wyhamowania. Ważnym czynnikiem jest trwale utrzymująca się niska amplituda wahań. Sugeruje to, że dotychczasowa dynamika produkcji przemysłowej była w ostatnim okresie raczej odporna na wahania koniunktury i charakteryzowała się stabilnym tempem wzrostu. Zegary cyklu dla produktu krajowego brutto wskazują na przejście z I do II ćwiartki tj. sygnalizują raczej początek fazy spowolnienia tempa wzrostu. Jest to spójne z prezentowanymi prognozami tempa wzrostu PKB r/r, które przewidują raczej wyhamowanie obecnej, wysokiej dynamiki.

W *Raporcie Makro* przeprowadzono też szczegółową analizę cykli w badanych działach produkcji. Okres ekspansji należy aktualnie przypisać 8 działom przetwórstwa przemysłowego (i 14 ze wszystkich rozpatrywanych tu kategorii reprezentujących produkcję). W fazie recesji znajdowało się natomiast 6 działów przetwórstwa przemysłowego (i 9 z rozpatrywanych tu kategorii). Przeprowadzona w ramach komponentu Makro analiza tendencji rozwojowych w działach produkcji, handlu i budownictwa sugeruje także, że perspektywy rozwojowe, w porównaniu z poprzednią edycją raportu, nie pogorszyły się.

W przypadku Produkcji najlepsze prognozy dotyczą działu „Produkcja urządzeń elektrycznych”. Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji

w analizowanym horyzoncie, są natomiast nadal sekcje: „Dobra związane z energią poza sekcją D i E” oraz „Produkcja wyrobów skórzanych”.

W Handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najlepsze perspektywy rozwojowe, odbiegające *in plus* od pozostałych działów, należy przypisać „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw” oraz „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie jest natomiast przewidywany w „Sprzedaży detalicznej paliw w wyspecjalizowanych sklepach”.

W Budownictwie bardzo wysokie poziomy dynamik wzrostu produkcji współwystępują ze znacznymi szansami tendencji spadkowej. Odzwierciedla to występowanie w ostatnim okresie bardzo wysokiej koniunktury w tej sekcji. Sytuacja tak w działach, jak i w całej sekcji, będzie się jednak pogarszać; z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik. Rozważane wskaźniki wskazują też, że w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie rozwijać się wolniej niż w pierwszym.

Dla zmiennych obserwowanych z częstotliwością kwartalną, tendencja centralna prognozy tempa wzrostu PKB wskazuje na utrzymanie się wysokiego (tj. zbliżonego do ostatnich odczytów) tempa wzrostu PKB w II kwartale 2019 r., a następnie systematyczne wyhamowanie, do wartości ok. 3% w ostatnim okresie horyzontu prognozy (tj. w drugim-trzecim kwartale 2020 roku), kiedy to wystąpi dolny punkt zwrotny w cyklu dynamiki PKB. Prognozy punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują wystąpienie górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB w trzecim kwartale 2018 r. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy są nieznacznie ujemne w ostatnim okresie predykcji. W przypadku prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym tempo wzrostu PKB w trzech kwartałach 2020 r. oscyluje w granicach 3,5%. Dla eksportu oba modele pokazują jego wysoką dynamikę w 2020 r., oscylującą wokół 8-9%.

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach nadal nie obserwujemy symptomów poważniejszego przegrzania rynków i związanych z tym baniek – ani aktywność inwestycyjna, ani przyrost kredytu nie są nadmierne. Solidne fundamenty makroekonomiczne lepiej też amortyzują negatywne skutki potencjalnych bankructw. Dane COFACE wskazują stabilizację liczby upadłości i restrukturyzacji w I półroczu 2019 r. w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Poprawę zanotowano w produkcji, budownictwie i usługach. Duży wzrost upadłości miał miejsce w handlu i transporcie. Według międzynarodowych prognoz Euler-Hermes nasz kraj charakteryzować może jednak jedna z wyższych dynamik upadłości w całym 2019 r. Gdyby ta prognoza miała się sprawdzić, oznaczałoby to wzrost zagrożenia upadłością w II połowie br. Powstaje zatem pytanie o jej przyczyny w sytuacji wprawdzie słabnącego, ale stopniowo i wciąż bardzo dobrego, wzrostu gospodarczego.

Część problemów tworzy tu – paradoksalnie – bardzo dobra koniunktura. W takich warunkach niektóre przedsiębiorstwa mają skłonność do podejmowania mniej ostrożnych decyzji, rozrzutnej gospodarki zasobami, angażowania nadmiernych kapitałów obrotowych etc. Może powodować to wzrost kosztów działalności, nadmierne straty, czy problemy z płynnością. Część z tych dolegliwości obserwowano w niektórych firmach bardzo przecież dynamicznie rozwijającego się Budownictwa. Zjawiska te nie ujawniłyby się w przypadku przedsiębiorstw silnych kapitałowo. Niestety, wrażliwość grup firm na taką sytuację dowodzi ich słabości w tym obszarze. W szczególności wyraźny wzrost skali działalności w naturalny sposób przekłada się na rosnący popyt na kapitał obrotowy. Jeśli firma nie posiada dostatecznych własnych środków i jednocześnie nie ma dostępu do finansowania zewnętrznego, taki rozwój łatwo może się przekształcić w scenariusz negatywny. Pewne problemy mogą wynikać z bardzo ostrej walki konkurencyjnej. To może być jedną z ważniejszych przyczyn upadłości w Handlu – szybki

wzrost popytu konsumentów niewątpliwie nasilił rywalizację o ich przejęcie. Tradycyjny konsument, choć to się stopniowo zmienia, wciąż „głosuje” przede wszystkim oczekiwaniem niskiej ceny. Sytuacji w Transporcie nie sprzyjają wysokie ceny paliw, na które nakładają się różne efekty regulacyjne w tym sektorze.

Mimo bardzo dobrej sytuacji makroekonomicznej *Raport Mikro* identyfikuje więc obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością, wynikającego m.in. z pogarszającej się sytuacji finansowej pewnych grup przedsiębiorstw. W dodatku obszary te mogą wskazywać, i często już wskazują, na pewne problemy strukturalne. Przedstawiając rezultaty tych analiz trzeba jednak podkreślić, że ze względu na ograniczony zakres sprawozdawczości F-01 GUS dla I kw. roku nowe wyniki będą tu prezentowane wyłącznie dla przedsiębiorstw dużych i średnich. Pozostałe wnioski (czyli wyniki dla firm małych oraz dla całej populacji) są repliką rezultatów poprzedniego *Raportu Mikro*.

Wykonane w komponentcie mikro 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. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak i – co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe zakreślają trend dalszego, choć słabego wzrostu zagrożenia.

Różnokierunkowo na powyższe ryzyko może – przynajmniej w krótszym horyzoncie – wpływać aktualna sytuacja finansowa sektora. W II p. 2018 r. wzrósł udział liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej średnioterminowo liczbie pracujących nie towarzyszy jednak adekwatny wzrost wydajności pracy – malała długoterminowo produktywność pracy. Przychody nie rosną w tempie wyższym niż koszty, co zawęziło pole wzrostu wyniku finansowego netto. Nieco maleje krótkoterminowo stopa wartości dodanej. Sukcesywnie przyrasta natomiast majątek ogółem i majątek trwałe; ten ostatni z mniejszą jednak intensywnością. Widoczną tendencją krótkoterminową jest poprawa struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, a cykl kapitału obrotowego netto uległ skróceniu. Płynność bieżąca, a zwłaszcza szybka, maleją; podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje wahania, w kierunku jej zmniejszania się. W mniejszym stopniu dotyczy to rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego.

Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w II p. 2018 r. charakteryzowało pogorszenie wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w I p. 2018 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). Na stopień zagrożenia upadłością analizowany w module mikro wpływ ma także ogólna kondycja gospodarki. Prognozy dla scenariusza neutralnego przewidują wzrost zagrożenia w I p. 2019 r. o +3,0% r/r, natomiast w II p. 2019 r. +2,0% r/r. Sytuację ocenia się ogólnie jako kontynuację umiarkowanej tendencji do wzrostu zagrożenia, po przekroczeniu poziomu wysokiego. Obecne osłabienie intensywności tego wzrostu jeszcze nie może być podstawą wniosku o dojściu do górnego punktu zwrotnego. Scenariusz pesymistyczny zakłada uzyskanie wyższych wartości, zakreślających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny (obniżenie zagrożenia poniżej poziomu wysokiego), wobec oczekiwanego spowolnienia rozwoju gospodarki w 2019 r. oraz utrzymywanie się kluczowych czynników ryzyka w działalności przedsiębiorstw, należy uznać za mniej prawdopodobny.

Stopień zagrożenia upadłością jest także w badanej populacji nierównomiernie rozłożony w poszczególnych grupach podmiotów, choć we wszystkich nastąpił wzrost zagrożenia upadłością.

Analizując sytuację w klasach wielkości można mianowicie stwierdzić, że w II p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały wzrost r/r stopnia zagrożenia. Spowodowane to było niekorzystną sytuacją w usługach. Prognozowana jest natomiast względna stabilizacja sytuacji w tej grupie w perspektywie 2019 roku. Także przedsiębiorstwa średnie w I kw. 2019 r. wykazały wzrost stopnia zagrożenia r/r. Ocena sytuacji uzasadnia podtrzymanie ostrzeżenia, głównie z powodu sytuacji w usługach. Oczekiwane jest w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. zwiększenie średniego rocznego stopnia zagrożenia. Również przedsiębiorstwa duże w I kw. 2019 r. odnotowały wzrost stopnia zagrożenia r/r, a jego poziom bliski już wysokiemu wykazuje długookresową tendencję wzrostu. Wzrost zagrożenia spowodowany jest niekorzystnymi zmianami w produkcji i – w mniejszym stopniu – w usługach. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do prognozy wysokiego stopnia zagrożenia. Oczekiwane jest także – w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. – niewielkie zwiększenie stopnia zagrożenia.

W ramach wiodących sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) widoczna w II p. 2018 r. poprawa sytuacji r/r nastąpiła tylko w budownictwie. W górnictwie i wydobywaniu wystąpił ponownie krótkookresowy wzrost zagrożenia. Brak też wiarygodnego scenariusza przyszłych zmian. W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię przewidujemy skokowy wzrost zagrożenia i przekroczenie poziomu wysokiego. Scenariusz neutralny zakłada częściowe wyhamowanie wzrostu zagrożenia. W przetwórstwie przemysłowym wzrosty zagrożenia będą miały natomiast niską dynamikę. Scenariusz neutralny zakłada krótkookresową stabilizację. W budownictwie scenariusz neutralny, pomimo zakładania dość znacznych wahań okresowych, wskazuje na krótkookresową poprawę. W transporcie i gospodarce magazynowej ostatni niekorzystny odczyt wpływa na pogorszenie prognoz, które dla scenariusza neutralnego przyjmują co najwyżej możliwą stabilizację. W informacji i komunikacji, która historycznie charakteryzowała się najniższym stopniem zagrożenia, ostatnie odczyty wskazują na krótkookresową stabilizację, kontynuowaną także w scenariuszu neutralnym.

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 w działach w poszczególnych klasach wielkości. W działach tych wystąpił bowiem ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością oraz ponadprzeciętna liczba pracujących (wzorzec I). Są to dla:

- przedsiębiorstw ogółem (II p. 2018 r.):
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
 - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
 - wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
 - wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
 - działalność pocztowa i kurierska (53),
 - działalność związana z zatrudnieniem (78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
 - działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (68);

- przedsiębiorstw małych (II p. 2018 r.):
 - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
 - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);

- przedsiębiorstw średnich (I p. 2019 r.):
 - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
 - handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
 - działalność związana z zatrudnieniem (78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52);

- dla przedsiębiorstw dużych (I p. 2019 r.):
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
 - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
 - wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
 - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
 - produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nieskasyfikowana (28),
 - działalność związana z zatrudnieniem (78),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
 - działalność detektywistyczna i ochroniarska (80).

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 potencjalnie istotnych, z punktu widzenia polityki gospodarczej, przekrojach. Jego podstawą są finalne wyniki analiz, wnioski i rekomendacje, szerzej omawiane w:

- *X Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent makroekonomiczny*⁷,
- *X Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent mikroekonomiczny*⁸.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15⁹.

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 ekonomiczna¹⁰ (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 (44 789 podmiotów ogółem

⁷ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

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

⁹ I szczegółowo tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

¹⁰ 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.

w II p. 2018 r., w tym: 28 108 małych oraz 13 304 średnich i 3 377 dużych). Próba dla I kw. 2019 r. składała się z 11 629 firm średnich oraz 3 306 przedsiębiorstw dużych.

W opracowaniu przyjęto – zgodnie 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. 2018 r. dla pełnej zbiorowości i firm oraz I kw. 2019 r. dla przedsiębiorstw średnich i dużych¹¹. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do I kw. 2019 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do kwietnia 2019 r. dla działów produkcji oraz do maja 2019 r. dla agregatów. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 15 lipca 2019 r. (dla danych miesięcznych) i I kw. 2019 r. dla większości 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 były 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 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.

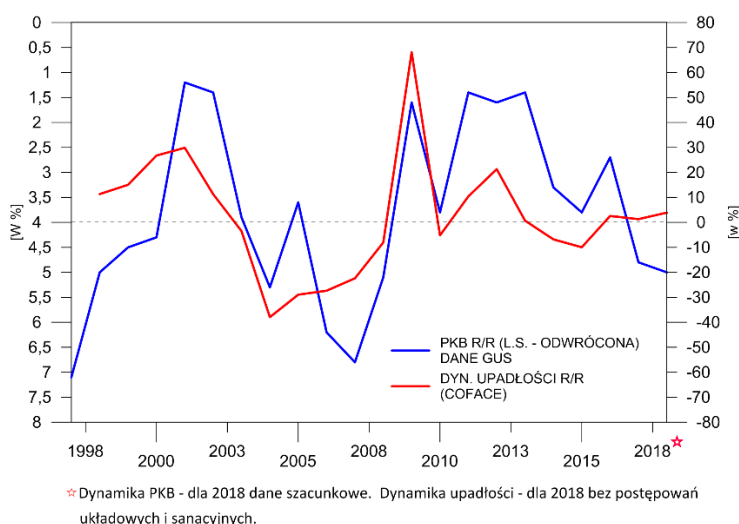
¹¹ Dane F-01 GUS w przypadku kwartałów parzystych obejmują jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie.

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. takie czynniki, jak: 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.

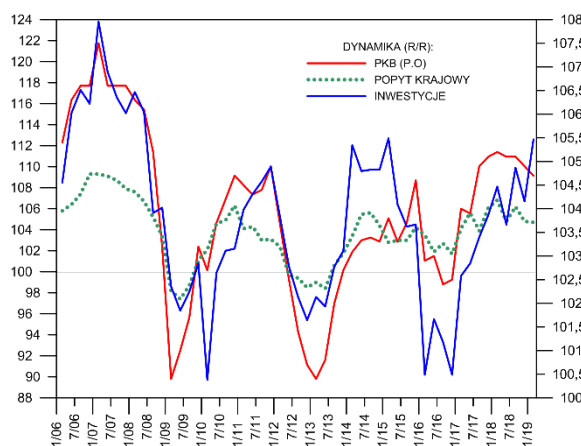
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Mimo symptomów lekkiego słabnięcia trwa okres wysokiej dynamiki wzrostu naszej gospodarki – według wstępnych szacunków GUS dynamika PKB Polski w I kw. 2019 r. była podobna jak w poprzednim, i wyniosła ok. 4,7% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – tak jak w okresie ostatnich dwudziestu jeden kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 4,1% r/r – co jest jednak odczytem niższym niż w poprzednim kwartale). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,5% r/r, przy czym wyraźnie wolniej w sektorze gospodarstw domowych (4,0% r/r) niż w sektorze publicznym (5,3% r/r).

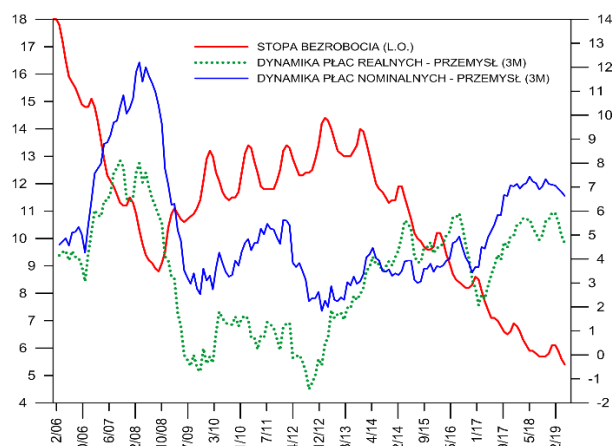
Rezultaty I kw. 2019 r. sygnalizują bardzo wyraźną poprawę aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe (s.a.) wzrosły bowiem o 11,0% r/r – i jest to jedna z najwyższych dynamik po 2015 r. Wprawdzie na ostateczną ocenę poziomu aktywności inwestycyjnej trzeba jeszcze poczekać – ich dynamika w ostatnich kwartałach była wcześniej dosyć różnokierunkowo zmienna i średnio nie

najwyższa – ale rekordowy ostatnio wzrost nakładów dużych przedsiębiorstw (o ok. 22%), występujący w wielu branżach i w dużym stopniu zaangażowany w wydatki na budynki i budowlę może sugerować, że nie będzie to zjawisko jednorazowe. Hipotezę taką wspiera także wysoka dynamika sprzedaży dóbr inwestycyjnych – najwyższa od początku 2018 r. Oczekiwania te może nieco korygować w dół wysoka niepewność otoczenia naszej gospodarki i słabnący optymizm firm. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu negatywny i widoczny był natomiast wkład zapasów (-1,1 p.p.).

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

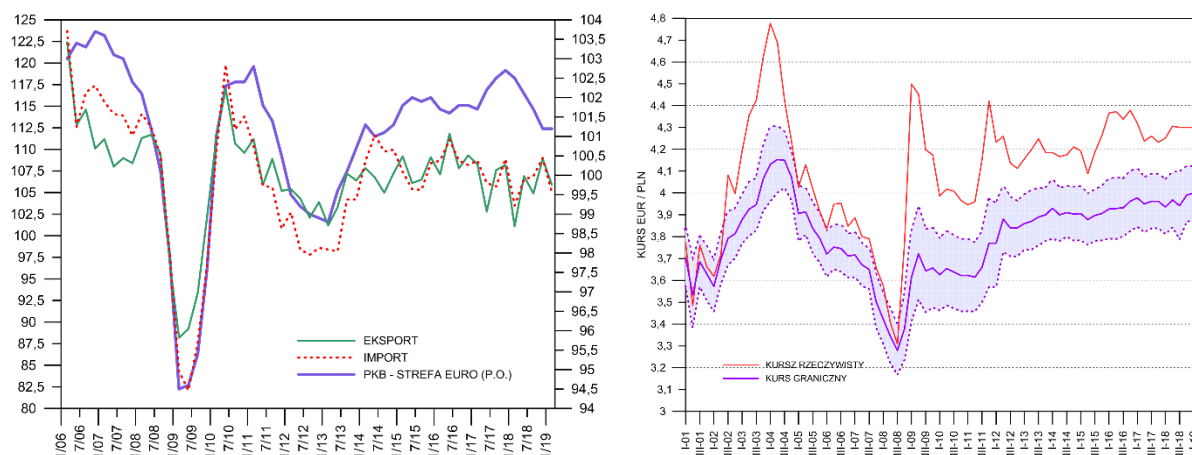


Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)



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.

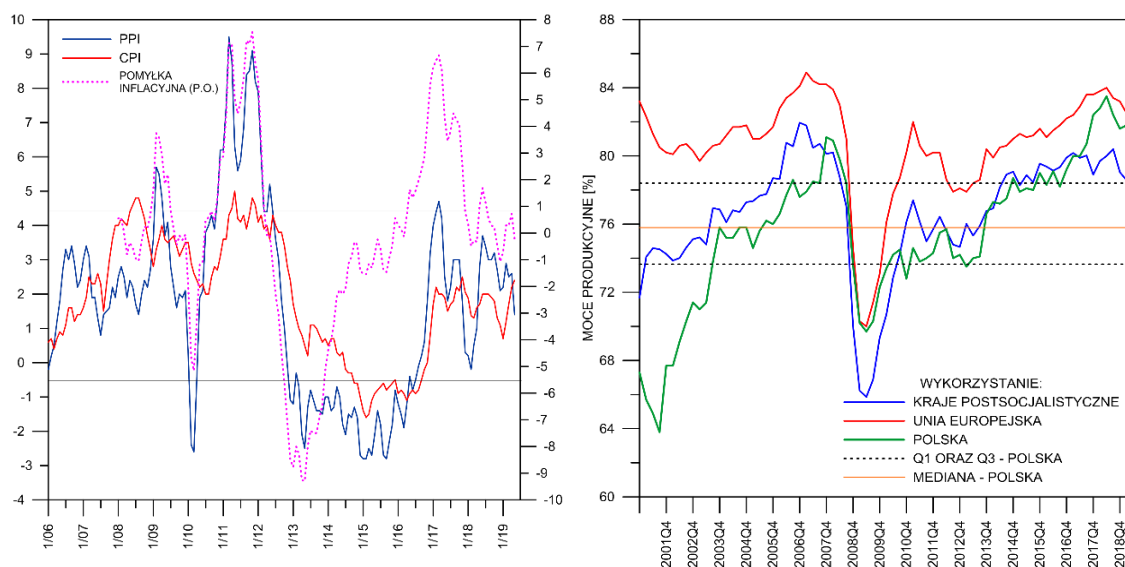
W IV kw. 2018 r. dodatnia okazała się natomiast kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB (0,7 p.p.). W okresie tym eksport wzrósł widocznie o 5,9 % r/r, a import – o 5,0% r/r. i była to najniższa dynamika tej kategorii od I kw. 2016 r.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że solidne – i dość podobne – tempo wzrostu PKB utrzymało się również w II kw. 2019 r. Od strony popytowej świadczyć o tym może m.in.: bardzo niskie i spadające bezrobocie, czy nadal wysoka dynamika wynagrodzeń w przemyśle. Solidnie rosły też zamówienia w tym dziale. Poprawiły się i tak już rekordowo dobre nastroje konsumentów.

Wprawdzie dane miesięczne wskazują na prawdopodobnie równie wysoki wzrost PKB w II kw. 2019 r., istnieje jednak kilka wskaźników, które mogą potwierdzać kontynuację fazy lekkiego wyhamowania

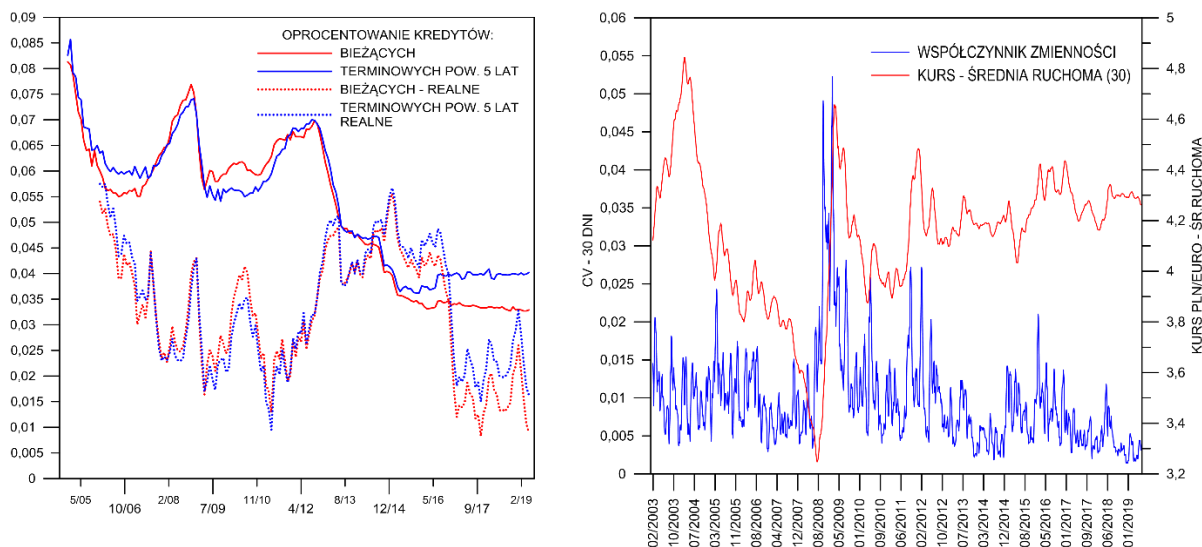
koniunktury. Wprawdzie nadal wysoka jest aktywność budownictwa, zazwyczaj silnie przekładająca się na ogólną kondycję gospodarek, ale nieco niższa niż w poprzednich czterech miesiącach. Silna pozostaje też dynamika sprzedaży detalicznej, ale także i tu odczyt majowy był niższy niż przed miesiącem. Nadal poniżej 50 p są odczyty wskaźnika PMI (choć na dobrym poziomie ukształtowała się produkcja sprzedana przemysłu). Roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal jest wysoka, spadała w kwietniu i maju, kształtując się poniżej poziomu 3% r/r. Pozostaje jednak pytanie, czy wynik ten wskazuje bardziej na przybliżenie się gospodarki do bariery podaży pracy, czy na lekki spadek popytu na ten czynnik produkcji.

Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz moce produkcyjne (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.

Ponieważ obecna nadal wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego jest w części efektem mnożnikowym programu 500+ warto także przypomnieć, że w świetle doświadczeń międzynarodowych maksymalne skutki takich działań ujawniają się zwykle w drugim roku od ich wprowadzenia. Apogeum efektów tego programu mamy więc za sobą. Proces wygaszania wpływu tego programu będzie jednak zapewne częściowo kompensowany skutkami wprowadzenia programu

tzw. Piątki Kaczyńskiego. Nie jest natomiast pewne, czy program ten zadziała podobnie jak wcześniejszy 500+; zwłaszcza na import i konsumpcję gospodarstw domowych. O ile bowiem pierwszy z tych programów w dużym stopniu redukując problem biedy tworzył impulsy popytowe często na dobra podstawowe, zwykle produkowane w kraju, o tyle 500+ na pierwsze dziecko może zwiększać konsumpcję dóbr wyższego rzędu, także importowanych (samochody, AGD etc.). Może on także wyraźnie zwiększać popyt na rynku mieszkaniowym, już widoczny w postaci przyspieszonego wzrostu cen w tym obszarze. Analizując efekty popytowe tego programu warto jednak pamiętać, że nie działa on jedynie „mnożnikowo”. Ma bowiem duży wpływ na nastroje konsumentów, skłonność do zakupów, wzrost poczucia stabilizacji – w przeciwieństwie do dochodów z pracy nie jest on obciążony ryzykiem. Czynniki te mogą więc głębiej zmieniać „pro-popytowo” zachowania konsumentów.

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.

Wydaje się, że zdecydowanie bardziej pozytywne – niż we wcześniejszych Raportach – powinny być oczekiwania odnośnie przyszłej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Analizując tę kwestię należy oczywiście pamiętać, że we współczesnych gospodarkach własność środków trwałych często zastępowana jest ich wypożyczaniem (leasing) czy współdzieleniem – są to pozycje niejednokrotnie nieoszacowywane w bilansach firm. Korygować w dół prognozy inwestycji może też fakt, że wykorzystanie mocy produkcyjnych kształtuje się widocznie poniżej niedawnych maksimów. Pamiętajmy jednak, że wciąż jest ono w polskiej gospodarce bardzo wysokie (Rysunek 5). Często, w kontekście oceny aktywności inwestycyjnej, przywołuje się także argument o występowaniu luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce argumentując jednocześnie, że dane za 2018 r. nie wskazują, by mogła być ona zbyt duża. Także w dłuższym horyzoncie (Rysunek 9) wzrost inwestycji w Polsce był wyraźnie wyższy niż w krajach postsocjalistycznych czy całej UE, a dane za 2018 r. nie tylko nie zmieniły tej relacji, ale nawet ją wzmocniły. Również badania EBI¹² nie potwierdziły istnienia tej luki w formie „ekstensywnej”¹³ (Rysunek 10). Powyższe czynniki mogą więc potencjalnie przemawiać za relatywnie niższą aktywnością inwestycyjną firm w Polsce. Rozważmy więc elementy ewidentnie działające proinwestycyjnie.

Przede wszystkim trzeba podkreślić, że krajowe ryzyko makroekonomiczne nadal jest relatywnie dość niskie i nie powinno być czynnikiem istotnie zniechęcającym rodzimych inwestorów. W szczególności takie indykatory jak: względnie niski i spadający poziom rentowności polskich obligacji długookresowych, niskie i nawet lekko malejące w dłuższym horyzoncie nominalne stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, czy bardzo dobre bieżące wyniki budżetu są raczej pozytywnie oceniane przez przedsiębiorców (Rysunek 6, Rysunek 7). Z drugiej nie można nie zauważyć, że w ostatnim okresie niektóre krajowe indeksy ryzyka zauważalnie rosną (Rysunek 11). Nieco gorsze niż w poprzednich kwartałach, choć nadal bardzo dobre, są też nastroje i oczekiwania przedsiębiorców (Rysunek 14, Rysunek 15).

Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają też wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (Rysunek 6). W warunkach znajdującej się w dopuszczalnym paśmie wahań inflacji można przypuszczać, że stopy te będą stabilne także i w kolejnych kwartałach. Jednocześnie, ze względu na przyspieszenie inflacji,

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.

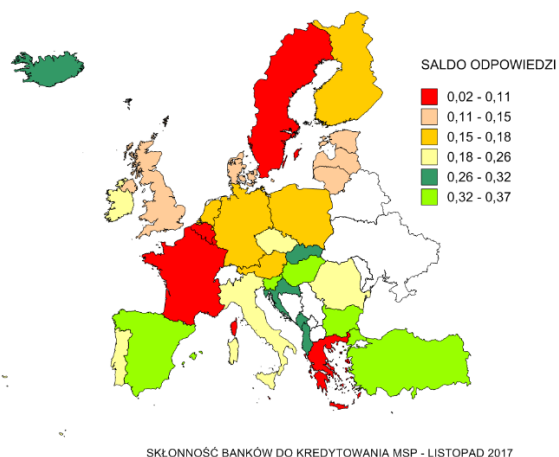
stopy procentowe wykazują zauważalny spadek w wymiarze realnym. Poziom dostępności kredytu dla sektora MSP również można uznać za zadawalający, choć w świetle *Sytuacji na rynku kredytowym – II kw. 2019 r.* NBP w I kw. br. nastąpiło wyraźniejsze zaostrzenie kryteriów (po raz pierwszy od 2014 r.), które będzie prawdopodobnie kontynuowane w II kw. 2019 r.

Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



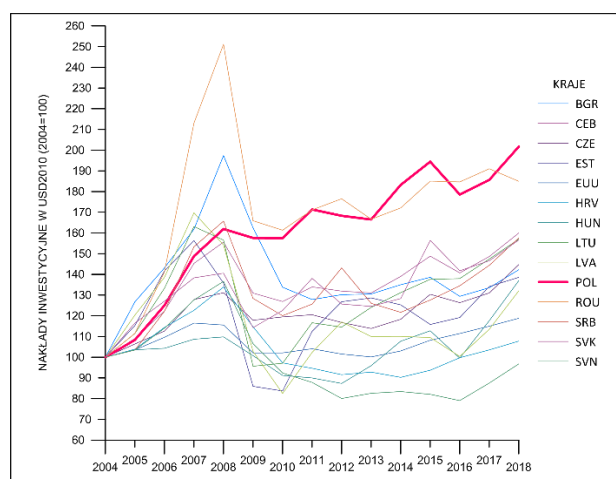
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych.

Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP



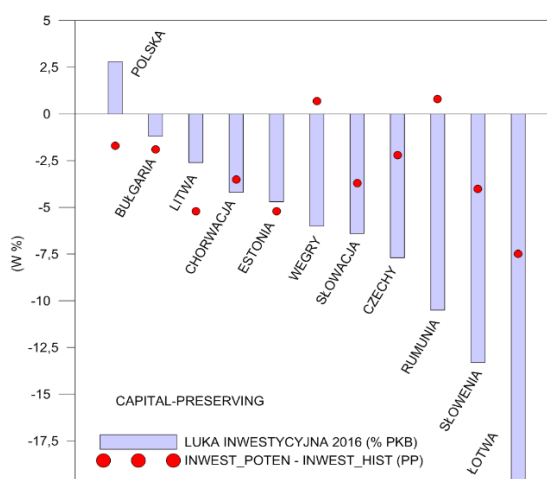
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych SAFE – ECB.

Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-18 (ceny 2010 r.)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego.

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



Źródło: Zestawienie na podstawie danych EIB.

Oceniając perspektywy wzrostu inwestycji należy też zwrócić uwagę na czynniki, które mają charakter „kumulacyjny”, niekoniecznie związany z bieżącą, czy nawet przyszłą aktywnością gospodarczą, a raczej z nawarstwianiem się pewnych procesów w przeszłości. Zauważmy przede wszystkim, że w Polsce przez długi okres utrzymywała się wysoka dynamika spożycia, a Piątka Kaczyńskiego wskazuje na kontynuację tej sytuacji w przyszłości. O ile wzrosty produkcji wymagają głównie nakładów na maszyny i urządzenia, to wysoki poziom produkcji, będący efektem jej wieloletniego dużego wzrostu rodzi dodatkowe potrzeby inwestycyjne – w zakresie powierzchni produkcyjnej, obiektów

magazynowych, logistycznych etc. Konieczność wykonania tych inwestycji wynika nie tyle z impulsów strumieniowych (wzrost produkcji), a zasobowych (poziom produkcji). Jest prawdopodobne, że po dłuższym okresie wzrostu gospodarki mamy właśnie taką sytuację i inwestycje w strukturę produkcyjną właśnie ruszają. Mogą być one stosunkowo mało wrażliwe od bieżącej koniunktury – o ile nie przewiduje się – a dostępne prognozy w horyzoncie RŁ tego nie przewidują – głębokiego załamania aktywności produkcyjnej.

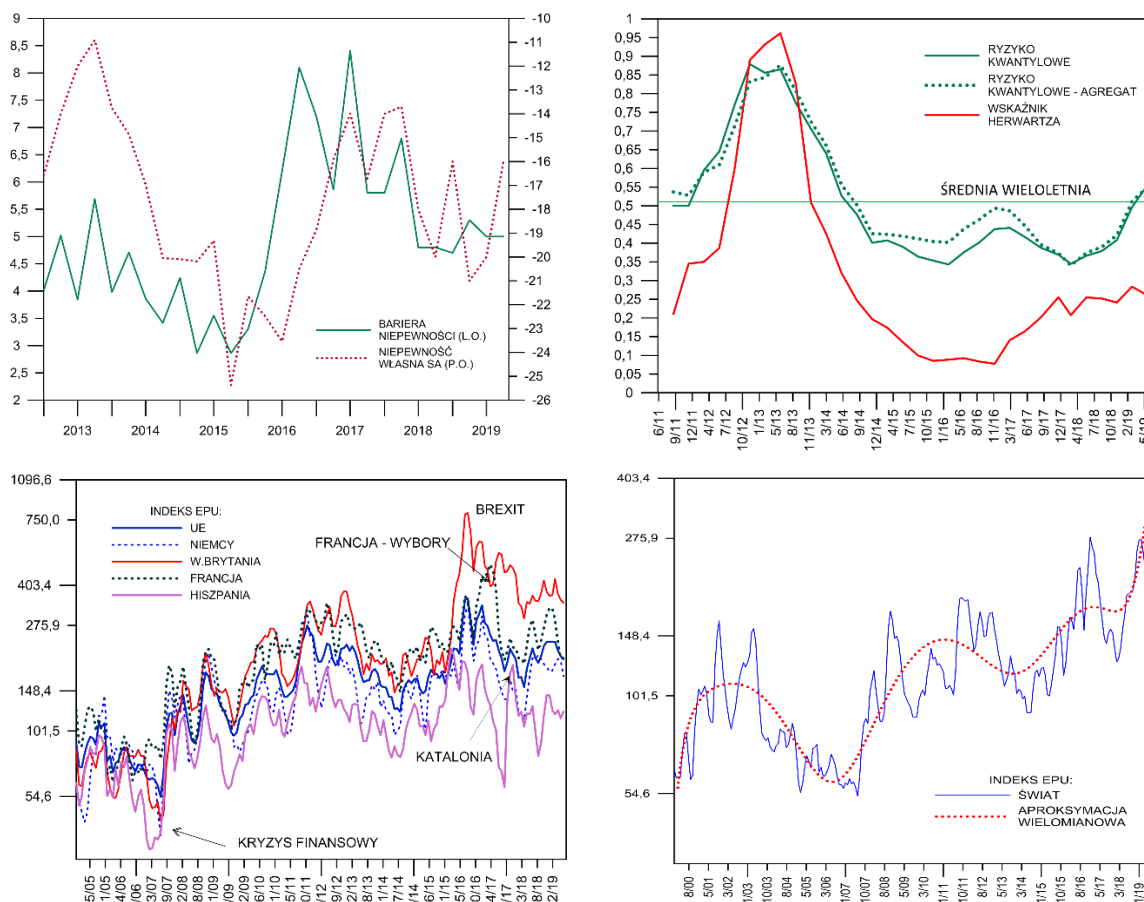
Drugim „odłożonym” czynnikiem aktywności inwestycyjnej może być problem „intensywnej” luki inwestycyjnej tzn. konieczności zmiany nie tyle wielkości (luka ekstensywna), co struktury i produktywności majątku trwałego. Ze względu na m.in. sytuację demograficzną Polski obecna sytuacji na rynku pracy wydaje się dość trwała – płace prawdopodobnie będą nadal rosły, tak jak i niedobory pewnego typu pracowników. Oba te elementy, tak jak wysokie prawdopodobieństwo sekularnego wzrostu kosztów niektórych innych czynników produkcji (energii, ropy naftowej etc.), wymagają działań unowocześniających majątek produkcyjny, automatyzacji etc. W Polsce aktywność inwestycyjna w tym obszarze przez dłuższy czas nie była specjalnie duża i obecnie może być już niezbędna.

Reasumując, klimat dla wyższej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w Polsce jest dość korzystny, zwłaszcza w przypadku projektów realizujących potrzeby w zakresie „czynników zasobowych”. Ze względu na przewidywane osłabienie koniunktury, w tym w gospodarce światowej, mniejszy może być natomiast popyt inwestycyjny wynikający z „czynników strumieniowych”. Łączna aktywność inwestycyjna może więc kształtować się na dobrym, ale raczej stabilnym, a może nawet nieco słabnącym, poziomie.

Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu elementów – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że problemem może być osłabienie wzrostu w niektórych krajach europejskich, w tym u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Zamówienia w niemieckim przemyśle w maju były o niemal 9% niższe, m.in. ze względu na wyraźny spadek zamówień zagranicznych, niż przed rokiem i był to najgorszy odczyt od 2009 r. Istotne znaczenie ma tu kryzys w globalnej branży motoryzacyjnej. Ocena wpływu sytuacji w Niemczech na naszą aktywność eksportową powinna być jednak ostrożna. Polskie firmy pokazały bowiem po raz kolejny swoją elastyczność – polski eksport do krajów spoza UE wzrósł bowiem w maju o ponad 8% r/r (głównie do Chin i USA).

Powstaje oczywiście pytanie, jak równolegle będzie kształtował się polski import. Przede wszystkim stymulująco na jego dynamikę mogą oddziaływać inwestycje. Ze względu na wyraźne ich przyspieszenie w I kw. br. i przewidywaną relatywnie wysoką aktywność inwestycyjną w przyszłości – czynnik ten może istotnie stymulować import w dłuższym okresie czasu. Można przypuszczać, że w kierunku wzrostu importu będzie też działał impuls fiskalny, związany z tzw. Piątką Kaczyńskiego – część popytu gospodarstw domowych może skierować się na rynek dóbr i usług importowanych. Reasumując, prawdopodobne jest, że w bliższym horyzoncie kontrybucja eksportu netto do PKB okaże się ujemna, choć scenariusz taki jest obarczony niepewnością. Bilans ryzyk jest tu jednak raczej „w dół” – sytuacja w gospodarce światowej może okazać się gorsza (np. prawdopodobieństwo recesji w USA bywa obecnie oceniane na 60%) i możliwości naszego eksportu słabsze. Ryzyko to jest też wyraźnie widoczne w modelowych prognozach *Raportu Makro*.

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)



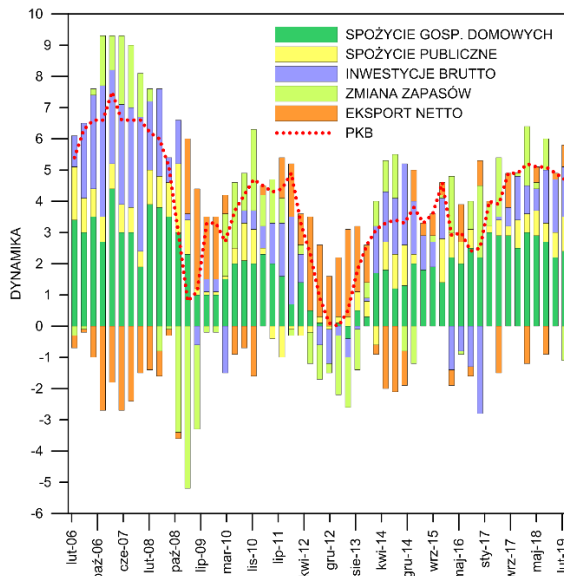
Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo wysokiej dynamiki wzrostu, gospodarka ta wciąż znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. W warunkach dość wysokiej dynamiki płac realnych oraz niskiej stopy bezrobocia inflacja – pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, w tym popytu krajowego – znajduje się w paśmie odchyień. Choć poziom stóp procentowych jest relatywnie niski, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych są zbliżone do dynamiki nominalnego wzrostu PKB. Nie ma tu więc symptomów powstawania tzw. baniek kredytowych. Rosną jednak indeksy niepewności w populacji polskich przedsiębiorstw.

Bardzo korzystne wyniki gospodarcze powodują, że wcześniejsze prognozy wzrostu w Polsce na lata 2018-19 są przeważnie nadal korygowane w górę (por. tab. 1). W szczególności poza dyskusją jest – zbliżona do poziomu ok. 5% r/r – dynamika PKB za 2018 r. Większość z prognoz przewiduje jednak niższe – od wyniku ubiegłorocznego – tempo wzrostu PKB w 2019 r.; nawet o nieco ponad 1 pp. Oczekuje się też, że dynamika PKB Polski w 2020 r. będzie niższa niż w 2019 r. i wyraźnie niższa od szacunków dla 2018 r. Gdyby prognozy te sprawdziły się, oznaczałoby to zatem, że w 2018 r. wystąpiło w naszym kraju maksimum cyklu koniunkturalnego.

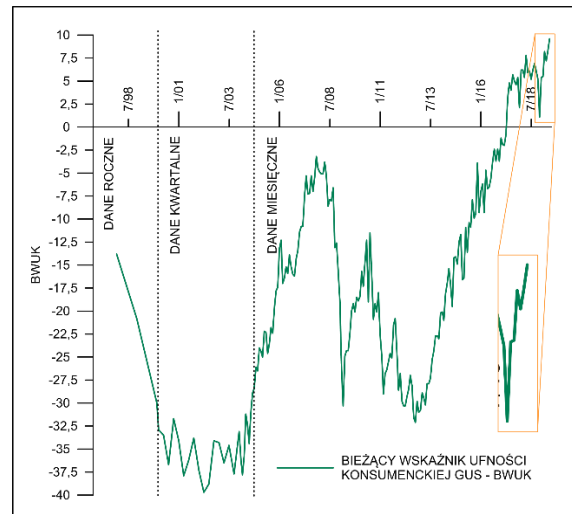
¹⁴ Opis konstrukcji wskaźnika Herwartz znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce

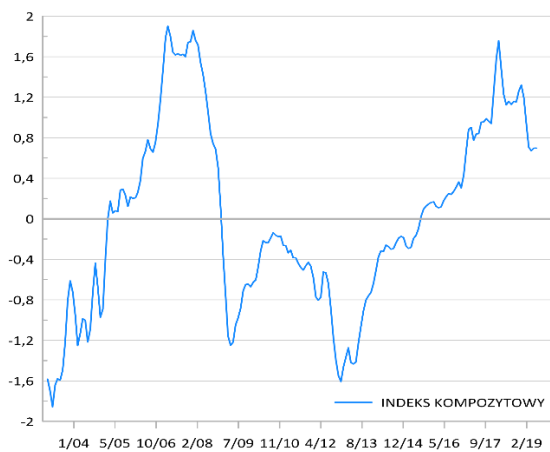


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS

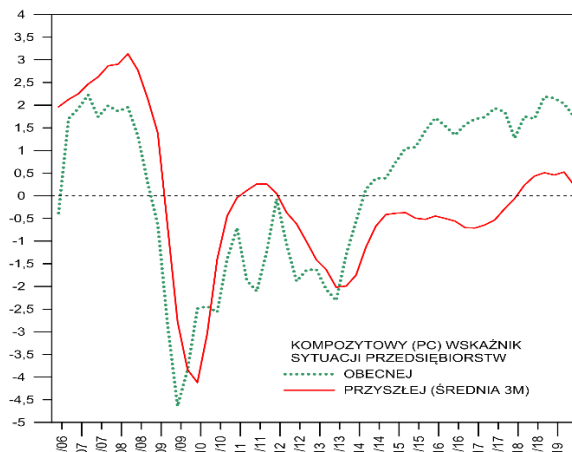


Rysunek 14 Kompozytowy indeks koniunktury GUS



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz Szybkiego Monitoringu NBP. KIP_SM_NBP jest obliczony metodą CF na odsezonowanych danych prognostycznych SM NBP.

Rysunek 15 Kompozytowy indeks bieżącej i prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)



Aktualizacja prognoz wskazuje jeszcze na trzy ważne uwarunkowania sytuacji makroekonomicznej. Po pierwsze, ponad połowa prognoz na ten rok przekracza 4% wzrostu PKB (r/r), a 80% jest nie niższa od 4%. Po drugie, zgodnie z tymi scenariuszami osłabienie obecnego tempa wzrostu będzie gradualne. Po trzecie, żadna z prognoz nie przewiduje zejścia dynamiki wzrostu w 2020 r. poniżej 3,0%, a 60% tych przewidywań lokuje dynamikę naszego wzrostu w tym roku w pobliżu potencjału. Można to więc podsumować tak, że słabnące tempo wzrostu polskiej gospodarki nie tylko powinno przekładać się *per se* na wzrost zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w horyzoncie do 2020 r., ale nawet redukować to zagrożenie – ze względu na bliskość tych dynamik do potencjału.

Powyższa hipoteza jest wysoce prawdopodobna. Powstają tu jednak, ze względu na obserwowane prawidłowości w danych, pewne znaki zapytania. Szczegółowo i modelowo odpowiada na to pytanie *Raport Mikro*. Tu warto jednak zwrócić uwagę na pewne niezmiennie uwarunkowania jakościowe.

Warto przede wszystkim zauważyć, że wysoka dynamika PKB zazwyczaj sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Dokumentują to zarówno dane krajowe (Rysunek 1), jak i międzynarodowe (Rysunek 40). W Polsce w latach 2016-18 raczej nie obserwowano jednak tej zależności. Powstaje więc pytanie o przyczyny tego paradoksu.

Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-20 (w % r/r)

ŹRÓDŁO PROGNOZY	2018	2019	2020
Narodowy Bank Polski – NECMOD	5,1	4,5	3,7
Narodowy Bank Polski – Ankieta Makroekonomiczna ^{1/}	4,8	4,5	3,7
RM RP – Wieloletni plan finansowy państwa 2017-20	5,1	4,0	3,7
BS / Global Economic Prospects	5,0	4,0	3,6
MFW / World Economic Outlook	5,1	3,8	3,1
Komisja Europejska	4,8	4,2	3,6
OECD	5,2	4,0	3,3
Fitch	5,1	4,2	3,5
Standard&Poor's		3,9	3,1
Moody's	5,0	4,2	3,4

1/ Mediana

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

Wydaje się, że nadal ważne są tu cztery czynniki. Po pierwsze, zmiany w prawie upadłościowym, w tym wprowadzenie procedur sanacyjnych i uelastycznienie pozostałych rozwiązań. Zwiększa to zainteresowanie zarówno wierzycieli, jak i dłużników tego typu postępowaniami. Trzeba jednak podkreślić, że oddziaływanie tego czynnika będzie słabło i obecnie prawdopodobnie ten mechanizm nie jest już zbyt istotny. Po drugie, mimo generalnie ujemnej zależności koniunktury i stopy upadłości warto wciąż pamiętać, że długi okres dynamicznego wzrostu może prowadzić do nadmiernego optymizmu podmiotów gospodarczych, w tym przedsiębiorstw niefinansowych. W Polsce dotychczas nie przejawiał się on jednak w częstym, w takiej sytuacji, zjawisku boomu inwestycyjnego. Obserwowany obecnie wzrost aktywności inwestycyjnej, bez symptomów globalnego przegrzania (choć w niektórych branżach temperatura wydaje się podwyższona), może jednak zwiększyć ryzyko upadłości. Działać tak może też dobra sytuacja gospodarcza, która jest w stanie „usypiać czujność” przedsiębiorstw i prowadzić np. do zbyt niskich nakładów na przedsięwzięcia innowacyjno-rozwojowe, racjonalizację kosztów i inne działania zabezpieczające, niezbędne w sytuacji pojawienia się w przyszłości negatywnych szoków gospodarczych. Niesatysfakcjonującą aktywność firm w tym obszarze wyraziście dokumentuje najnowszy *Raport Makro*. Widać to też, do pewnego stopnia, w danych dotyczących efektywności sektora przedsiębiorstw – jego kondycję w bardzo dobrym otoczeniu makroekonomicznym można oceniać jedynie jako przeciętną, a np. rentowność wyraźnie i długookresowo niższą niż w wielu krajach rozwiniętych o niższym tempie wzrostu. Po trzecie, kolejnym paradoksalnym skutkiem dłuższego okresu wzrostu gospodarczego, zwiększającym zagrożenie upadłością, nadal jest sytuacja na rynku pracy. Jeśli prowadzi ona do sekularnego wzrostu płac, to po pewnym czasie – o ile przedsiębiorstwo nie poradzi sobie z poprawą wydajności – następuje wzrost kosztów wytwarzania, spadek marż i pogarszanie się innych elementów sytuacji finansowej tych podmiotów. Wprawdzie obecnie w sektorze przedsiębiorstw poprawia się relacja między wzrostem płac a wzrostem wydajności pracy, wciąż jest ona – z tego punktu widzenia – niekorzystna. Nakładają się na to – ze względu na sytuację globalną i inne źródła presji kosztowej – głównie wzrost cen nośników energii (np. silny wzrost cen ropy naftowej obserwujemy od końca 2018 r., a na rynku tym panuje bardzo duża niepewność, wynikająca m.in. z napiętej sytuacji wokół Iranu czy Wenezueli). W efekcie, w polskich przedsiębiorstwach od pewnego czasu obserwujemy wyższą dynamikę kosztów niż przychodów, choć dysproporcja ta zmniejsza się. Kolejnym elementem wydaje się być tu kwestia niskiej siły kapitałowej wielu polskich firm. Przedsiębiorstwa takie niejednokrotnie łatwo stają się ofiarą

własnego sukcesu – gdy nie mają środków obrotowych czy inwestycyjnych, niezbędnych do finansowania rosnącej skali działalności. Wreszcie wspomnieć trzeba o skutkach działań regulacyjnych – w kraju i zagranicą. Mowa tu m.in. o zmianach w zakresie świadczenia usług handlowych, czy transportowych.

Reasumując, powyższe mechanizmy sugerują, że pewien spadek dynamiki wzrostu może zadziałać „lecniczo” na zagrożenie upadłością – m.in. tam, gdzie szybki rozwój generuje i bariery finansowania. Oczywiście działa to tak długo, jak długo spadek dynamiki PKB ma charakter korekty, a nie zmiany trendu. Zarówno w świetle zewnętrznych prognoz PKB, jak i wyników *Raportu Makro* taka korzystna sytuacja zapewne właśnie wystąpi w najbliższych kilku kwartałach w Polsce.

1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Niejednoznaczne są przewidywania co do perspektyw gospodarki światowej. Dominują jednak oczekiwania jej spowolnienia w 2019 r. (por. Rysunek 18, Rysunek 19). Najnowsze, czerwcowe, wyniki Banku Światowego wskazują na możliwość spadku tej dynamiki do ok. 2,6% w 2019 r. Oznacza to raczej wyraźną korektę w dół wcześniejszych przewidywań tej organizacji – o 0,3 pp. W latach 2020-21 tempo to miałyby być zbliżone, przyspieszając do jedynie 2,8%. Także OECD nieco w dół skorygowało większość prognoz na lata 2019-20, choć od marca br. brak ich nowszej aktualizacji. Dość duża jest w dodatku wariancja prognoz tempa jej wzrostu.

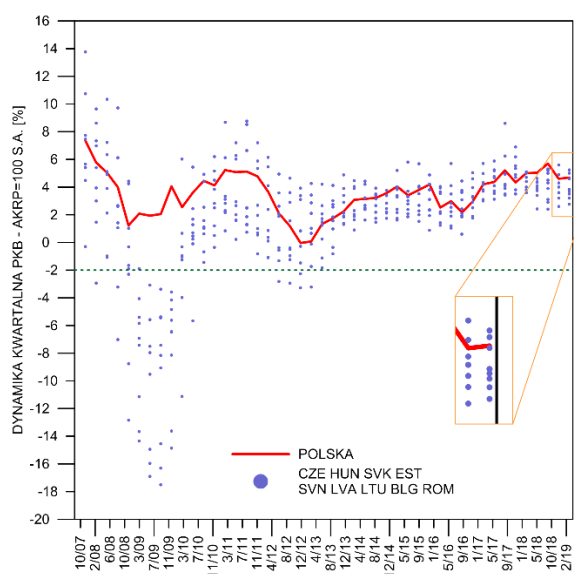
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %)

	2018	2019 F	2020 F
Świat	3,6	3,3	3,4
Gospodarki rozwinięte/G20	3,8	3,5	3,7
Strefa euro	1,8	1,0	1,2
Niemcy	1,4	0,7	1,1
USA	2,9	2,6	2,2
Gospodarki wschodzące	5,2	4,9	5,2
OECD	2,4	2,1	1,9
Chiny	6,6	6,2	6,0

Źródło: Zestawienie na podstawie: OECD Interim Outlook Forecasts March 2019/September 2018.

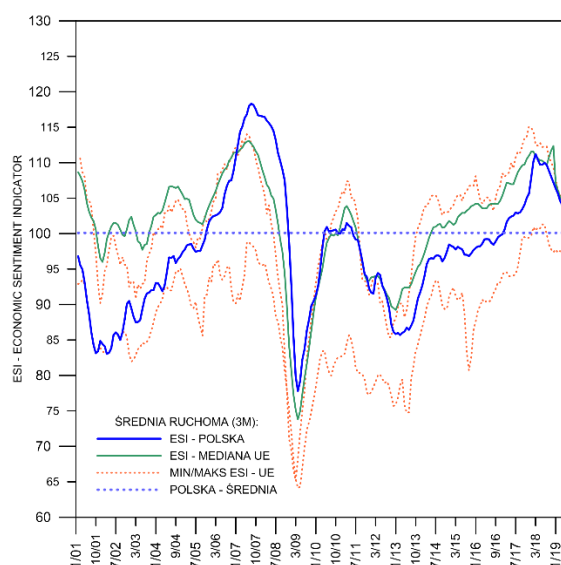
Mieszane są poglądy nt. perspektyw gospodarki amerykańskiej, przy czym niektóre ośrodki oceniają prawdopodobieństwo recesji aż na 60%. Dość słabe są prognozy sytuacji w gospodarce chińskiej. Niejasna jest też najbliższa przyszłość gospodarki niemieckiej. W tej ostatniej istotnym źródłem problemów mogą być m.in. zawirowania na globalnym rynku motoryzacyjnym. Wprawdzie wydaje się, że tzw. wojna handlowa pomiędzy USA i Chinami nieco zelżała po szczycie G20, istnieją jednak obawy, iż w nowej odsłonie obejmie ona część wymiany pomiędzy USA a Niemcami. Nierozwiązanym problemem Europy pozostaje Brexit. Wszystkie te czynniki powodują, że poziom niepewności w gospodarce światowej, choć lekko spadający w czerwcu, wciąż jest niemal rekordowo wysoki.

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



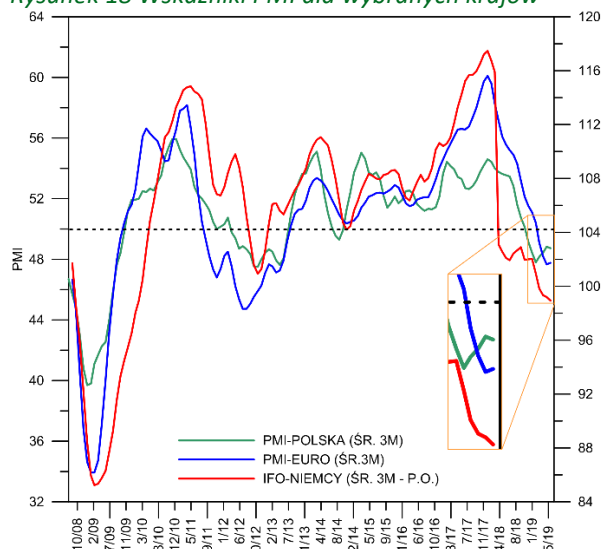
Źródło: Zestawienie na podstawie danych IMF.

Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI



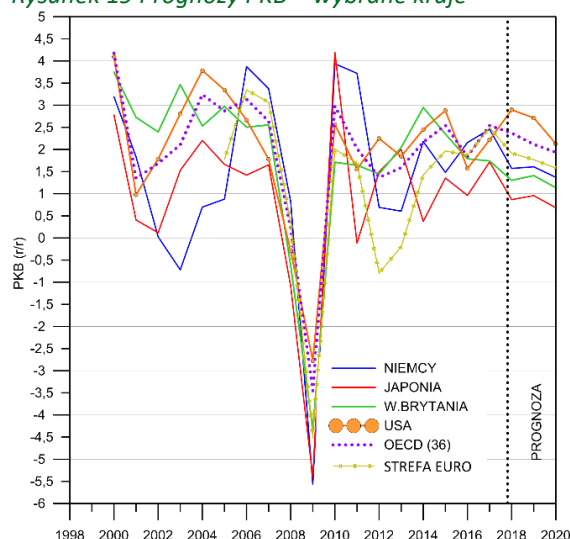
Źródło: Zestawienie na podstawie danych Eurostatu.

Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



Źródło: Zestawienie na podstawie: Bankier.pl oraz IHS Markit, OECD.

Rysunek 19 Prognozy PKB – wybrane kraje



Od pewnego czasu utrzymuje się kilka stałych przyczyn, dla których w nadchodzących latach rozwój części krajów może zostać spowolniony. Po pierwsze, wciąż niestabilny jest klimat polityczny w niektórych obszarach świata. Niepokoić może m.in. sytuacja Iranu i Wenezueli. Po drugie, trudno obecnie przewidzieć, na ile poważne będą konsekwencje problemów w relacjach gospodarczych i politycznych pomiędzy USA i Chinami. Aktualnie obserwujemy fazę pewnego łagodzenia napięć gospodarczych pomiędzy tymi krajami. Nie wiadomo, na ile ta tendencja będzie trwała. Po trzecie, problem Brexitu wciąż nie został rozwiązany, a tylko przesunięty w czasie. Nie ma zatem zbyt wielu konkretnych decyzji o potencjalnie istotnych skutkach ekonomicznych. Rośnie więc groźba tzw. twardego wariantu tej operacji pod koniec tego roku. Wyraźnie stymulująco może natomiast działać fakt, że część wiodących banków centralnych, w tym FED, zdaje się, przynajmniej częściowo, wracać do luźniejszej polityki pieniężnej.

Trzeba natomiast podkreślić, że na tle UE i europejskich krajów postsocjalistycznych, polska gospodarka rozwija się nadal bardzo dynamicznie i jest obecnie wiceliderem w tej grupie.

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 niezmiennie sugerują występowanie trzech kolejnych (istotnych ze statystycznego punktu widzenia) długości cyklu dla indeksu produkcji przemysłowej: cyklu o estymowanej długości ok. 2 lata, cyklu o estymowanej długości ok. 3,5 roku oraz cyklu o estymowanej długości ok. 6-7 lat.

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 ($\lambda=5500$, $\lambda=12000$, $\lambda=32000$, $\lambda=55000$). 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

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*.

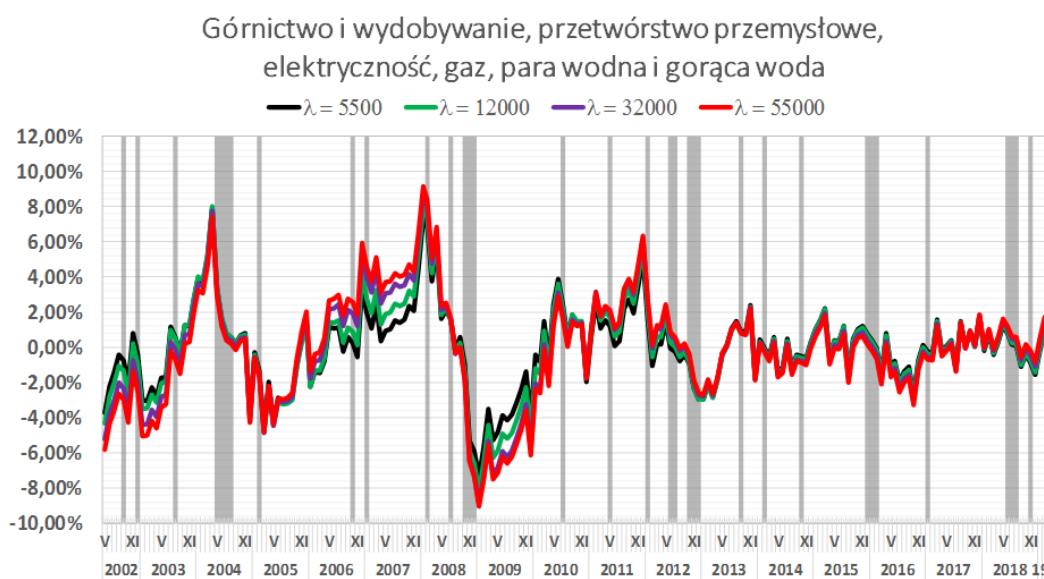
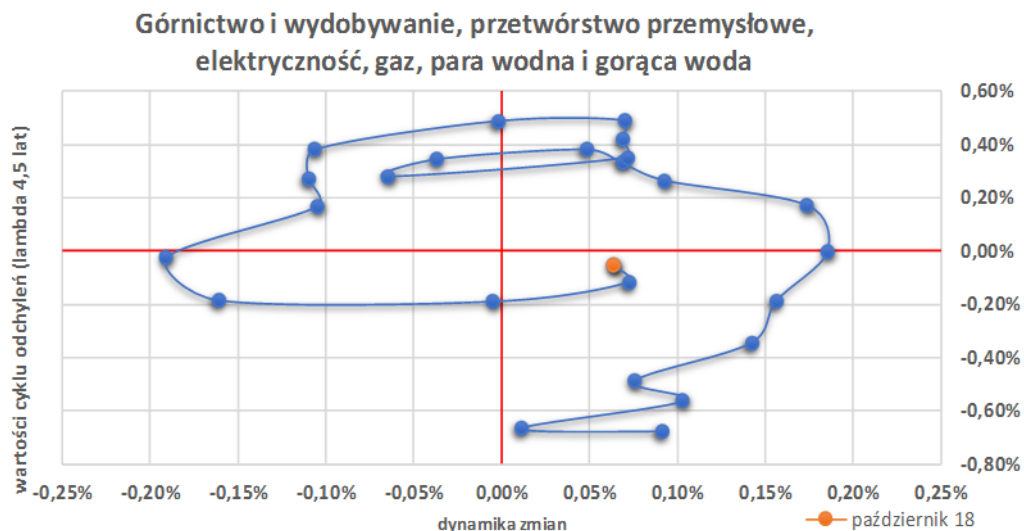
¹⁹ Patrz również: Lenart Ł., Pipień M. (2013), *Almost Periodically Correlated Time Series in Business Fluctuations Analysis*, Acta Physica Polonica A. – vol. 123, no. 3 (2013), s. 567-583.

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.

i ekspansji). Większa wartość parametru λ generuje realizację cyklu odchylen o większej amplitudzie wahań.

Rysunek 20 Cykl odchylen dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2000 r. do stycznia 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do października 2018 r. – górny panel)



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 20 (górny panel) przedstawia bieżące zegary wahań cyklicznych dla indeksu produkcji ogółem. Punkty zegara nie wykazują tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed 2014 r.). W wariancie klasycznym ostatnie punkty znajdują się w drugiej lub trzeciej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na przejście z okresu ekspansji do okresu spowolnienia. Punkty zegarów w wariancie klasycznym oscylują w dalszym ciągu 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 odchylen w ostatnich 4-5 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 o stałej podstawie dla produkcji przemysłowej (z pominięciem wahań sezonowych) w rozważanym okresie.

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 odchyień dodatkowych obserwacji (do stycznia 2019 r.). Wyodrębniony cykl odchyień przedstawiono graficznie (Rysunek 20 – dolny panel).

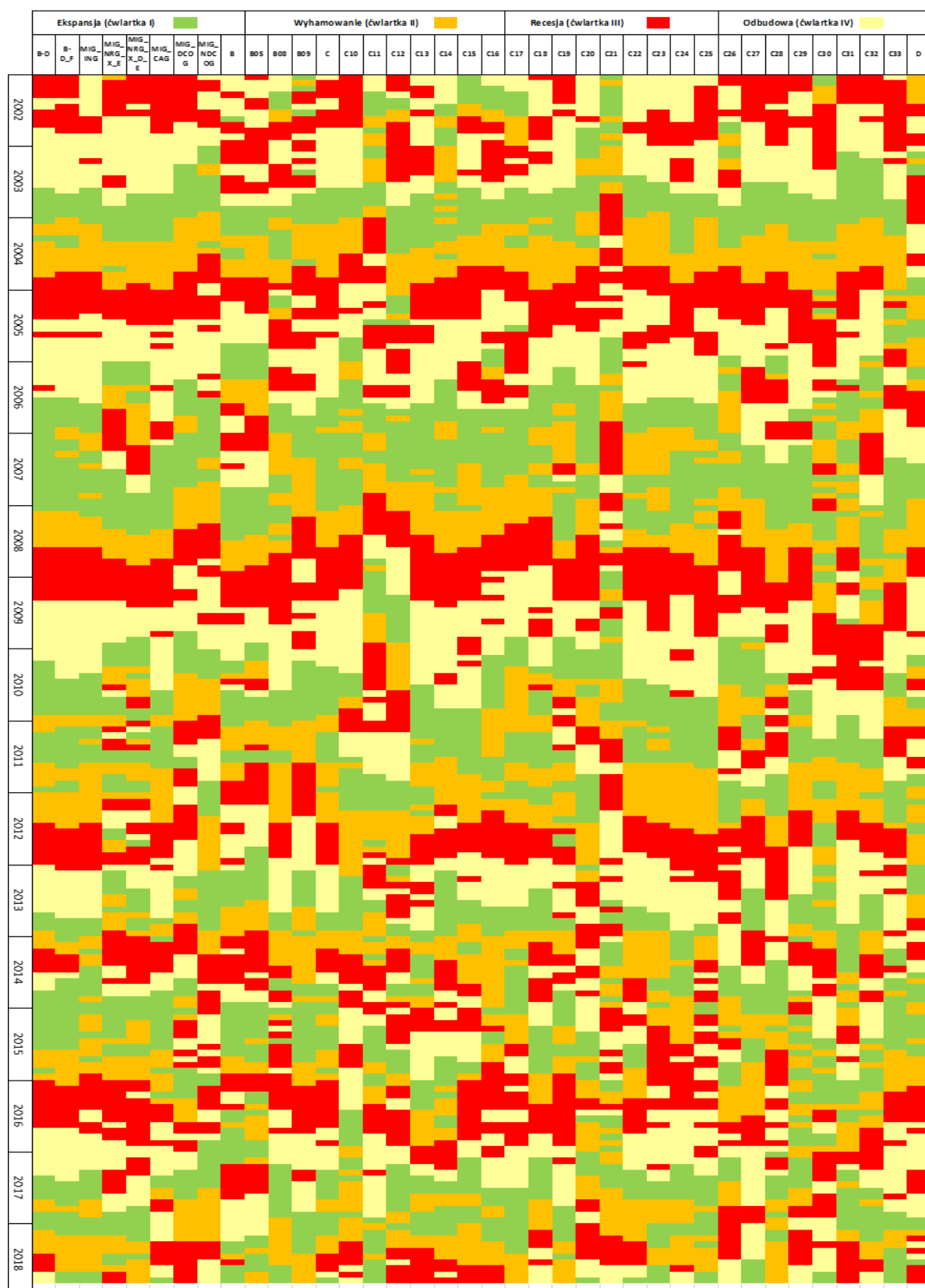
Analiza dynamiki cyklu odchyień wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich 4 lat (do stycznia 2019 r.) jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do ogólnej tendencji rozwojowej (wyznaczonej tu metodą filtracji HP), bez wyraźnych odstępstw (rozumianych jako wahania koniunkturalne) od tej tendencji, jakie miały miejsce w latach 2000-2012. Od II kwartału 2018 r. widoczna jest tendencja do spadku wartości cyklu odchyień dla wszystkich parametrów wygładzających metody HP. Wskazuje to na prawdopodobne przejście przez górny punkt zwrotny cyklu w okolicy początku 2018 r. i wejście w okres pogarszania koniunktury. Tendencja ta uległa jednak odwróceniu z napływem ostatnich czterech obserwacji. Oznacza to, że konkluzja mówiąca o stabilnym rozwoju (tj. podążaniu za trendem) ze słabo zaznaczonymi wahaniami (odstępstwami od trendu) pozostaje w mocy w odniesieniu do całego agregatu produkcji przemysłowej.

Bardziej szczegółową analizę cykli w analizowanych działach produkcji przedstawia Rysunek 21. 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 fazę ekspansji należy przypisać 8 działom przetwórstwa przemysłowego (lub 14 z wszystkich rozpatrywanych tu kategorii reprezentujących produkcję). W fazie recesji znajdowało się 6 działów przetwórstwa przemysłowego (9 z rozpatrywanych kategorii). Należy też zauważyć, że działy pozostające ostatnio w recesji mogą charakteryzować się raczej pozytywną tendencją w okresie prognozy. I odwrotnie – działy, które odnotowały silną ekspansję, mogą w okresie prognozy charakteryzować się przewagą tendencji spadkowych. Takie zachowanie jest charakterystyczne dla wahań cyklicznych. Z tego względu konieczne jest uwzględnienie również obecnego/prognozowanego poziomu dynamiki. Perspektywy rozwojowe nie pogorszyły się jednak w porównaniu z poprzednią edycją raportu.

²² Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

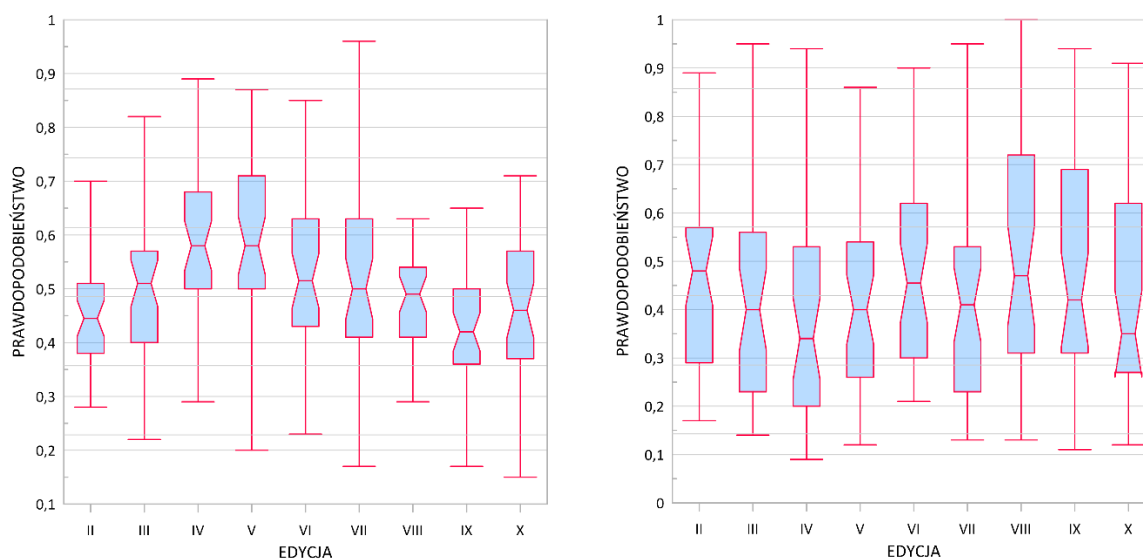
Rysunek 21 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku



Ćwiartka 1 oznacza ekspansję, ćwiartka 2 wyhamowanie, ćwiartka 3 recesję, ćwiartka 4 odbudowę.

Źródło: Raport Makro.

Rysunek 22 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (lewy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – prawy panel.



Źródło: Raport Makro.

Analiza rozkładów prawdopodobieństw ujemnej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu (por. Rysunek 22) wskazuje na spadek, od trzech edycji, mediany i jednocześnie stosunkowo duży odstęp kwartylowy przy wyraźnym przesunięciu w prawo tego rozkładu dla ostatniej edycji *Raportu Makro*. Jednocześnie wyraźniej wzrosła, choć wciąż jest relatywnie niska, mediana rozkładu prawdopodobieństwa, przy rosnącym rozrzucie, spadku dynamiki produkcji w drugim okresie.

Analizy oparte na danych ankietowych pokazują, że od marca do czerwca 2019 r. ogólny klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym kształtuje się w dalszym ciągu na dodatnim poziomie – nastąpiła jego stabilizacja po wcześniejszych spadkach. Wskazuje to na utrzymującą się przewagę odsetka przedsiębiorstw wskazujących na poprawę koniunktury, w odniesieniu do odsetka przedsiębiorstw wskazujących na pogorszenie ich sytuacji. Przewaga ta jest jednak nieznaczna. W budownictwie wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury jest w dalszym ciągu dodatni. W handlu i naprawach pojazdów samochodowych oraz w transporcie i gospodarce magazynowej, a także w obsłudze rynku nieruchomości sytuacja jest zbliżona do tej w przetwórstwie przemysłowym – z tym, że ostatnie odczyty mogą wskazywać na wybicie w dół z długookresowych trendów rosnących. Wskaźniki publikowane przez GUS wskazują więc na pogorszenie koniunktury od początku br., jednak wciąż pozostają dodatnie.

W ramach badania pozycji cyklicznej kategorii makroekonomicznych, analizie poddano także indeks PKB wraz z jego składowymi²³ (o stałej podstawie, 2010=100) niewyrównany sezonowo. Jej wyniki wskazują że:

- W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara (za III kwartał 2018 r.) w wariacie klasycznym odzwierciedlają przejście z pierwszej do drugiej ćwiartki współrzędnych (dla wszystkich przyjętych wartości parametrów wygładzających), oddalając się jednocześnie od początku układu. Wskazuje to na wyhamowanie tempa wzrostu koniunktury. Jednak odchylenie cyklu od ogólnej

²³ Por. *Raport Makro – Dodatek*.

tendencji rozwojowej jest niewielkie, a niskie odchylenie cyklu jest dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki.

- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy (dla niskich wartości parametrów wygładzających) zbliżenie się punktów zegara do początku układu współrzędnych, co utrudnia określenia fazy cyklu odchyień (o długości ok. 3-5 lat) dla spożycia prywatnego. W przypadku cykli uwzględniających wahania do 7 lub 8 lat zegary tych cykli wskazują na ekspansję w przypadku spożycia prywatnego. Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchyień tej składowej.
- W przypadku nakładów brutto na środki trwałe ostatnie punkty zegara (III kwartał 2018 r.) wskazują na występowanie wczesnej fazy ekspansji.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 4-5 latach obserwujemy w dalszym ciągu bardzo niską amplitudę wahań cyklu odchyień. 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 oraz importu towarów i usług. Położenie ostatnich punktów zegara w wariancie klasycznym wskazuje na dalsze pogorszenie koniunktury w eksporcie oraz imporcie towarów i usług.

Podsumowując, powyższa analiza wahań cyklicznych produktu krajowego brutto oraz jego głównych składowych pozwala na scharakteryzowanie pozycji cyklicznej w polskiej gospodarce jako kontynuacji okresu dobrej koniunktury, jednak z oznakami przejścia przez górny punkt zwrotny cyklu odchyień i wejścia w okres jej pogorszenia.

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 VI 2019 r. do V 2020 r.). 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.

Perspektywy rozwojowe nie pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze perspektywy rozwojowe nadal ma dział „Produkcja urządzeń elektrycznych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe i wynosi co najwyżej 0,12. W poprzedniej edycji raportu ten dział też miał najlepsze perspektywy z prawdopodobieństwem spadku produkcji nie większym niż 0,11 w całym horyzoncie prognozy. Z kolei np. wysoka szansa tendencji spadkowej w przypadku produkcji napojów związana jest z faktem, iż dział ten odnotował ostatnio silną ekspansję. Z kolei, np. w przypadku produkcji wyrobów farmaceutycznych i leków, pozytywna tendencja w prognozie wiąże się z wychodzeniem z recesji, jednak przewidywane poziomy dynamiki pozostają niskie.

Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, są nadal sekcje: „Dobra związane z energią poza sekcją D i E” oraz „Produkcja wyrobów skórzanych”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie, na co wskazywano również w dwóch poprzednich edycjach raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na silne wyhamowanie koniunktury.

Poważnie zagrożona wydaje się też sekcja „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego”, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,79 w analizowanym horyzoncie.

W przypadku handlu (por. tabela 1.3) zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy nadal przypisać „Sprzedaży detalicznej paliw w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może wynosić 0,72 (w poprzedniej edycji raportu 0,64). To wysokie prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy czerwca 2019 r. Od tego miesiąca do końca horyzontu prognozy analizowane prawdopodobieństwo maleje, jednak pozostawia wiele niepewności co do kierunku rozwoju branży. Najlepsze perspektywy rozwojowe, odbiegające od pozostałych działów należy przypisać „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw” oraz „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku w wielkości handlu nie przekracza wartości 0,16. Jest to efekt trwały, bo też informował o tym poprzedni raport. Wyniki przedstawione w tabeli 1.4 mogą wskazywać na umiarkowany stopień trwałości opisywanych tendencji. Dzieje się tak, ponieważ raportowane powyżej prawdopodobieństwo dotyczy obserwacji z końca horyzontu prognozy, podczas gdy prognozy zbudowane dla pierwszego półrocza 2019 r. wykluczają spadek dynamiki handlu. Opisane powyżej tendencje rozwojowe są bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie rozwijać się dynamicznie niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy.

W przypadku budownictwa bardzo wysokie poziomy dynamik współwystępują ze znacznymi szansami tendencji spadkowej. Odzwierciedla to po prostu występowanie w ostatnim okresie bardzo wysokiej koniunktury w tym dziale. Sytuacja w działach jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać, jednak z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza wartości 0,4 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,56 w poprzedniej edycji raportu). W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem może charakteryzować się wyhamowaniem rozwoju od drugiej połowy 2019 roku. Wyniki zawarte w tabeli 1.6 wskazują, że w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie rozwijać się wolniej niż w pierwszym. W poprzednich edycjach raportu wskazywano na solidny rozwój branży budownictwa, jednak tylko do końca 2018 roku.

1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, natomiast zmalała w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych (Rysunek 23). Biorąc pod uwagę liczbę pracujących, struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże, następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych.

W II p. 2018 r. wzrósł udział liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej średnioterminowo liczbie pracujących nie towarzyszy adekwatny wzrost wydajności pracy – malała długoterminowo

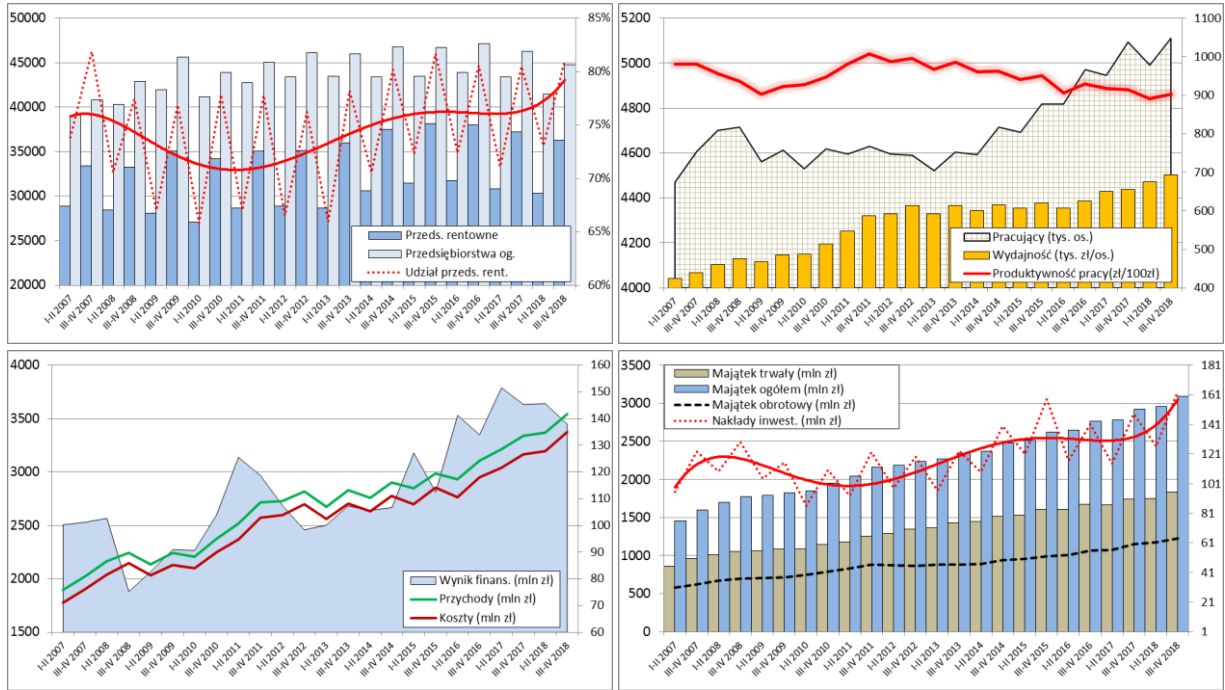
produktywność pracy. Przychody nie rosną w tempie wyższym niż koszty, co zawęziło pole wzrostu wyniku finansowego netto.

Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem i majątek trwały. Ten ostatni z mniejszą intensywnością. Dynamika nakładów inwestycyjnych wzrosła po okresie stagnacji. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy przyrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny przyrasta równomiernie. Nieco maleje krótkoterminowo stopa wartości dodanej (por. Rysunek 23).

Widoczną tendencją krótkoterminową jest poprawa struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, a cykl kapitału obrotowego netto uległ skróceniu. Płynność bieżąca, a zwłaszcza szybka maleją, podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje wahania, w kierunku jej zmniejszania się. W mniejszym stopniu dotyczy to rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego (por. Rysunek 24).

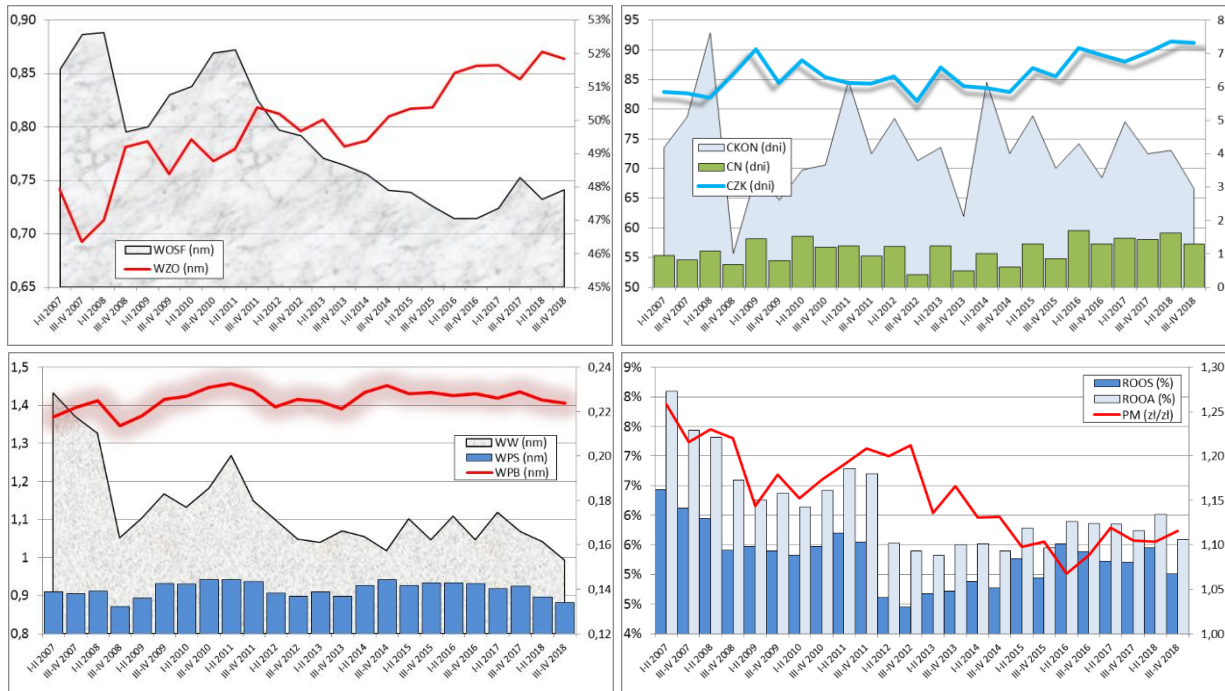
Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w II p. 2018 r. charakteryzuje pogorszenie wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w I p. 2018 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). Pole powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na analizowanych wskaźnikach finansowych zmniejszyło się o 19,4%, a w ujęciu rodzajów działalności dotyczyło to głównie produkcji i handlu. Korzystniejsze rezultaty uzyskano w 3 na 10 wskaźników. W produkcji pogorszenie wartości wskaźników finansowych – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło –26,3%, a istotne negatywne zmiany dotyczyły wypłacalności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności szybkiej. W handlu odnotowano także pogorszenie wartości wskaźników finansowych (pole powierzchni –23,6%), które dotyczyło 5 z 10 z nich (zwłaszcza płynności szybkiej, wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej oraz płynności bieżącej). Względem szczególnie niekorzystnej sytuacji w poprzednich okresach, obraz zmian w usługach (pole powierzchni –6,4%) wykazuje pewne pozytywne zmiany. Poprawa dotyczyła głównie rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności bieżącej (7 z 10 wskaźników) – por. rys. Rysunek 25.

Rysunek 23 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)



Źródło: Raport Mikro.

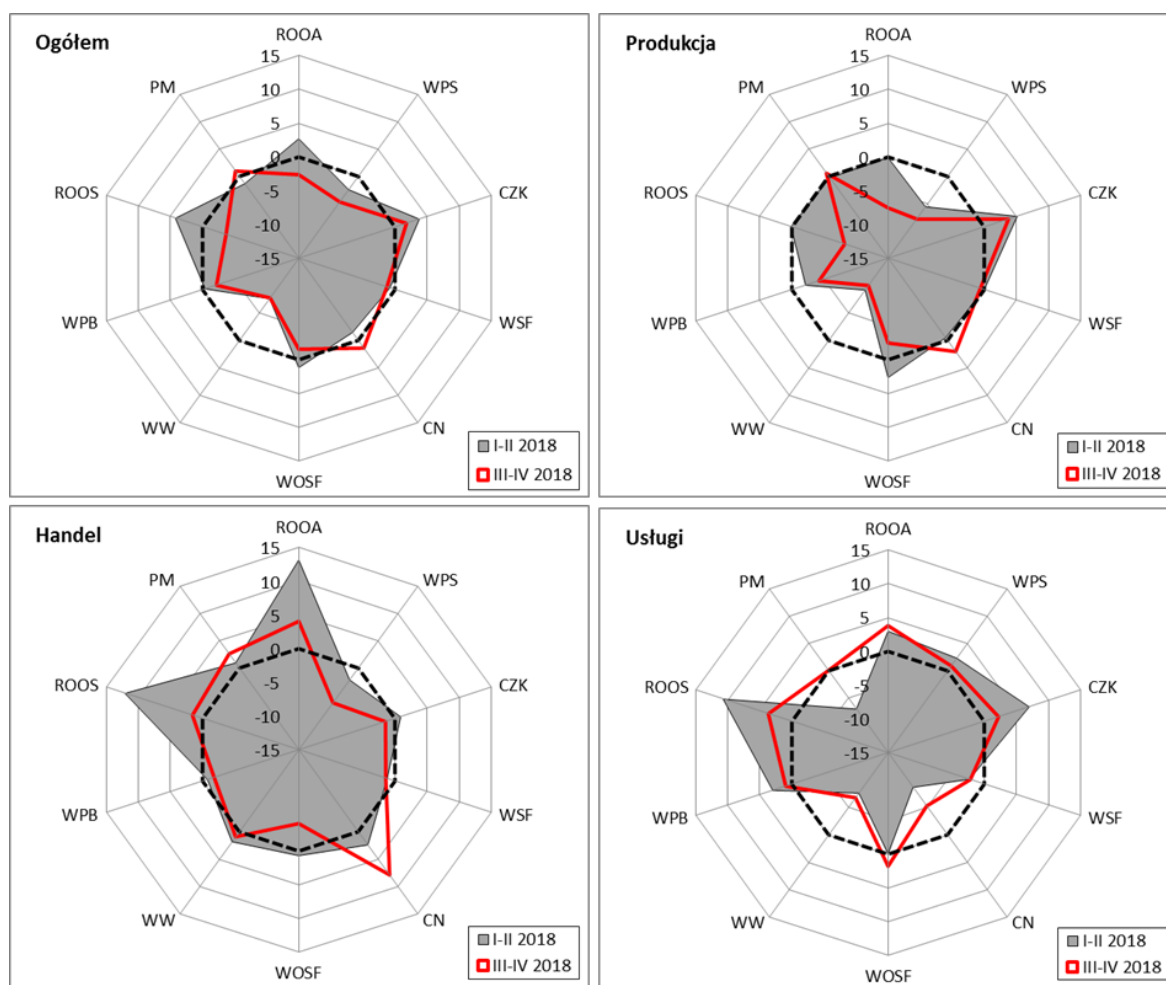
Rysunek 24 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)



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 25 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2018 oraz II p 2018 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*.

Charakteryzując sytuację przedsiębiorstw według klas wielkości należy podkreślić, że zmiany wartości wybranych wskaźników finansowych były różnokierunkowe – poprawa dotyczyła przedsiębiorstw małych i średnich. W przedsiębiorstwach dużych miało miejsce pogorszenie – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło –27,3%. Pogorszenie pola dotyczyło 7 z 10 wskaźników, a istotne negatywne zmiany dotyczyły wypłacalności, płynności szybkiej, rentowności operacyjnej sprzedaży oraz aktywów.

Zmiany w I kw. 2019 r. w przedsiębiorstwach średnich i dużych były niekorzystne. W przedsiębiorstwach dużych zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło –15,9%. Pogorszenie dotyczyło 7 z 10 wskaźników, a istotne negatywne zmiany dotyczyły rentowności operacyjnej sprzedaży oraz aktywów, wypłacalności, wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej, a także płynności szybkiej. W przedsiębiorstwach średnich zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło –20,6%. Pogorszenie dotyczyło 8 z 10 wskaźników, a najbardziej widoczne było w zakresie: cyklu należności, wypłacalności, rentowności operacyjnej aktywów, płynności szybkiej i bieżącej oraz produktywności.

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.

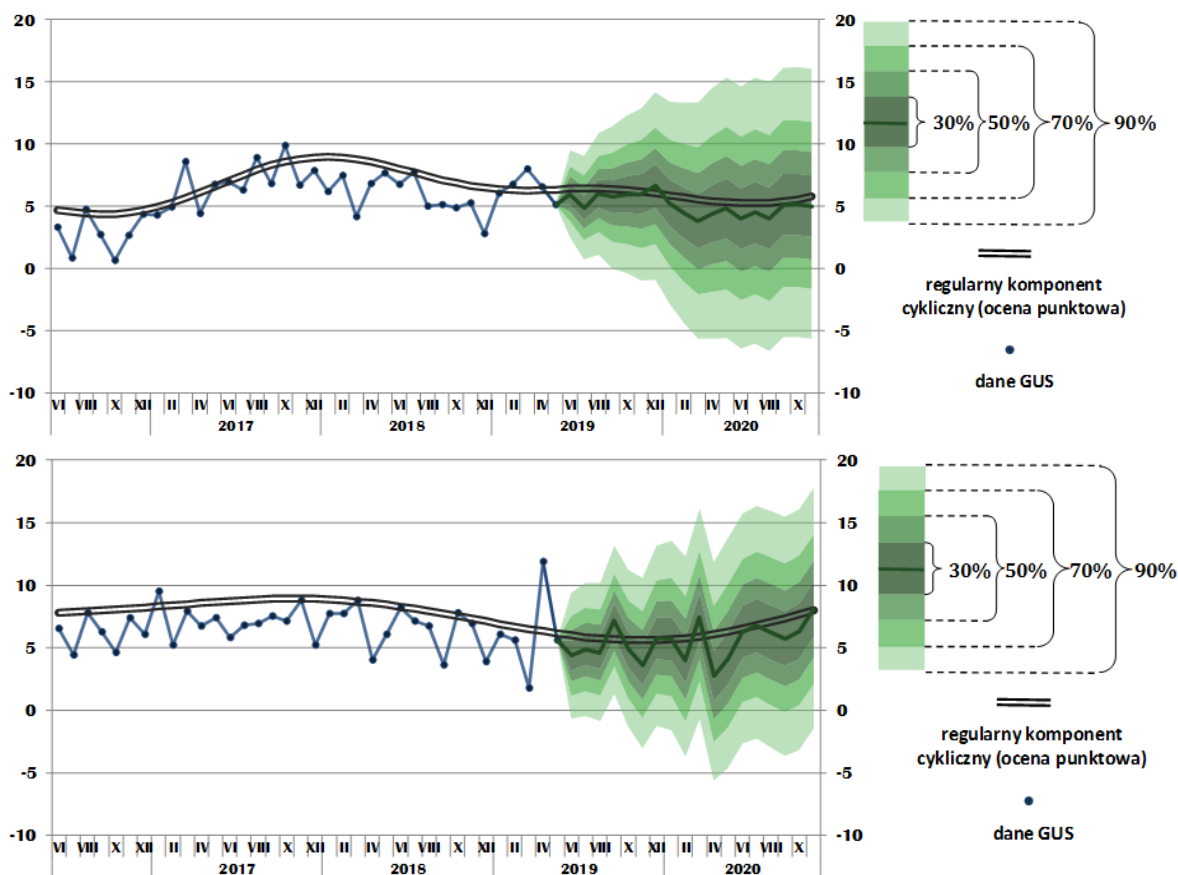
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznaną parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie próby 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 do maja 2019 r. (dane miesięczne) lub pierwszego kwartału 2019 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 26 (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 drugiej połowie 2016 r. Po tym okresie widoczna jest faza przyspieszenia tempa wzrostu, zakończona w IV kwartale 2017 r. Łagodna tendencja do spowolnienia trwa aż do końca horyzontu predykcji. Od początku 2019 r. przebieg komponentu cyklicznego jest bardzo spłaszczony (być może z uwagi na to iż stopy wzrostu produkcji przemysłowej wykazują w ostatnim czasie zmniejszoną zmienność). W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu r/r produkcji przemysłowej powinno oscylować wokół poziomu 5%, przy czym możliwe są krótkookresowe odchylenia od tej tendencji. Przebieg prognoz punktowych sugeruje możliwość spowolnienia tempa wzrostu w II i III kwartale 2020 r, jednak przy zachowaniu dodatniej dynamiki. Należy podkreślić, iż prognoza ta obarczona jest znaczną niepewnością: dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne od początku 2020 r.; górne krańce 50% przedziałów prognozy w całym horyzoncie predykcji nie przekraczają 10%. Prezentowana prognoza nie zapewnia więc jasnego obrazu przyszłych wahań koniunkturalnych w stopie wzrostu produkcji przemysłowej – może to oznaczać zbliżone szanse zarówno wzrostów, jak i spadków dynamiki tego wskaźnika (odzwierciedlających np. krótkookresowe szoki transmitowane z zagranicy).

Rysunek 26 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r ; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)

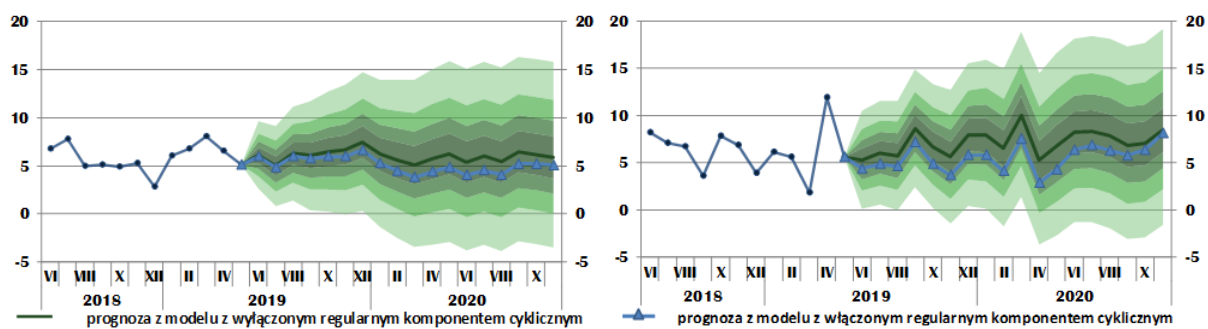


Źródło: Raport Makro.

Przebieg wartości oczekiwanych *a posteriori* regularnego komponentu cyklicznego wskazuje na wystąpienie słabo zaznaczonej tendencji wzrostowej w dynamice sprzedaży detalicznej, począwszy od drugiego kwartału 2016 r. aż do czwartego kwartału 2017 r., kiedy to dynamika sprzedaży detalicznej osiągnęła górny punkt zwrotny (por. Rysunek 26 – dolny panel). W horyzoncie predykcji widoczne jest odwrócenie tej tendencji tj. obniżenie (dodatniego) tempa wzrostu sprzedaży detalicznej, przy czym przewiduje się wystąpienie dolnego punktu zwrotnego regularnego komponentu cyklicznego w czwartym kwartale 2019 r. – jest wtedy widoczne minimum przebiegu regularnego komponentu cyklicznego w całym okresie na poziomie nieco poniżej 5% r/r. Prognozy punktowe wskaźnika realnej dynamiki r/r sprzedaży detalicznej leżą 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 przyjmują ujemne wartości w całym horyzoncie predykcji). Począwszy od sierpnia 2019 r. dolne krańce 50% przedziałów prognozy oscylują wokół 0%, zaś dolne krańce 90% przedziałów – wokół -5%; w trzecim kwartale 2020 r. przewidywane jest ponowne, niewielkie przyspieszenie dynamiki r/r sprzedaży detalicznej. Ogólna wymowa prognozy dynamiki wskaźnika sprzedaży detalicznej jest zbliżona do rezultatów dotyczących produkcji przemysłowej – oceny punktowe sugerują nieznaczne odchylenia od stabilnego tempa wzrostu (zbliżonego do 5% r/r), niepewność prognozy dopuszcza jednak krótkookresowe wahania.

Wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego (por. Rysunek 27) skutkuje otrzymaniem jakościowo zbliżonej ścieżki prognoz punktowych dla produkcji przemysłowej oraz nieco bardziej odmiennym scenariuszem w przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej. W obydwu przypadkach wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego skutkuje otrzymaniem wyżej położonej ścieżki prognozy, jednakże w przypadku produkcji przemysłowej różnica ta jest niewielka.

Rysunek 27 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r



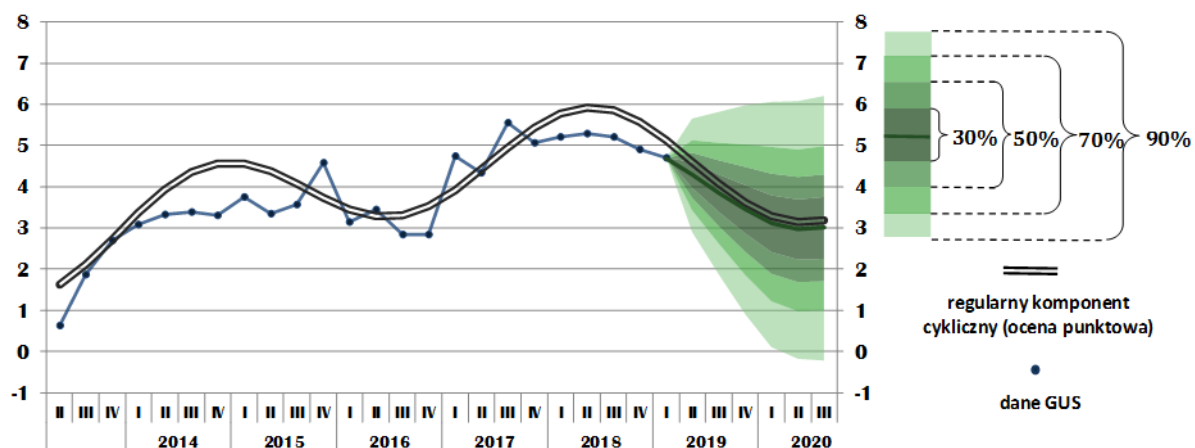
Źródło: Raport Makro.

2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

Rysunek 28 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy przewiduje powolne wyhamowanie ostatnio obserwowanego wysokiego tempa wzrostu PKB. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują iż górny punkt zwrotny w cyklu wzrostu PKB wystąpił w II lub III kwartale 2018 r., zaś w kolejnych kwartałach następuje systematyczne spowolnienie tempa wzrostu, trwające do końca horyzontu predykcji (w II i III kwartale 2020 r. oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy punktowe dynamiki PKB są zbliżone do 3% r/r). Prezentowana prognoza przewiduje systematyczne spowolnienie i osiągnięcie tempa wzrostu PKB zbliżonego do 4% r/r w III kwartale 2019 r. oraz zbliżonego do 3% w II/III kwartale 2020 r. Taki

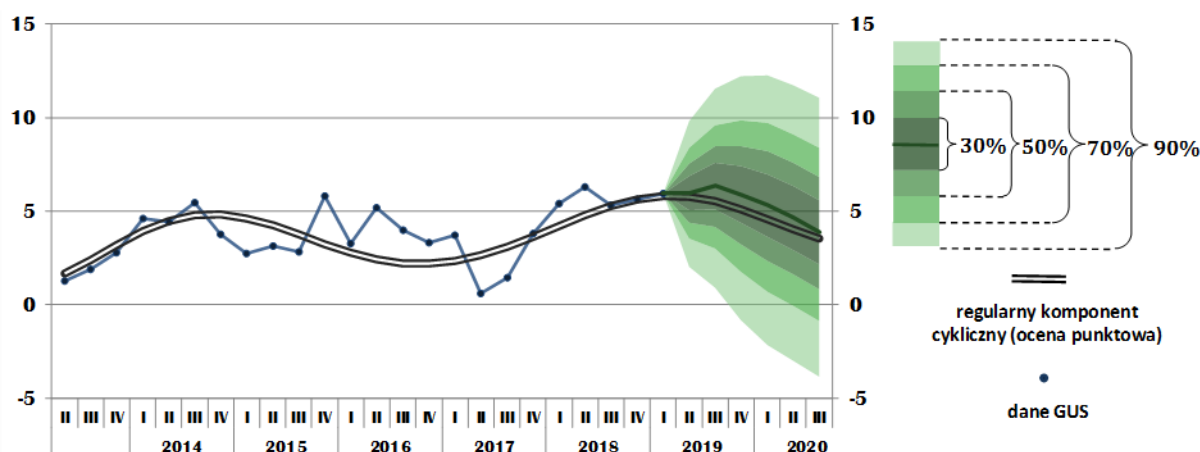
scenariusz wynika z analizy prognoz punktowych, które jednak są obciążone znaczną niepewnością; rzeczywista ścieżka spowolnienia może mieć mniej regularny charakter. W szczególności górne krańce 90% przedziałów prognozy oscylują wokół wartości 6%, zaś ich dolne krańce przyjmują wartości ujemne dopiero w II kwartale 2020 r.

Rysunek 28 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 29 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



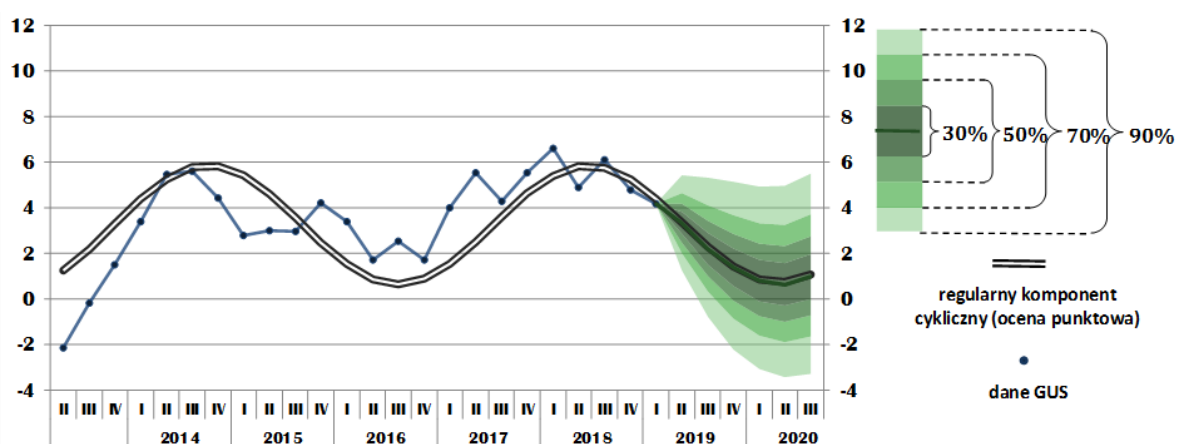
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 29 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. Przebieg historycznych odczytów omawianego wskaźnika sugeruje jednak, iż w ostatnich latach dynamika wartości dodanej brutto w przemyśle pozostawała pod wpływem wahań krótkookresowych, zaś wahania typu cyklicznego były słabiej widoczne. Z tego względu oceny i prognozy regularnego komponentu cyklicznego wskazują na coraz bardziej spłaszczony przebieg cyklu – podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej. Dlatego też trudno jednoznacznie wskazać kolejne minima i maksima cyklu wzrostu, choć przebieg regularnego komponentu cyklicznego może sugerować wystąpienie dolnego punktu zwrotnego cyklu wzrostu w drugiej połowie 2016 r. oraz wystąpienie górnego punktu zwrotnego w I kwartale br. Analizując prognozy punktowe można też stwierdzić, że w całym horyzoncie predykcji tempo wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle będzie zbliżone do 5% r/r (przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy samego wskaźnika są podobne); przewiduje się przewagę lekkiej tendencji spadkowej (zwłaszcza w drugiej połowie okresu 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 IV kwartale 2016 r. nastąpiło odwrócenie tendencji spadkowej, co zostało potwierdzone znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu trwającym aż do I kwartału 2018 r. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego wskazują na wystąpienie w II kwartale 2018 r. górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu popytu krajowego.

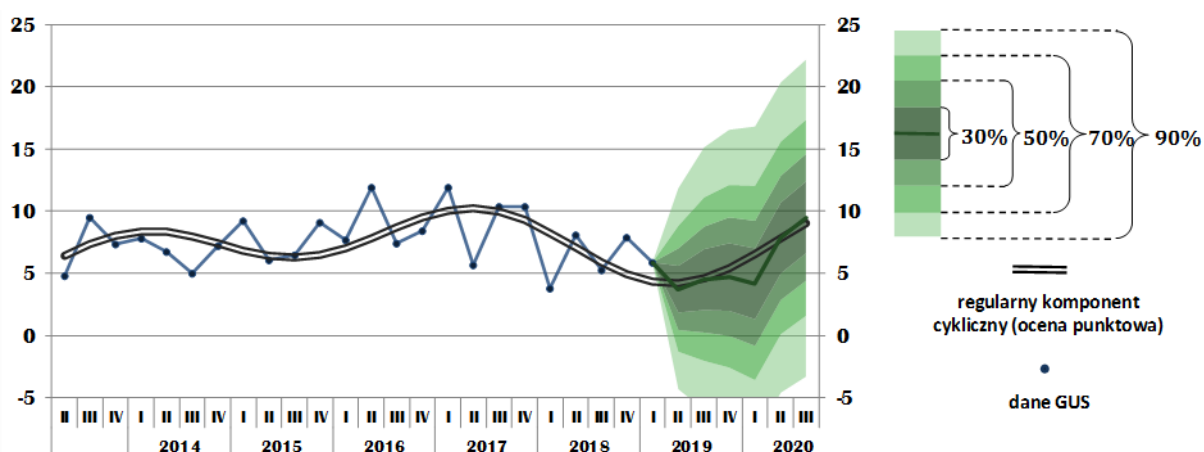
W okresie predykcji przewidywana jest dominacja tendencji spadkowej w dynamice r/r popytu krajowego, przy czym w I kwartale 2020 r. osiąga ona wartości zbliżone do 1%; w ostatnim okresie widoczne jest osłabienie tendencji spadkowej. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest znacząca, dolne krańce 90% przedziałów prognozy są ujemne od III kwartału 2019 r. Dotychczasowy charakter dynamiki popytu krajowego pozwala sądzić, że obserwowana zmienność będzie miała nieregularny charakter (tj. możliwe są zarówno dynamiczne spadki, jak i przejściowe wzrosty popytu krajowego). Prezentowana prognoza nie wyklucza jednak utrzymania w okresie predykcji tempa wzrostu zbliżonego do obserwowanego ostatnio (tj. zbliżonego do 4% r/r).

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



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

W przypadku eksportu (Rysunek 31) również widoczne było zwiększenie amplitudy wahań krótkookresowych. Prezentowane oceny regularnego komponentu cyklicznego sugerują także wystąpienie maksimum cyklu wzrostu eksportu w pierwszej połowie 2017 r. – w kolejnych kwartałach widoczne jest spowolnienie tempa wzrostu. W przypadku eksportu amplituda wahań komponentu

cyklicznego jest zbliżona do amplitudy wahań krótkookresowych, w związku z czym identyfikacja tendencji cyklicznych może mieć charakter pozorny i w niewielkim stopniu przyczyniać się do prognozowania dynamiki tej wielkości. Pod koniec horyzontu predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję wzrostową sięgającą niemal 10% r/r. Należy jednak podkreślić, że w przypadku eksportu adekwatna predykcja tendencji lub punktów zwrotnych w dynamice jest niezwykle trudna – znajduje to odbicie w bardzo dużej niepewności *ex ante*.

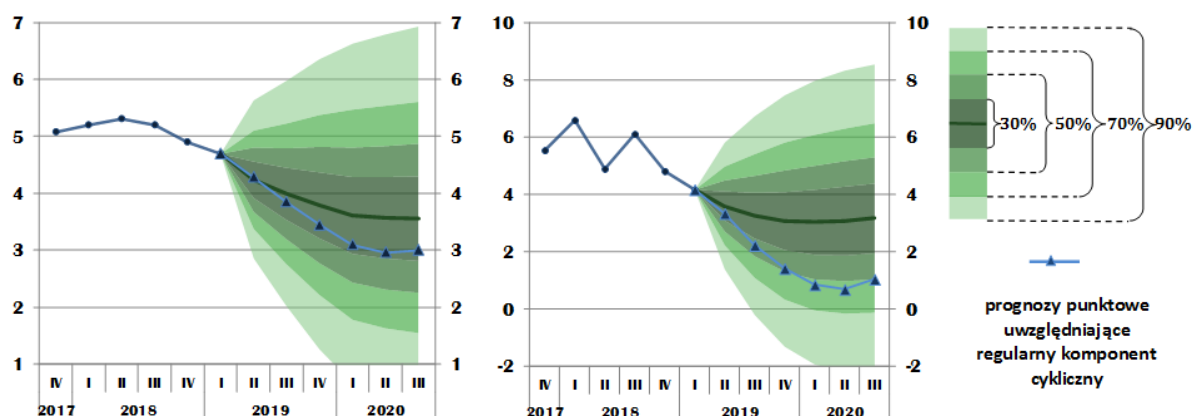
Zaprezentowane powyżej prognozy dynamiki produkcji przemysłowej oraz wartości dodanej brutto w przemyśle są względnie spójne. Wskazują one na większe szanse wystąpienia łagodnego spowolnienia tempa wzrostu, jednak (ze względu na dużą niepewność) dopuszczają zarówno nieznaczące przyspieszenie jak i silniejsze spowolnienie. Najbardziej pesymistyczna wydaje się prognoza popytu krajowego, wskazująca na wyraźny spadek dynamiki. W przypadku tej wielkości prognozy mogą być pod silnym wpływem rewizji danych i krótkookresowych zakłóceń. Z tego względu przewidywania dotyczące skali obniżenia dynamiki popytu krajowego mogą być zbyt pesymistyczne.

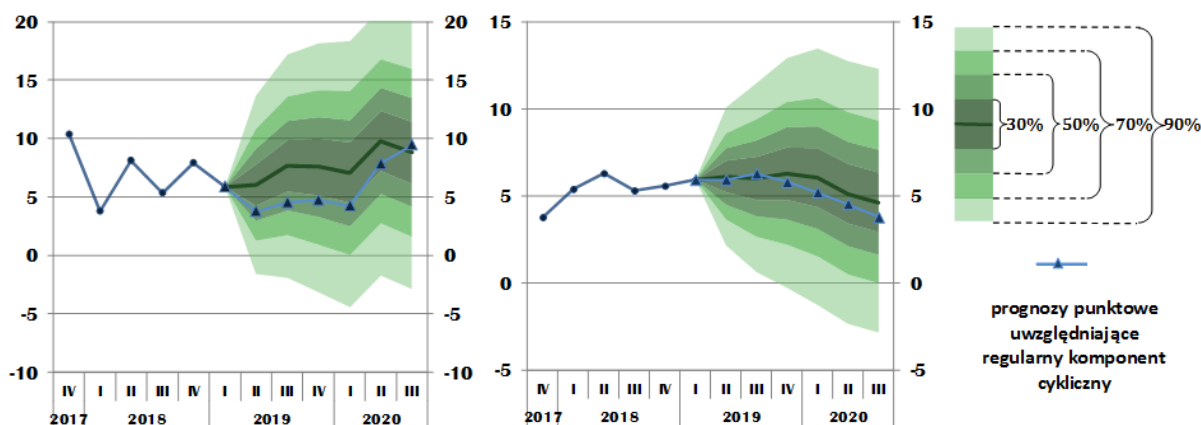
2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej wyłączenie komponentu cyklicznego wiąże się z utrzymaniem przewidywanego kierunku zmian, przy pewnym jej osłabieniu (por. Rysunek 32).

Prognozy punktowe z wyłączonym komponentem cyklicznym w większości przypadków (z wyjątkiem eksportu) przewidują wyższą wartość dynamiki w ostatnim okresie prognozy (podobnie jak w przypadku danych miesięcznych). Efekt ten jest słabo zaznaczony dla wartości dodanej brutto w przemyśle i relatywnie silnie dla popytu krajowego. W przypadku dynamiki PKB różnice systematycznie rosną, jednak prognozy punktowe z włączonym komponentem cyklicznym mieszczą się każdorazowo w 30% przedziałach prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym. Wyraźna różnica w przypadku popytu krajowego wiąże się z faktem dość silnej identyfikacji komponentu cyklicznego w przypadku tej zmiennej. Prognozy dynamiki popytu krajowego w pierwszym i drugim kwartale 2020 r., otrzymane z włączonym komponentem cyklicznym, mieszczą się dopiero w 70% przedziałach prognozy uzyskanej bez uwzględnienia komponentu cyklicznego.

Rysunek 32 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)





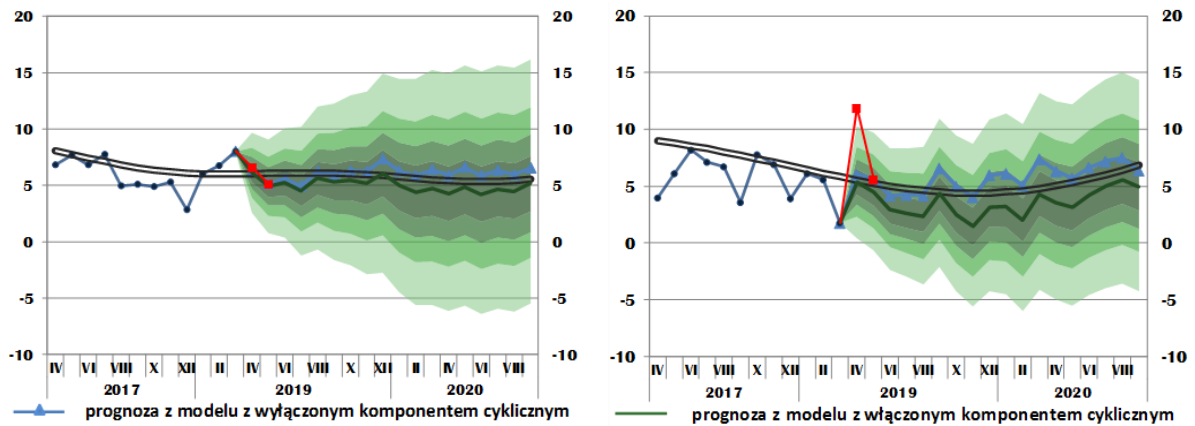
Źródło: Raport Makro.

Prezentowane prognozy dla zmiennych o silnie zarysowanej dynamice cyklicznej sugerują raczej, że bieżąca sytuacja makroekonomiczna odzwierciedla minięcie górnego punktu zwrotnego i wejście w fazę spowolnienia. Modele z regularnym komponentem cyklicznym sugerują zwykle silniejsze wahania (w tym przypadku: silniejsze spowolnienie). W przypadku eksportu przewidywane jest przyspieszenie dynamiki, jednak dla tej zmiennej prognozowanie tendencji jest szczególnie trudne. W przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle obserwowana dynamika nie jest regularna. Powoduje to dodatkowe trudności w prognozie tej wielkości jako agregatu. Podsumowując, można jednak stwierdzić – jeśli dotychczas obserwowane wzorce wahań znajdą swoją kontynuację – że bardziej prawdopodobne jest wejście w fazę niewielkiego spowolnienia, trwającą około 5 kwartałów.

2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ

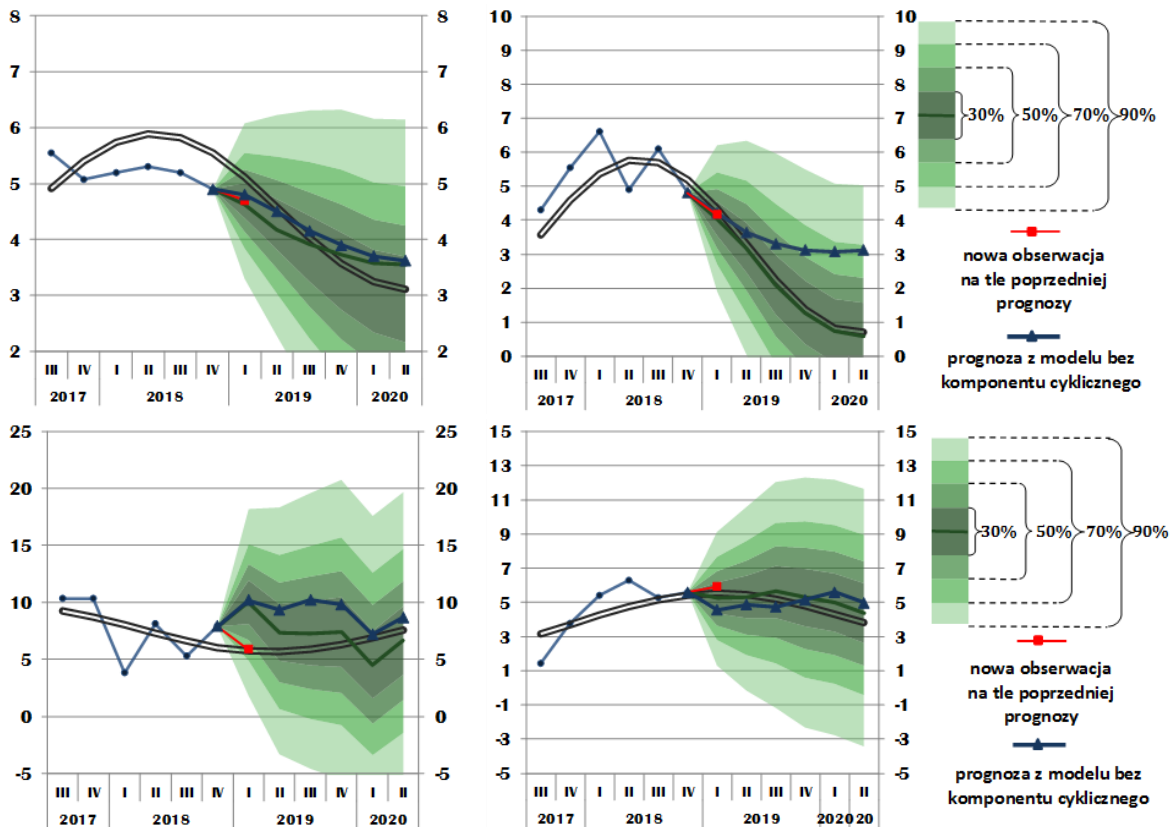
Ze względu na rozbieżności pomiędzy prognozami z poszczególnych kategorii modeli szczególnie ważna wydaje się analiza *ex post* poprzednio przedstawianych prognoz. W przypadku danych miesięcznych, tj. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (Rysunek 33), różnice są nieznaczne. Dla produkcji przemysłowej obydwa modele w krótkim horyzoncie dawały bardzo zbliżone prognozy. W przypadku sprzedaży detalicznej można jednak stwierdzić, iż nieco bardziej pesymistyczne przewidywania modelu z włączonym komponentem cyklicznym lepiej odpowiadały odczytom danych (jest to sytuacja podobna jak w poprzedniej edycji raportu). Może to oznaczać nieco większe wsparcie dla spowolnienia w dynamice sprzedaży detalicznej, przewidywanego przez model z włączonym komponentem cyklicznym.

Rysunek 33 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.

Rysunek 34 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.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Prognozy z wyłączonym i włączonym komponentem cyklicznym dla PKB oraz popytu krajowego były bardzo zbliżone (w horyzoncie jednego kwartału) i okazały się trafne (Rysunek 34). W przypadku eksportu obydwa podejścia dostarczyły również podobnych, lecz nietrafnych prognoz (choć można zauważyć, iż odczyt dynamiki eksportu był zbliżony do prognozy samego komponentu cyklicznego). Jeśli chodzi o wartość dodaną brutto w przemyśle, prognozy z włączonym komponentem cyklicznym okazały się bardziej trafne. Podsumowując, odczyty danych kwartalnych w bieżącej edycji *ex post* wspierają model

z komponentem cyklicznym (choć rozbieżności pomiędzy rozważanymi podejściami są niewielkie). Dla eksportu trudno też przewidzieć tendencję w dynamice. Można tu jedynie stwierdzić, że znaczna niepewność predykcji *ex ante* (widoczna w obydwu ujęciach) wydaje się adekwatna. Prognozy w obydwu podejściach były w tym przypadku znacznie przeszacowane – odwrotnie niż w poprzedniej edycji Raportu.

Warto podkreślić, że na obecnym etapie wszystkie rozpatrywane tu modele przewidują wystąpienie w gospodarce polskiej spowolnienia (różniąc się nieco co do jego skali oraz dokładnego umiejscowienia w czasie). Modele z włączoną cyklicznością przewidują silniejsze spowolnienie (co w mniejszym stopniu dotyczy wartości dodanej brutto w przemyśle). W tym kontekście należy zwrócić uwagę także na kwantyfikację niepewności prognozy (por. Tabela 3) w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyleń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczone kursywą).

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

	2019			2020		
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
PKB	4,28	3,85	3,44	3,10	2,96	3,00
	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>
	4,24	3,99	3,79	3,62	3,58	3,57
	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>
Wartość dodana brutto w przemyśle	5,94	6,30	5,81	5,21	4,53	3,78
	<i>2,4</i>	<i>3,2</i>	<i>4,0</i>	<i>4,4</i>	<i>4,5</i>	<i>4,6</i>
	6,11	6,02	6,30	6,07	5,15	4,66
	<i>2,4</i>	<i>3,3</i>	<i>4,0</i>	<i>4,5</i>	<i>4,6</i>	<i>4,6</i>
Popyt krajowy	3,33	2,22	1,41	0,85	0,68	1,03
	<i>1,3</i>	<i>1,9</i>	<i>2,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,7</i>
	3,59	3,25	3,07	3,02	3,07	3,17
	<i>1,3</i>	<i>2,1</i>	<i>2,7</i>	<i>3,0</i>	<i>3,2</i>	<i>3,3</i>
Eksport	3,74	4,53	4,74	4,22	7,86	9,46
	<i>4,9</i>	<i>6,4</i>	<i>7,2</i>	<i>7,6</i>	<i>7,6</i>	<i>7,8</i>
	6,04	7,66	7,54	7,04	9,76	8,81
	<i>4,7</i>	<i>5,8</i>	<i>6,5</i>	<i>7,0</i>	<i>7,0</i>	<i>7,1</i>

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

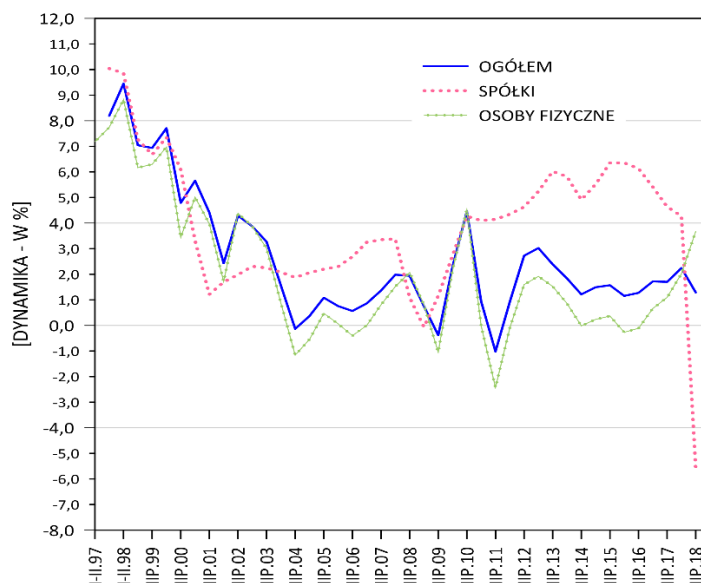
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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 istnieją firmy „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). Brak jest także nowych danych REGON za II półrocze 2018 r.

3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

Interpretacja danych GUS nt. rejestru REGON z II p. 2018 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na nadal trwające prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwie ciągły 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.

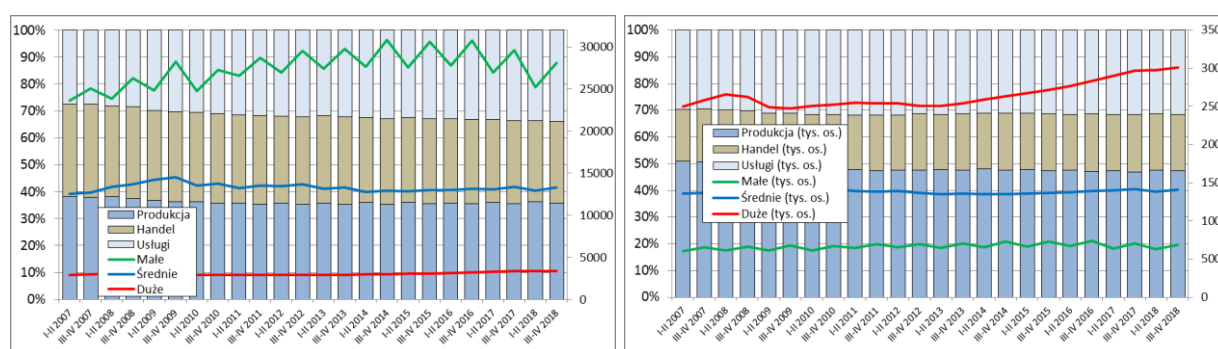
Rysunek 35 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)



Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw w II p. 2018 r. tworzy 44 879 podmiotów (28 108 małych oraz 13 304 średnich i 3 377 dużych), w ujęciu trzech rodzajów działalności (produkcja 15 999, handel 13 594, usługi 15 196). Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, jak również w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. Dominują przedsiębiorstwa małe (62,8%) co do liczby i dynamiki zmian – za nimi są średnie oraz duże. Biorąc pod uwagę liczbę pracujących struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (58,9%), następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych. Najwięcej pracujących jest w działalności produkcyjnej (47,2%), a dalej w usługach oraz w handlu. Struktura według rodzajów działalności nie wykazuje zasadniczo istotnych zmian (zmniejszenie udziału produkcji na rzecz handlu i usług) – Rysunek 36.

Rysunek 36 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości



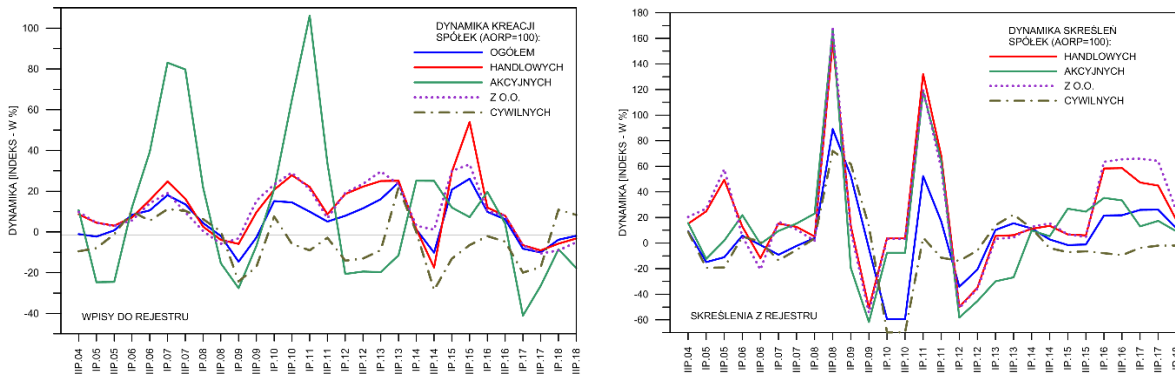
Źródło: Raport Mikro.

3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

W II p. 2018 r. odnotowano wzrost r/r liczby sądowych postępowań upadłościowych (SPU) o 20, co w strukturze SPU wpłynęło na wzrost r/r liczby przyspieszonych postępowań układowych i postępowań układowych. Niepokojący wzrost wartości odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU) utrzymujący się do I p. 2018 r. (maksymalny obserwowany poziom w całym okresie analizy) został w II kw. 2018 r. W II p. 2018 r. wartość SPU osiągnęła poziom 468 postępowań, co jest wartością nieznacznie niższą od maksymalnego poziomu SPU w I p. 2018 r. W II p. 2018 r. nastąpiło zmniejszenie r/r SPU oraz OU w produkcji i handlu i wzrost w usługach.

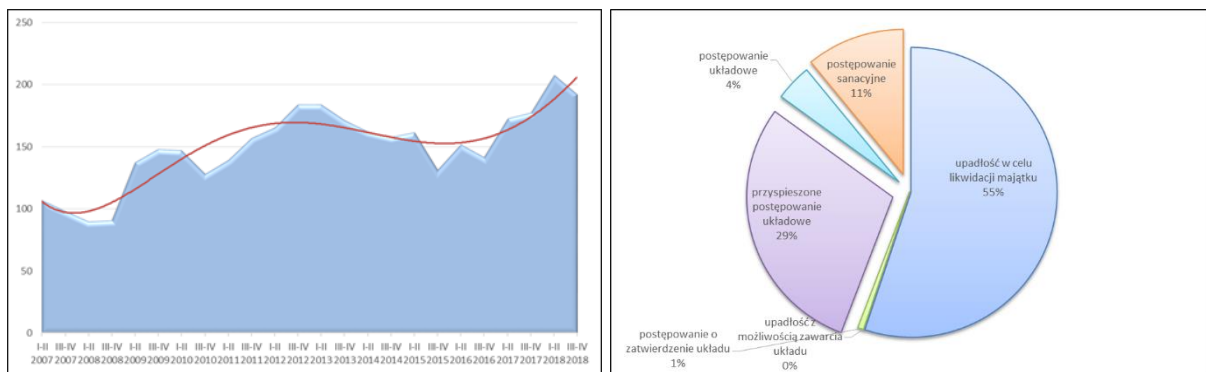
Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w II p. 2018 r. odnotowano w działalności usługowej (170), następnie w produkcyjnej (122) i handlowej (110). Zarówno w produkcji, jak i w handlu wartości SPU kształtowały się na poziomach nieznacznie niższych od maksymalnych obserwowanych od 2010 roku. Analiza branżowego barometru upadłości (BBU) wskazuje na jego ponadprzeciętną wartość w całym analizowanym okresie jedynie w usługach z zarysowaną tendencją wzrostową do 2013 roku, w którym została przełamana odwracając trend zmian na malejący i kształtując wartość BBU w I p. 2018 roku na poziomie najniższym od 2010 r. (1,12). W II p. 2018 r. nastąpił wzrost wartości BBU przy jednoczesnym jego zmniejszeniu w handlu i usługach. W produkcji obserwowana jest wyraźna tendencja zmniejszania stopnia koncentracji zjawiska upadłości, natomiast w handlu obserwowana od 2015 r. tendencja wzrostowa, która została wyhamowana kształtując wartość BBU dla handlu na poziomie 0,87.

Rysunek 37 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)



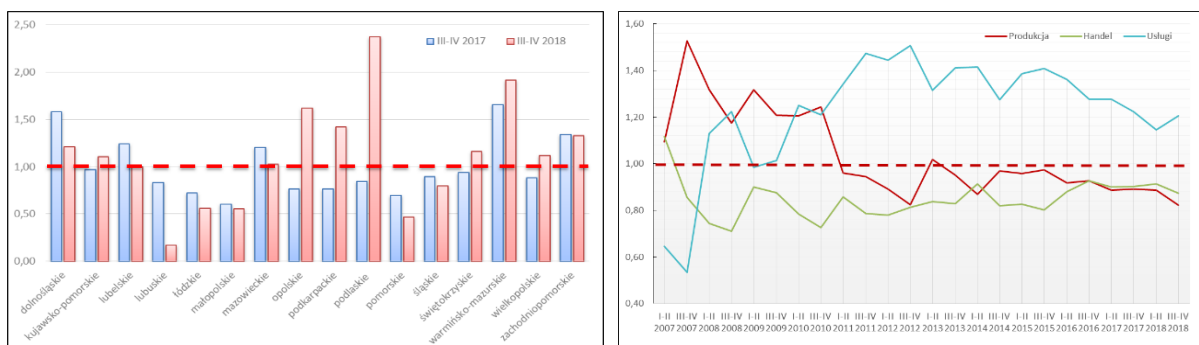
Źródło: Obliczenia własne na danych GUS

Rysunek 38 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w II p. 2018 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 39 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w II p. 2017 i II p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności (prawy panel)



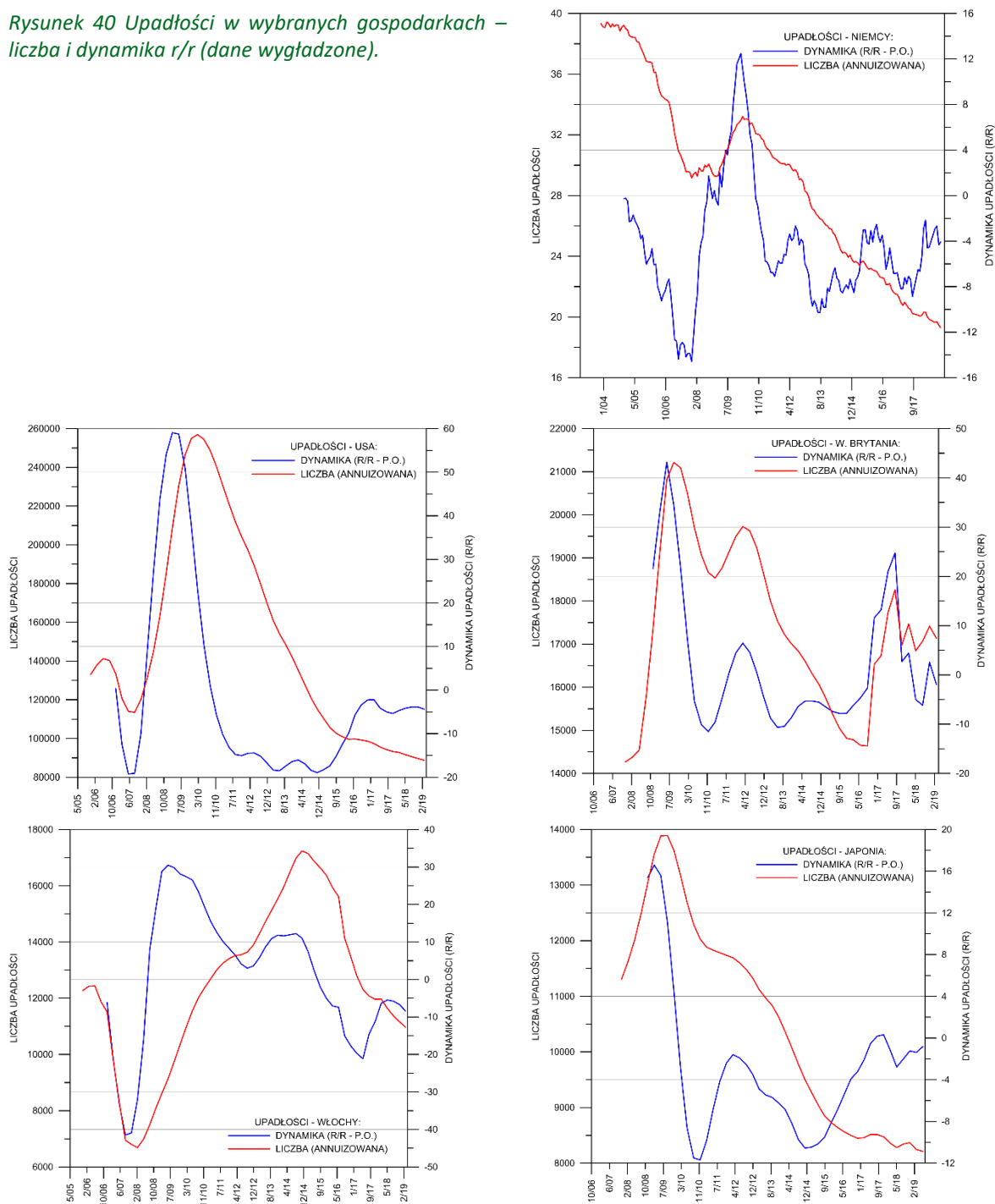
Źródło: Raport Mikro.

Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w II p. 2018 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 10 województwach. W 7 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Słabsze perspektywy wzrostu gospodarki światowej spowodowały, że w 2018 r. liczba upadłości na świecie wzrosła jednak prawdopodobnie o 10% r/r. Sytuacja ta wynikała jednak głównie ze znacznego wzrostu liczby upadłości w Chinach (redukujących m.in. liczbę tzw. firm zombie) i niektórych krajach Ameryki Południowej (por. Rysunek 41). EH przewiduje, że globalna dynamika upadłości w 2019 r. ukształtuje się na poziomie ok. 6% r/r. Obniżenie dynamiki upadłości wymaga powrotu dynamiki rozwoju gospodarek do ich potencjału; w przypadku Europy Zachodniej do poziomu ok. 1,7% wzrostu r/r.

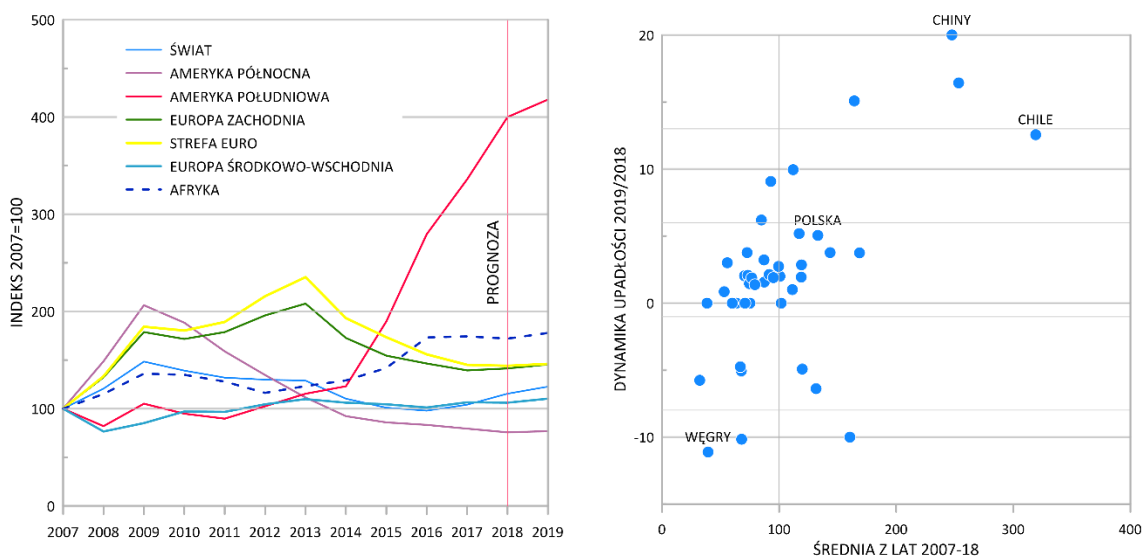
Rysunek 40 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).



Przewidywana dynamika upadłości w Polsce jest, w świetle prognozy EH, dość wysoka i wynosi ok 5% r/r. Jest to dość dużo także na tle innych krajów postsocjalistycznych (np. dla Węgier przewiduje się spadek tej dynamiki o kilkanaście procent). Skala tego zjawiska w naszym kraju jest jednak relatywnie mała. Najnowsze dane COFACE za I p. 2019 r. nie potwierdzają też tej prognozy – liczba upadłości i postępowań nie zwiększyła się.

W związku z pewnym pogorszeniem klimatu gospodarczego w niektórych krajach rozwiniętych, w IV kw. 2018 r. kontynuowano w nich tendencje wzrostu dynamiki upadłości (por. Rysunek 40). Są to jednak cały czas dynamiki ujemne, a w części z tych krajów liczby upadłości wciąż są na bardzo niskich – historycznie – poziomach.

Rysunek 41 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel).



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Euler-Hermes.

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. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe określają trend dalszego, choć słabego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów²⁴ (Rysunek 42).

W II p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały wzrost r/r stopnia zagrożenia. Spowodowane to było niekorzystną sytuacją w usługach²⁵. Po I p. 2018 r. (silny skok) ocena przeszła z neutralnej w kierunku możliwej kontynuacji wzrostu zagrożenia (krytyczne znaczenie kolejnego odczytu). Występują okresowe, dość znaczne wahania wartości stopnia zagrożenia. Możliwa jest ponowna zmiana fazowości – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na drugie półrocza roku. Prognozowana jest jednak względna stabilizacja sytuacji w perspektywie 2019 roku.

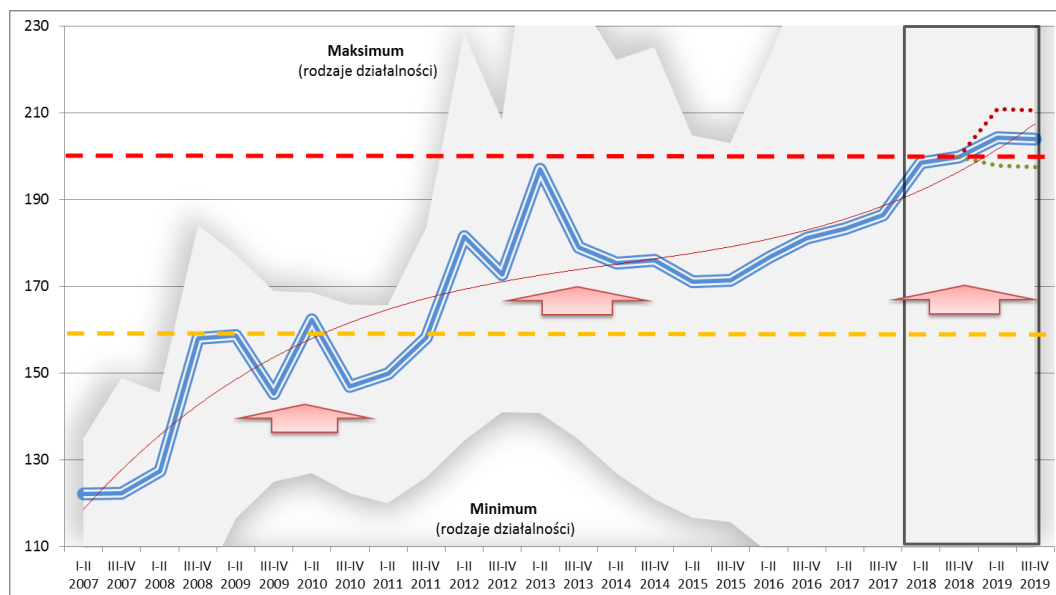
Przedsiębiorstwa średnie w I kw. 2019 r. wykazały wzrost stopnia zagrożenia r/r we wszystkich rodzajach działalności. Ocena sytuacji uzasadnia podtrzymanie ostrzeżenia, głównie z powodu usług. Występuje średniookresowy wzrost zagrożenia, z jego wartościami przekraczającymi poziom wysoki. Mają miejsce okresowe, dość silne wahania w usługach i handlu, co przenosi się na poziom ogółem. W produkcji i handlu średnioterminowy trend wzrostu zagrożenia, a w usługach zwiększenie jego intensywności. Oczekiwane jest w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. zwiększenie średniego rocznego stopnia zagrożenia.

²⁴ 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 tam także podstawowe założenia oceny stopnia zagrożenia, istniejące uwarunkowania jej przeprowadzania oraz zakres możliwych porównań.

²⁵ Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości).

Również przedsiębiorstwa duże w I kw. 2019 r. odnotowały wzrost stopnia zagrożenia r/r, a jego poziom bliski już wysokiemu wykazuje długookresową tendencję wzrostu. Wzrost zagrożenia spowodowany był niekorzystnymi zmianami głównie w produkcji oraz – w mniejszym stopniu – w handlu. W usługach poprawa sytuacji. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do progu wysokiego stopnia zagrożenia. Oczekiwane jest w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. dalsze, choć niewielkie zwiększenie stopnia zagrożenia.

Rysunek 42 Stopień zagrożenia upadłości przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 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.

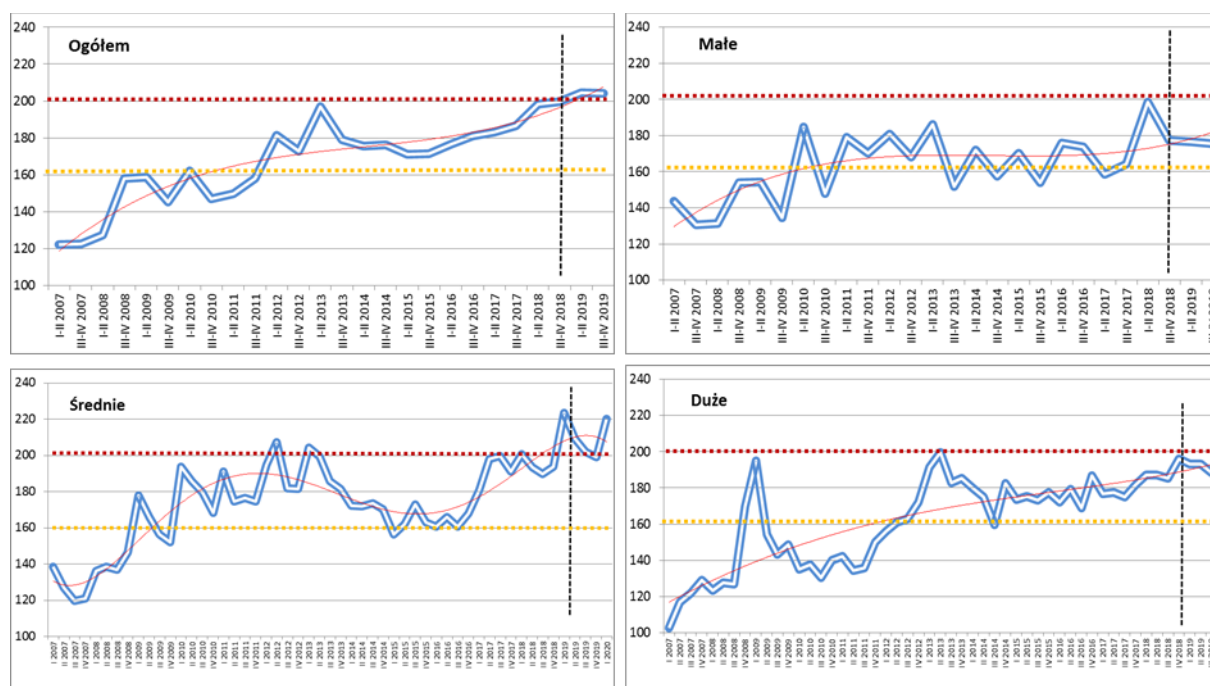
Źródło: Raport Mikro.

W produkcji niekorzystne zmiany przybrały na sile od II p. 2017 r. (poziom ostrzegawczy). Niekorzystny odczyt w II p. 2018 r. (kulminacja w 2007–2018) wzmacnia niekorzystne oceny. Scenariusz neutralny zakłada lekki wzrost zagrożenia, pogłębiony w scenariuszu pesymistycznym. W usługach widoczny jest średnioterminowy silny wzrost (kulminacja w I p. 2018 r.). Pozytywny ostatni odczyt dostarcza dla scenariusza neutralnego podstawę dla oczekiwanego zmniejszenia jego intensywności. W handlu widać długookresowe obniżanie stopnia zagrożenia. Scenariusz neutralny zakłada utrzymanie tej tendencji lub co najmniej stabilizację krótkoterminową. Scenariusz pesymistyczny przynosi gorsze oczekiwania, bez wyraźnego przejścia do fazy wzrostowej.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) widoczna w II p. 2018 r. poprawa sytuacji r/r nastąpiła tylko w budownictwie. W górnictwie i wydobywaniu odnotowano ponowny krótkookresowy wzrost zagrożenia. Brak też wiarygodnego scenariusza przyszłych zmian. W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię obserwujemy skokowy wzrost zagrożenia i przekroczenie poziomu wysokiego. Scenariusz neutralny zakłada częściowe wyhamowanie wzrostu zagrożenia. W przetwórstwie przemysłowym także widać wzrosty zagrożenia, ale o niskiej dynamice. Scenariusz neutralny zakłada tu krótkookresową stabilizację. W budownictwie scenariusz neutralny, pomimo zakładania dość znacznych wahań okresowych, wskazuje na krótkookresową poprawę. W transporcie i gospodarce magazynowej ostatni, niekorzystny, odczyt wpływa na pogorszenie prognoz, które dla scenariusza neutralnego wskazują co najwyżej możliwą stabilizację. W informacji i komunikacji, która

historycznie charakteryzowała się najniższym stopniem zagrożenia, ostatnie odczyty wskazują na krótkookresową stabilizację, kontynuowaną także w scenariuszu neutralnym (Rysunek 46).

Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p./I kw. 2007 r. – II p. 2019/I kw. 2020 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)



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

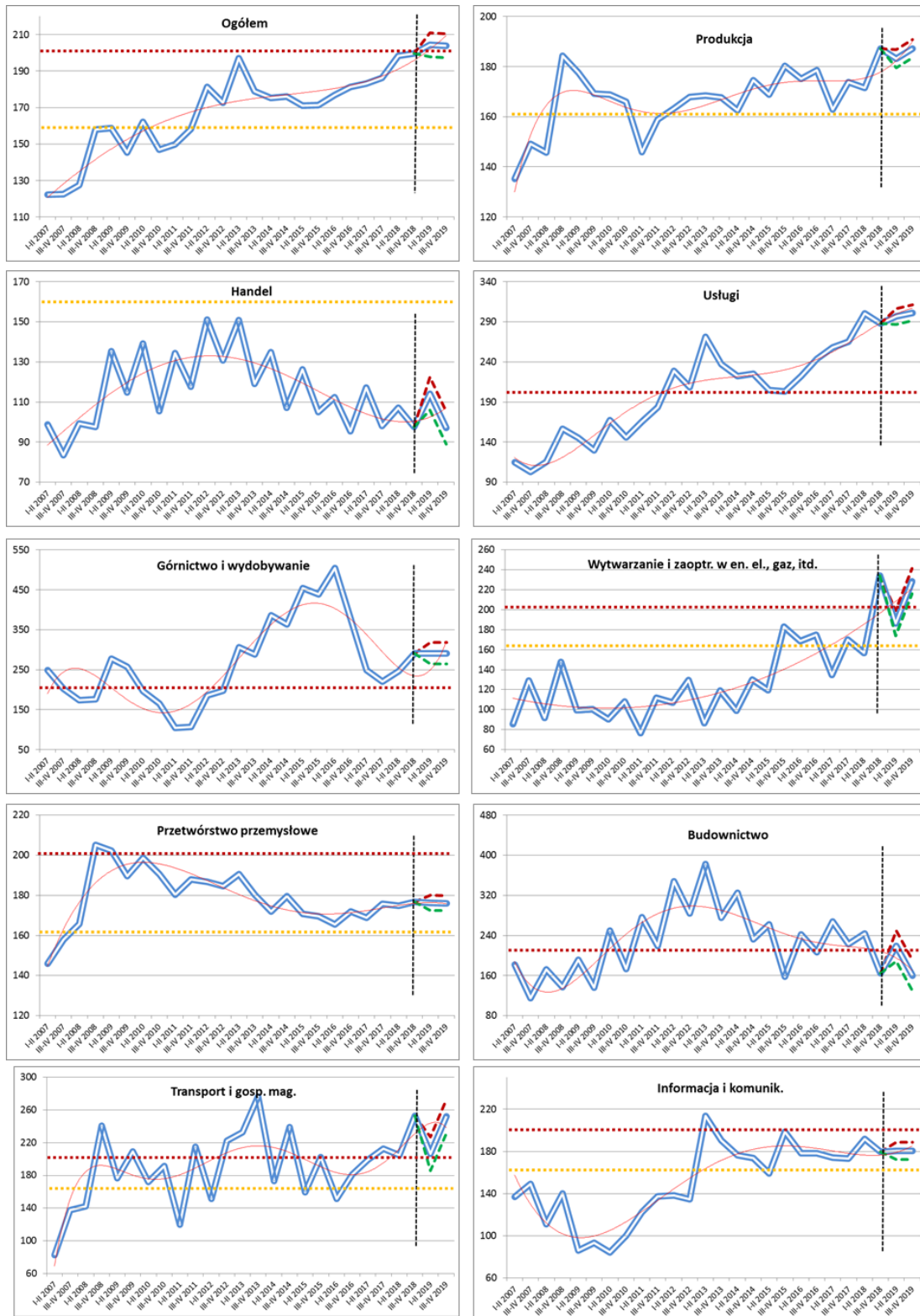
Źródło: Raport Mikro.

Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, postępujący w ramach jego tendencji średniookresowej, wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2019 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego²⁶ przewidują wzrost zagrożenia w I p. 2019 r. +3,0% r/r, natomiast w II p. 2019 r. +2,0% r/r. Sytuację ocenia się ogólnie jako kontynuację umiarkowanej tendencji do wzrostu zagrożenia, po przekroczeniu poziomu wysokiego. Obecne osłabienie intensywności tego wzrostu jeszcze nie może być podstawą wniosku o dojściu do górnego punktu zwrotnego.

Stopień zagrożenia upadłością (MW) jest nadal wysoce skorelowany z odsetkiem wszczętych sądowych postępowań upadłościowych (współczynnik korelacji liniowej $r=0,82$). W ocenie tej należy mieć na uwadze zmiany tempa wartości dodanej (ogólne warunki gospodarowania) oraz czynniki prawno-proceduralne związane z sądowymi postępowaniami upadłościowymi.

²⁶ Sposób wyznaczania scenariuszy opisany jest w *Raporcie Mikro*.

Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 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.

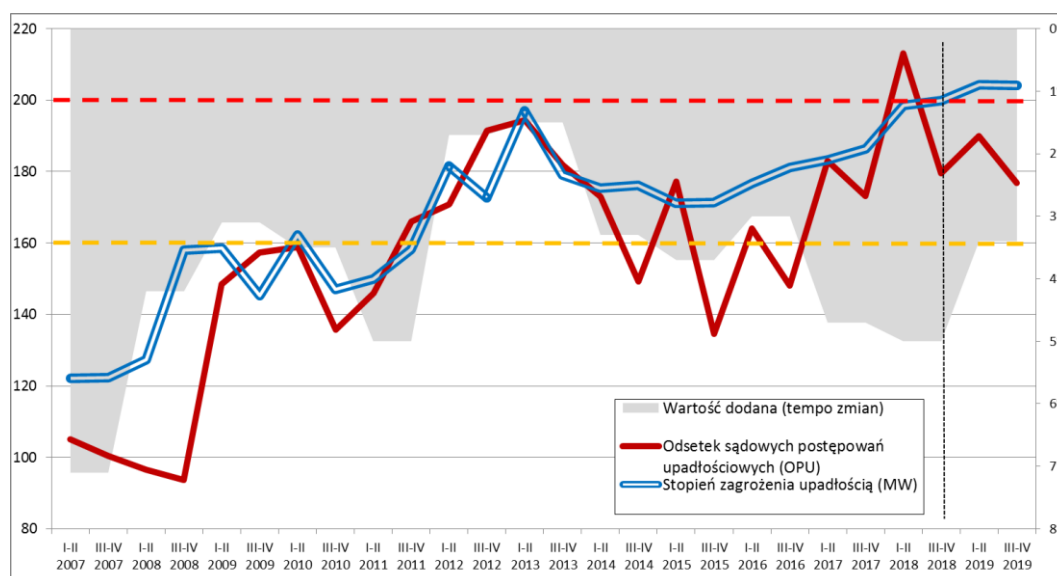
Źródło: Raport Mikro.

Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2018 r.

Województwo	Wzorzec	MSO	Pozycja rangowa
mazowieckie	I	4,391	1
śląskie	I	2,336	2
dolnośląskie	I	2,149	3
łódzkie	II	1,449	4
lubelskie	II	1,210	5
wielkopolskie	III	2,217	6
małopolskie	III	1,424	7
pomorskie	IV	1,172	8
zachodniopomorskie	IV	1,081	9
kujawsko-pomorskie	IV	1,024	10
podkarpackie	IV	1,003	11
warmińsko-mazurskie	IV	0,995	12
podlaskie	IV	0,910	13
lubuskie	IV	0,891	14
opolskie	IV	0,880	15
świętokrzyskie	IV	0,875	16

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 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 (tab. 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 tab. 4 należy wskazać, że regionami objętymi szczególną uwagą, dla przedsiębiorstw ogółem, powinny być woj. mazowieckie, śląskie i dolnośląskie. Województwa łódzkie i lubelskie zakwalifikowano do II ćwiartki, co wskazuje, że w tych regionach odnotowano ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością, lecz poniżej przeciętną liczbę pracujących w tych regionach. Dla działalności produkcyjnej takim regionem szczególnej uwagi były województwa dolnośląskie i śląskie, dla usług – dolnośląskie, mazowieckie i wielkopolskie i dla handlu – dolnośląskie, małopolskie i mazowieckie.

V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

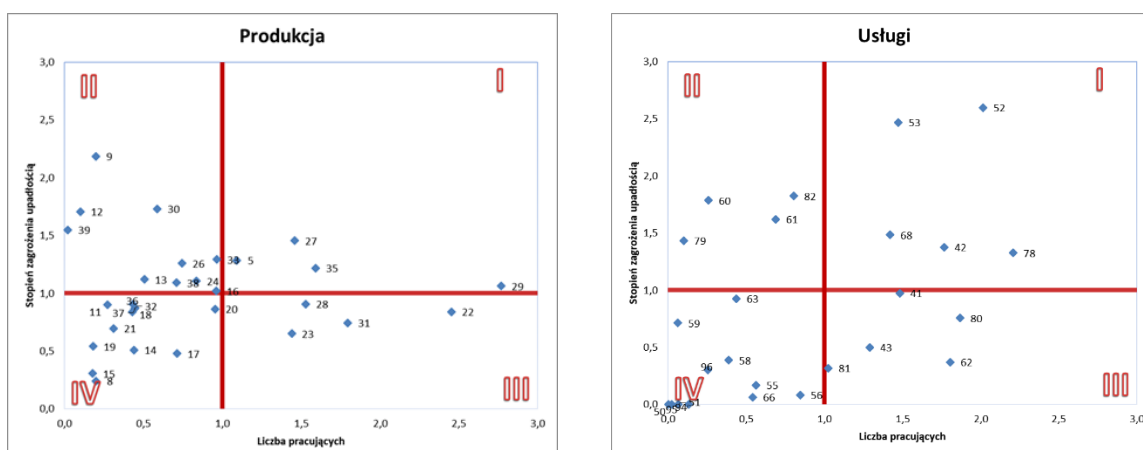
Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać 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 zaobserwowano wysoki stopień zagrożenia upadłością w całym badanym okresie w dziale PKD 30 (produkcja pozostałego sprzętu transportowego) i w 7 działach PKD wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy. Na uwagę, ze względu na niekorzystną sytuację, zasługują działy PKD 05, 09 26, 27 i 33 w których wysoki oraz ostrzegawczy stopień zagrożenia zaobserwowano w praktycznie całym okresie analizy. W działalności usługowej silnie zagrożone w całym okresie były przedsiębiorstwa zakwalifikowane do działu PKD 78 (działalność związana z zatrudnieniem), w którym aż w 22/24 półroczach wartość stopnia zagrożenia kształtowała się na wysokim poziomie. Aż w 10 działach PKD w ponad połowie okresu analizy odnotowano wysoki stopień zagrożenia. W długim okresie analizy silnie niekorzystna sytuacja obserwowana jest w budownictwie (dział PKD 41 i 42) oraz w działalności związanej z magazynowaniem i transportem (dział PKD 51, 52, 53).

Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych sytuacja kształtowała się na wysoce korzystnym poziomie, co potwierdza fakt zmniejszenia o 4 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia, zmniejszeniu o stopniu ostrzegawczym o 3, przy jednoczesnym wzroście liczby działów o niskim stopniu zagrożenia +7. W przedsiębiorstwach średnich w IV kw. 2018 r. obserwowana sytuacja z zarysowanym niekorzystnym scenariuszem wzrostowym, potwierdzona została wzrostem o 4 liczby działów o stopniu zagrożenia na poziomie wysokim, przy jednoczesnym zmniejszeniu liczby działów o poziomie ostrzegawczym i braku zmian na poziomie niskim. Klasa dużych przedsiębiorstw cechowała się silnym pogorszeniem sytuacji, która zobrazowana została wzrostem o 2 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia, wzroście o 1 liczby działów na poziomie ostrzegawczym i zmniejszeniu o 23 liczby działów na poziomie zagrożenia niskim.

Rysunek 46 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2018 r.



Źródło: Raport Mikro.

Analiza stopnia zagrożenia w II p. 2018 r. pozwoliła wyodrębnić działy PKD cechujące się ponadprzeciętnym stopniem zagrożenia (MSO) oraz ponadprzeciętną liczbą pracujących (rys. 47):

- **przedsiębiorstw ogółem:**
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
 - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
 - wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
 - wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
 - działalność pocztowa i kurierska (53),
 - działalność związana z zatrudnieniem (78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
 - działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (68);

- **przedsiębiorstw małych:**
 - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
 - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);

- **przedsiębiorstw średnich (I p. 2019 r.):**
 - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
 - handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
 - działalność związana z zatrudnieniem (78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52);

▪ **dla przedsiębiorstw dużych (I p. 2019 r.):**

- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nieskasyfikowana (28),
- działalność związana z zatrudnieniem (78),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność detektywistyczna i ochroniarska (80).

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.

Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2017 r. – II p. 2018 r.

Działy PKD	III-IV 2017	I-II 2018	III-IV 2018
PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE			
05 WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)	X	X	✓
27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	✓	✓	✓
29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI	✓	✓	✓
35 WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, PARĘ WODNĄ, GORĄCĄ WODĘ I POWIETRZE DO UKŁADÓW KLIMATYZACYJNYCH	X	X	✓
PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE			
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ	✓	✓	✓
52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT	✓	✓	✓
53 DZIAŁALNOŚĆ POCZTOWA I KURIERSKA	✓	✓	✓
68 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU NIERUCHOMOŚCI	✓	✓	✓
78 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZATRUDNIENIEM	✓	✓	✓

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

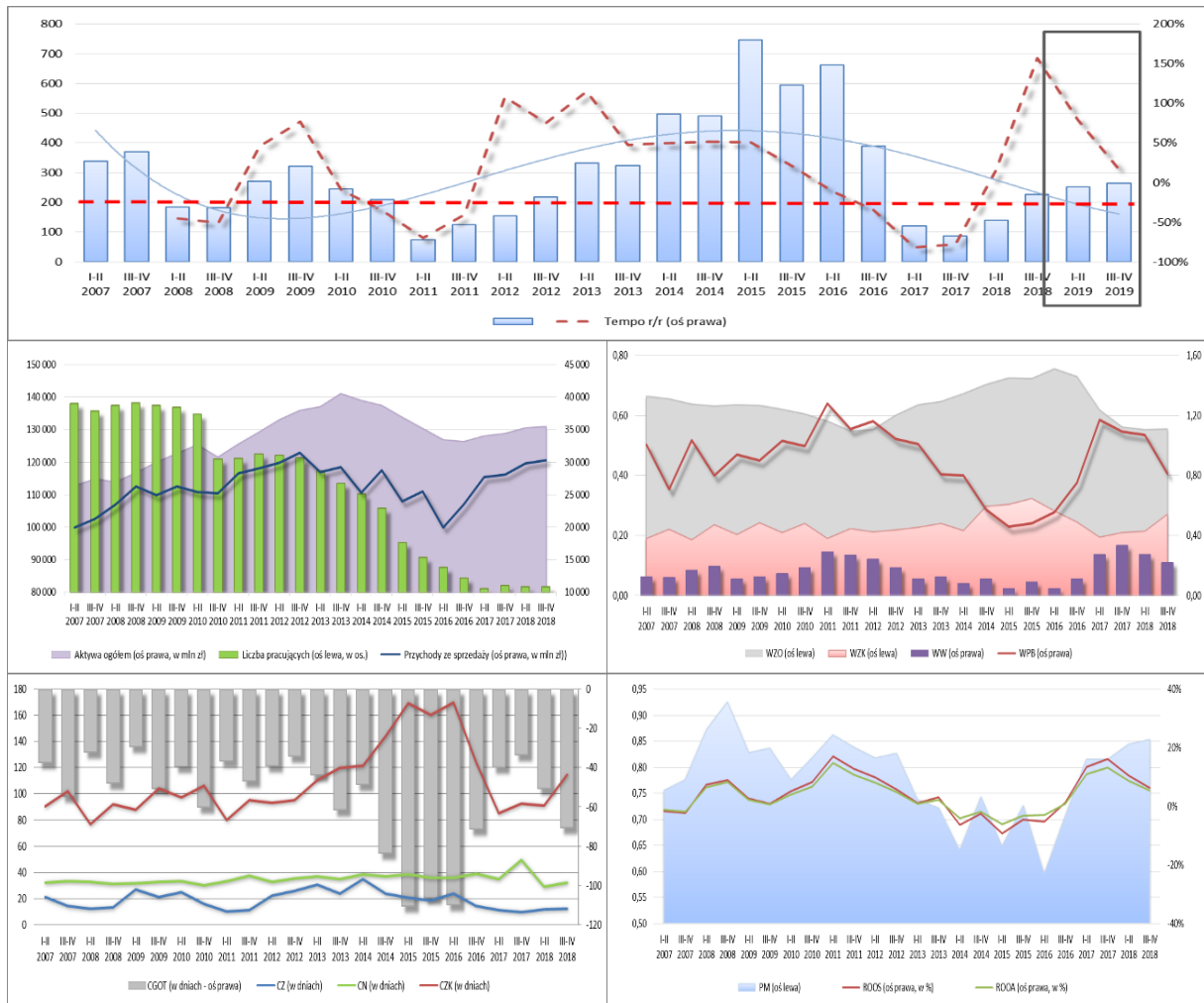
Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych GUS w Warszawie, Pont Info w Warszawie i Coface Polska.

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością i o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę w nich pracujących) w II p. 2018 r. wskazano 9 działów PKD, w tym 4 z działalności produkcyjnej i 5 z działalności usługowej. W II p. 2018 r. – podobnie jak to miało miejsce w II p. 2017 r. i I p. 2018 r. – żaden z działów handlowych nie został wskazany jako szczególnie zagrożony. Spośród wskazanych 9 działów PKD, aż 7 zostało wskazane jako szczególnie zagrożone w II p. 2017 r. i w I p. 2018 r. W II p. 2018 r. wśród działów szczególnie zagrożonych po raz pierwszy wskazano dział PKD 5 – wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu) oraz dział PKD 35 wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych. Liczba działów PKD wskazanych jako zagrożonych zwiększyła się w porównaniu do I p. 2018 r.

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 5 – Wydobycie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.) – dział PKD 5

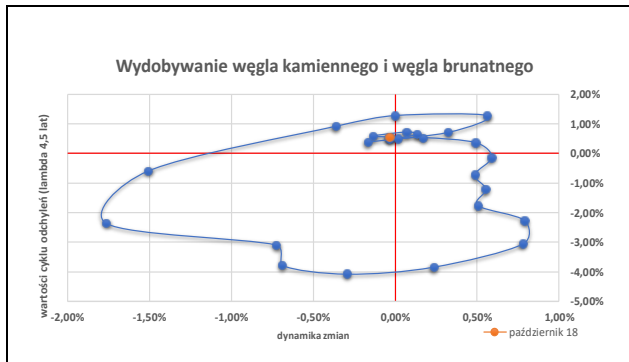


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

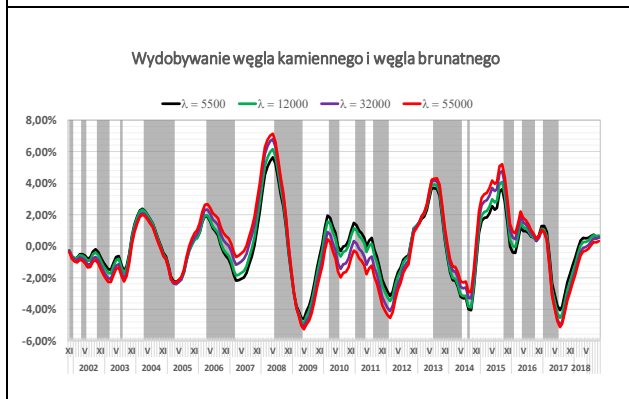
Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 17 przedsiębiorstw (brak zmian r/r). Od 2007 r. obserwowane było systematyczne zmniejszanie zatrudnienia i jednoczesny wzrost wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, które od I p. 2016 r. nasiliły swoją intensywność i finalnie kształtowały na następujących poziomach: 81 744 osoby, 35 509 mln zł – aktywa i 30 296 mln zł – przychody ze sprzedaży. Jedynie liczba pracujących w II p. 2018 r. cechowała się ujemną wartością tempa zmian, natomiast zarówno przychody ze sprzedaży jak i aktywa cechowały się wzrostem ich wartości. Korzystna sytuacja dotycząca obszaru struktury kapitałowo-majątkowej utrzymująca się od 2015 roku została w I p. 2018 roku zahamowana i trend został odwrócony. Niekorzystnym zmianom towarzyszył znaczący wzrost zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym pogorszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W II p. 2018 r. zadłużenie krótkoterminowe wzrosło o 30% wykazując taką tendencję od trzech półroczy. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 26% i o 34% wskazując sytuację jako niekorzystną, z tendencją do jej pogłębiania się. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę do 2015 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywne jego skracanie aż do II p. 2017 r., w którym nastąpiło ponowne wydłużenie. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, który mógł być spowodowany wzrostem cyklu należności. Obserwowany cykl zapasów cechował się stabilną sytuacją. Zarysowana od I p. 2015 r.

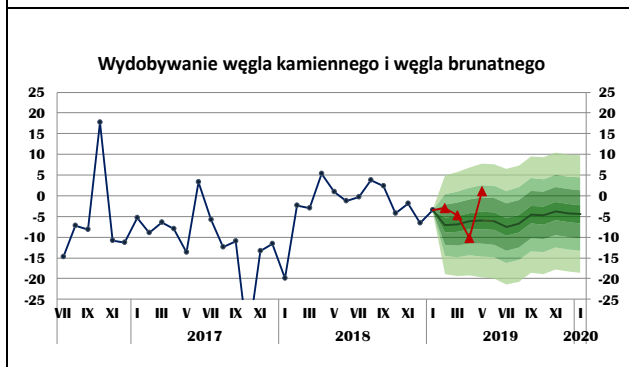
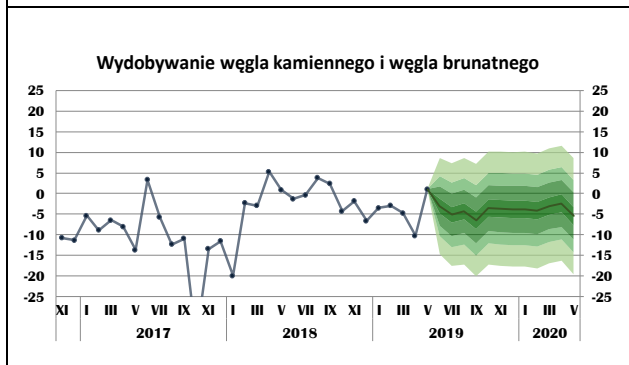
tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w II p. 2017 r. cechując się zmniejszaniem rentowności w ostatnich dwóch półroczach. Po niekorzystnym trendzie zmniejszania produktywności majątku do I p. 2016 r. nastąpiło odwrócenie trendu na silnie wzrostowy. Korzystny trend zmniejszania stopnia zagrożenia trwający od 2015 roku został zatrzymany i następnie odwrócony w II p. 2017 r. cechując się w kolejnych półroczach wysokim tempem wzrostu. W II p. 2018 r. stopień zagrożenia upadłością kształtuje się na poziomie wysokim (226) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do jego wzrostu.



Ostatnie punkty zegara zbliżają się do drugiej ćwiartki układu współrzędnych, co wskazuje na wyhamowanie poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Niska wartość próbkowego współczynnika korelacji (poniżej 0,5) świadczy o niewielkiej synchronizacji cyklu odchylen tej zmiennej z cyklem odchylen produkcji ogółem. Sugeruje to niewielki udział wahań cyklicznych (utożsamianych ze zmianą koniunktury) w tej zmiennej.

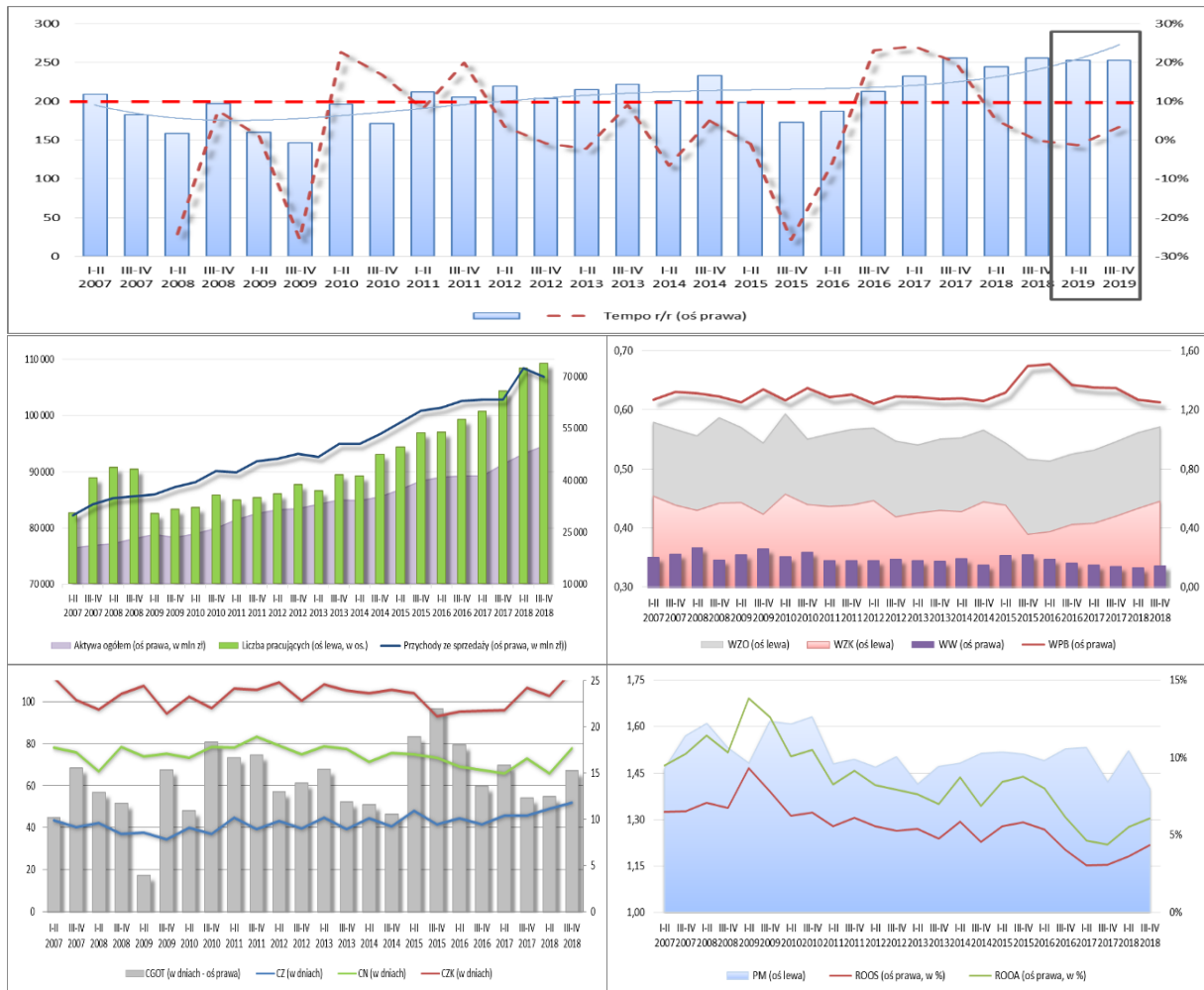


Nowo napływające obserwacje (od lutego do maja 2019 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predyktywnego. Prognoza punktowa (mediana rozkładów) wskazuje na ujemne wielkości produkcji r/r na poziomie ok. -8%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r waha się w przedziale 0,67-0,84. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,61). Rozproszenie rozkładów predyktywnych jest względnie stałe w horyzoncie prognozy.



Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 27

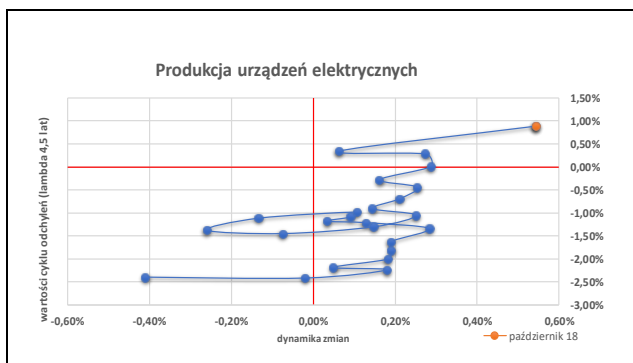


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

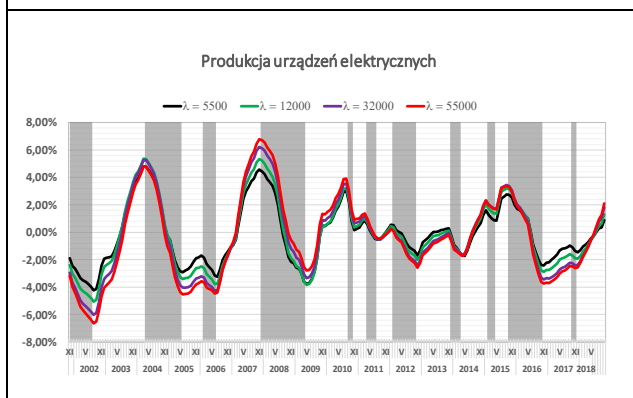
Źródło: Raport Mikro.

II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 495 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 5). Od 2009 r. obserwowany jest systematyczny wzrost zatrudnienia, a w całym okresie analizy odnotowano wzrost wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, a w II p. 2018 r. wartości ich kształtowały na następujących poziomach: 109 325 osób, 49 943 mln zł – aktywa i 69 906 mln zł – przychody ze sprzedaży. Wyraźnie obserwowalne w II p. 2018 r. spowolnienie tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Zauważalne są od II. p. 2015 r. 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. 2018 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 4,73%, zadłużenie krótkoterminowe o 5,98% wykazując taką tendencję od pięciu półroczy. W przypadku płynności bieżącej odnotowano zmniejszenie r/r o 7,35% i jednoczesny wzrost zdolności obsługi długu o 4,87% wskazując sytuację jako niekorzystną, z tendencją do jej pogłębiania się. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę do 2015 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywne jego skracanie aż do II p. 2018 r., w którym nastąpiło odwrócenie tendencji. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, cykl należności. Obserwowany cykl zapasów wykazywał cechy o charakterze wzrostowym. Zarysowana od II p. 2009 r. tendencja zmniejszania rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w II p. 2017 r. wskazując na jego odwrócenie trwające do II p. 2018 r.

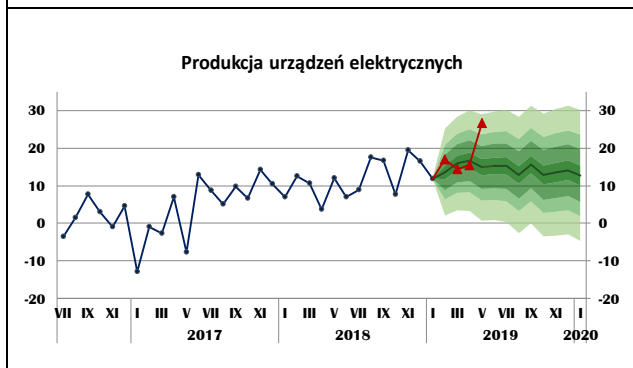
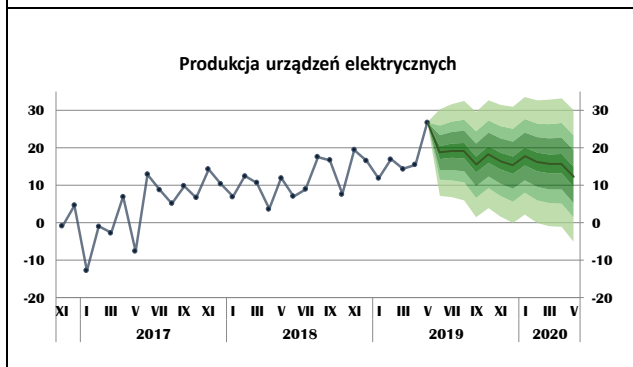
W zakresie sprawności działania odnotowano w II p. 2018 r. pogorszenie produktywności majątku. Dział charakteryzuje od II p. 2015 r. wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się na poziomie wysokim (255) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji na poziomie wysokim.



Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchyień. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,81 wskazuje, iż cykl odchyień produkcji wyrobów elektrycznych charakteryzuje się wysokim poziomem synchronizacji z cyklem odchyień produkcji ogółem. Amplituda wahań cyklu ok. 6%.

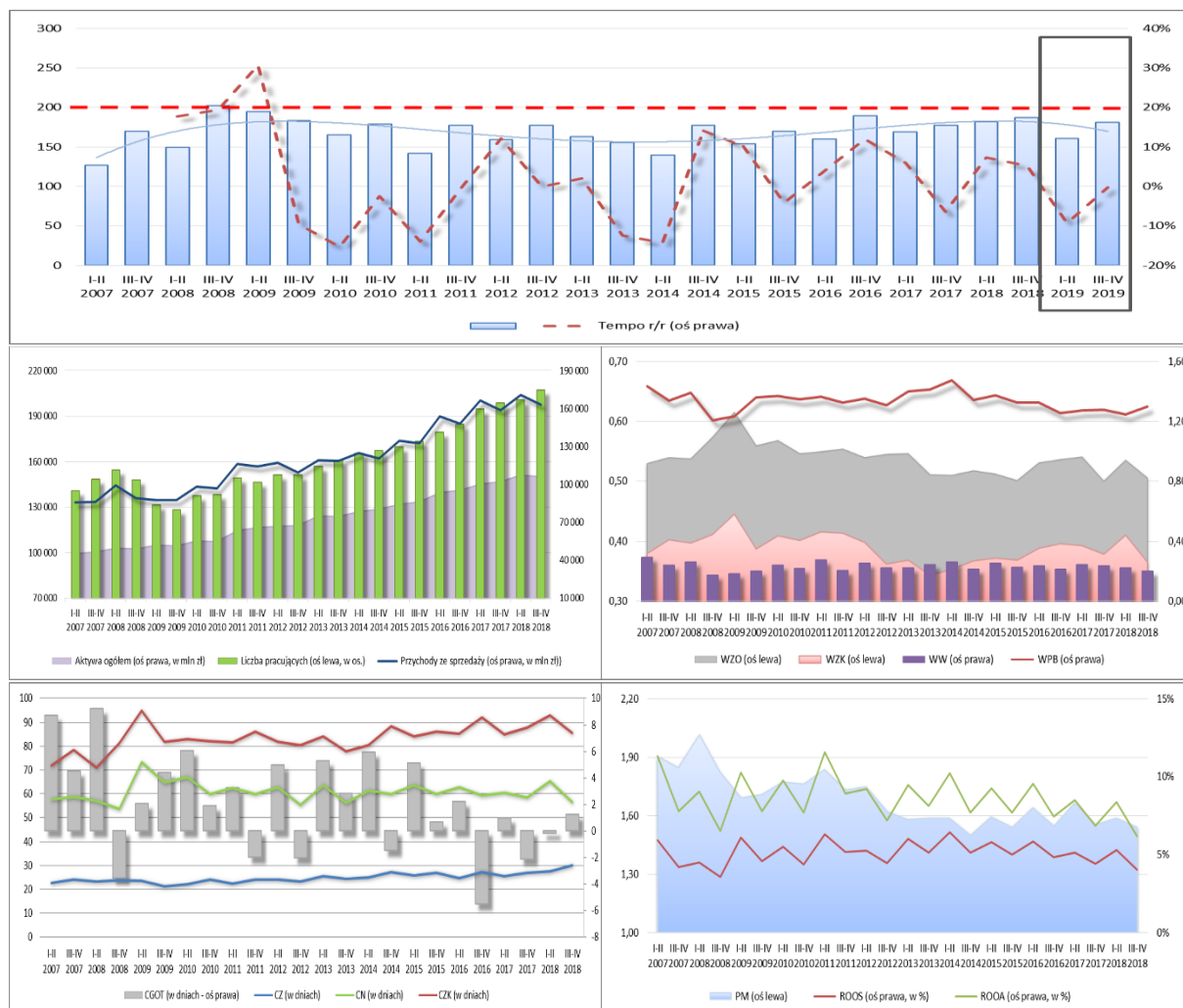


Nowo napływające obserwacje (za miesiące od lutego do maja 2019 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predyktywnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predyktywnych) waha się w przedziale od 12% do 17%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,11. 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 0,61).



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

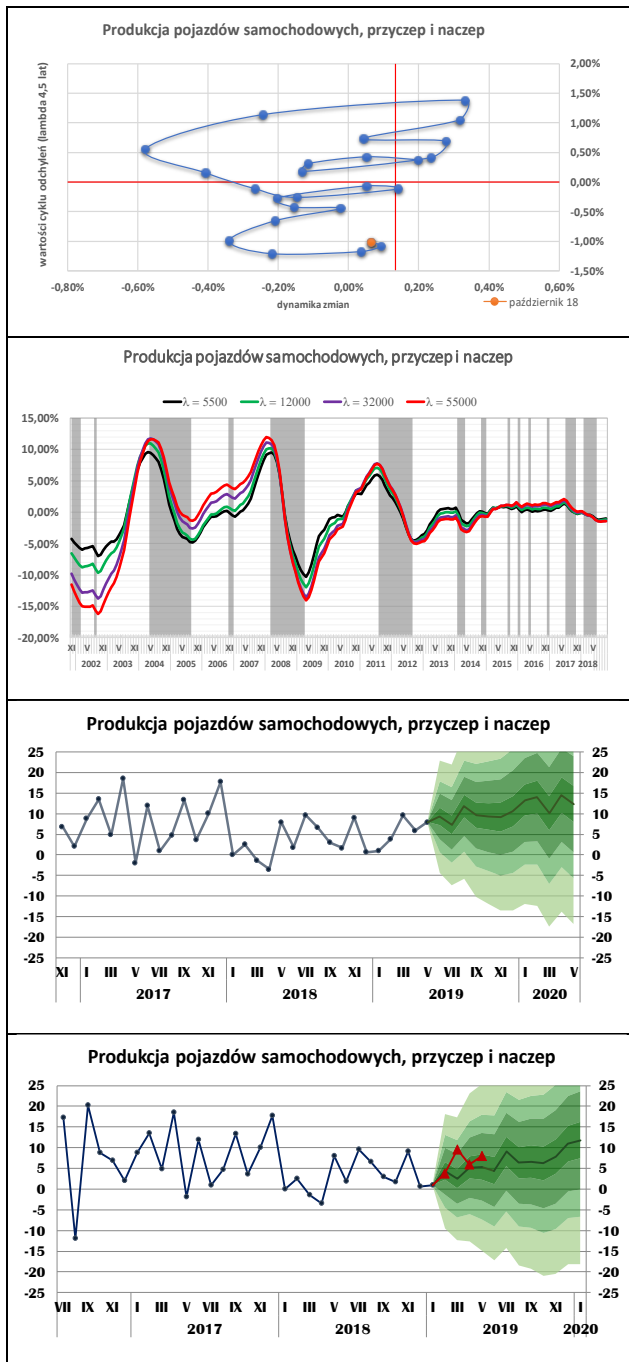
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 29



Uwagi: WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WZOZ – wskaźnik zdolności obsługi zadłużenia; 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.

W II p. 2018 r. działały tu 442 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 5 przedsiębiorstw). Od 2010 r. zarysowana jest wyraźna tendencja wzrostu zatrudnienia, wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, została utrzymana w II p. 2018 r., a wartości miar kształtowały się na odpowiednim poziomie: zatrudnienie wyniosło 207 310 osób, wartość aktywów ogółem 105 845 mln zł, a wartość przychodów ze sprzedaży 162 931 mln zł. Widoczna od 2009 r. tendencja zmniejszania zadłużenia ogółem na koniec 2015 r. została zatrzymana odwracając tendencję w kierunku wzrostowym. Obserwowany trend wzrostu zadłużenia krótkoterminowego od II p. 2013 roku został w II p. 2018 r. odwrócony. Pogorszenie sytuacji obserwujemy analizując zdolności do obsługi długu, który od czterech półroczy cechuje się zmniejszaniem. Niekorzystnej zmianie struktury kapitałowo-majątkowej towarzyszył utrzymujący się od II p. 2013 r. wzrost zadłużenia krótkoterminowego oraz zmniejszanie się płynności bieżącej, które zostały przełamane w II p. 2018 r. Cykl gotówki znacząco wzrósł r/r przy jednoczesnym zmniejszeniu cyklu należności, cyklu zobowiązań krótkoterminowych i wzroście cyklu zapasów. Obserwowane jest pogorszenie rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów, które w II p. 2018 r. wykazuje pogłębiający się zmniejszania poziomu rentowności. W II p. 2018 r. odnotowano również pogorszenie w zakresie sprawności działania (zmniejszenie produktywności majątku). Stopień zagrożenia upadłością od I p. 2017 r. cechuje się

wzrostem do poziomu 186 w II p. 2018 r., pozostając nadal na poziomie ostrzegawczym. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje stabilizację w kolejnych półroczach utrzymując stopień zagrożenia na poziomie ostrzegawczym.

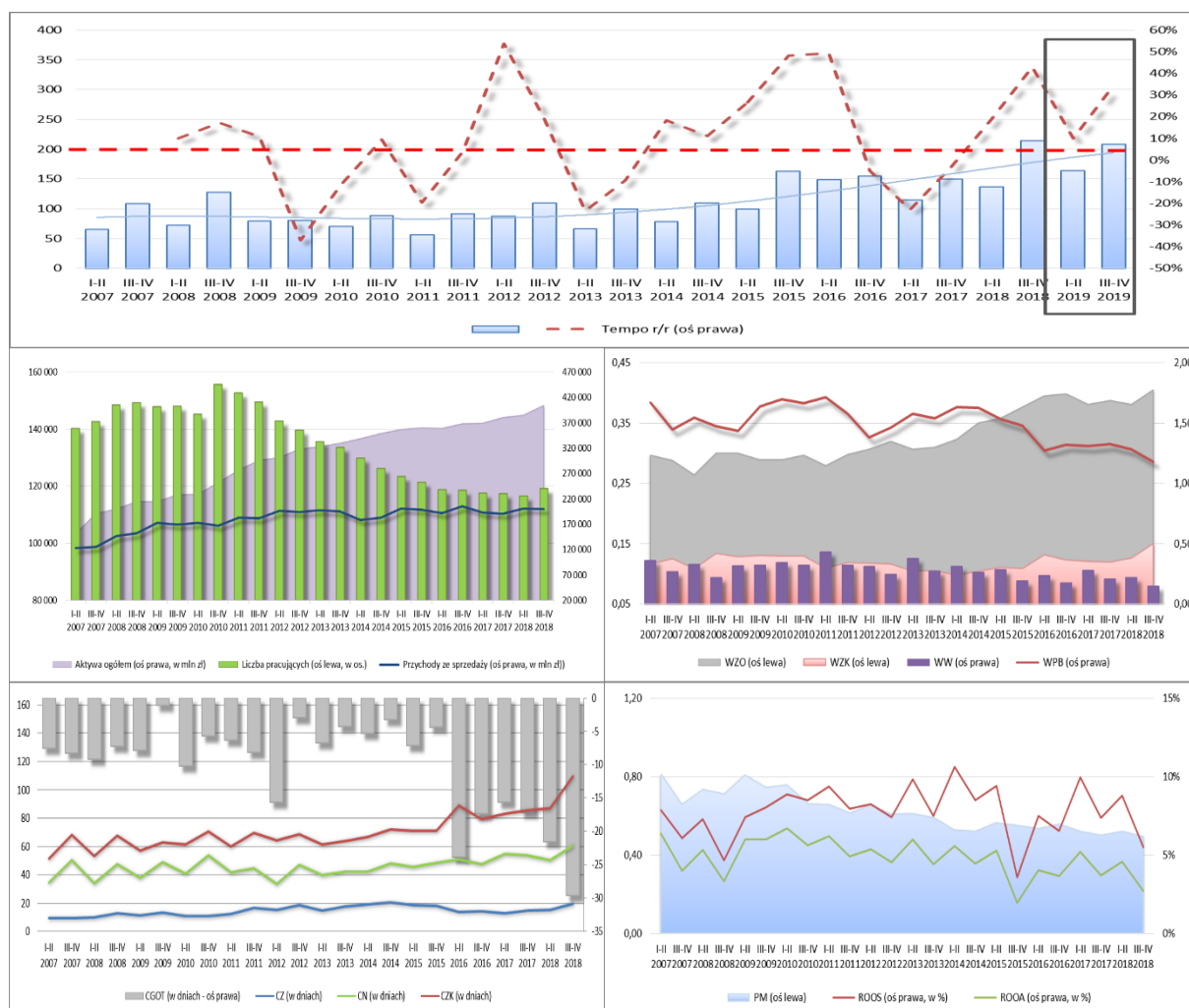


Zegary o niskim stopniu czytelności, ze względu na niską amplitudę wahań cyklu. Amplituda ta uległa zmniejszeniu do poziomu ok. 1% w ostatnich 3-4 latach, wobec obserwowanej przed tym okresem amplitudy sięgającej nawet 12-15%. Ostatnie punkty zegara oscylują pomiędzy trzecią a czwartą ćwiartką układu współrzędnych. Położenie zegarów w wariancie 2 (przesunięcie na prawo od osi pionowej) świadczy o utrzymującej się tendencji do wzrostu indeksu produkcji w tym dziale w ostatnich dwóch latach. Współczynnik korelacji pomiędzy wyodrębnionym cyklem odchyień a cyklem odchyień dla produkcji ogółem na poziomie ok. 0,91 wskazuje na wysoki stopień synchronizacji tych cykli.

Nowo napływające obserwacje (za miesiące od lutego do maja 2019) wpłynęły na obniżenie rozkładu predyktywnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predyktywnych) wzrasta z poziomu ok. 2-3% do ok. 11-12%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r waha się w przedziale od 0,25 do 0,39. Z prawdopodobieństwem 0,62 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy. Rozkłady predyktywne o wzrastającym w czasie rozproszeniu.

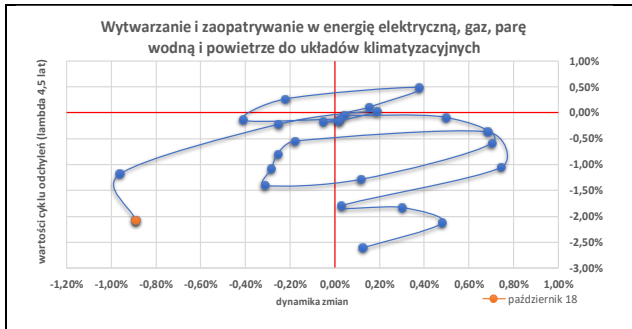
Dział PKD 35 – Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 29

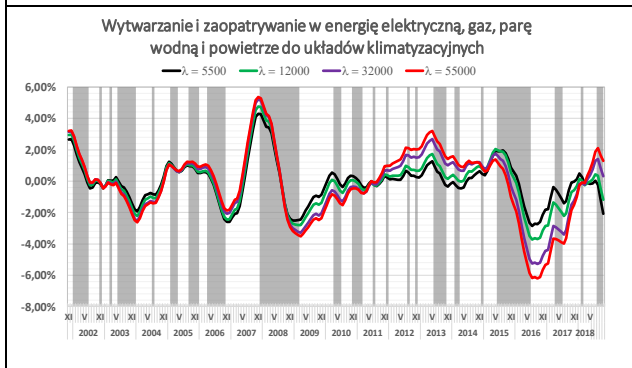


Uwagi: WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WZOZ – wskaźnik zdolności obsługi zadłużenia; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; PM – produktywność majątku (prędkość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

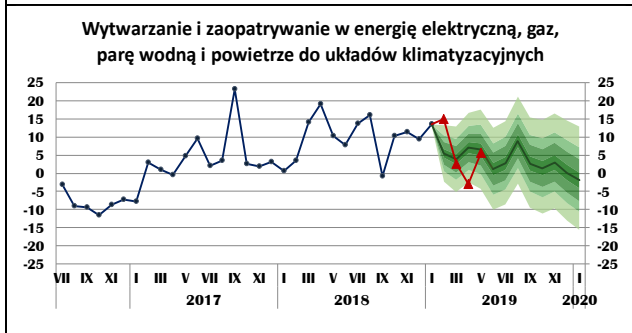
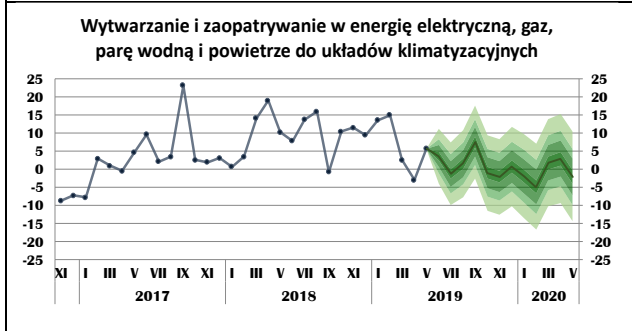
Dział tworzyło w II p. 2018 r. 446 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 3 przedsiębiorstwa). Zarysowana wyraźna tendencja wzrostu wartości majątku i przychodów ze sprzedaży oraz zmniejszania zatrudnienia, została utrzymana w II p. 2018 r., gdzie zatrudnienie wyniosło 119 086 osób, wartość aktywów ogółem 403 846 mln zł, a wartość przychodów ze sprzedaży 199 304 mln zł. Widoczna tendencja wzrostu zadłużenia ogółem została utrzymana w II p. 2018 r. Pogorszenie sytuacji obserwujemy również w analizie zdolności do obsługi długu oraz na poziomie płynności bieżącej, które to miary od 2011 r. cechuje tendencja pogłębiania kryzysu. Niekorzystnej zmianie struktury kapitałowo-majątkowej towarzyszył utrzymujący się od II p. 2013 r. wzrost zadłużenia krótkoterminowego oraz zmniejszanie się płynności bieżącej. W II p. 2018 r. cykl gotówki znacząco wzrósł r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu należności, cyklu zobowiązań krótkoterminowych oraz cyklu zapasów. Obserwowane pogorszenie od 3 półroczy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów wykazuje w II p. 2018 r. ponownie pogorszenie cechując się zmniejszeniem r/r. W II p. 2018 r. odnotowano pogorszenie w zakresie sprawności działania (zmniejszenie produktywności majątku). Stopień zagrożenia upadłością od I p. 2017 r. cechuje się wzrostem do poziomu 214 w II p. 2018 r., kształtując się na poziomie wysokim. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na stabilizację na poziomie wysokim.



Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w trzeciej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na wyhamowanie koniunktury w tej sekcji produkcji. Potwierdza to również analiza dynamiki cyklu odchylenia tej zmiennej. Cykl odchylenia w tej sekcji produkcji nie jest zsynchronizowany z cyklem odchylenia produkcji ogółem.

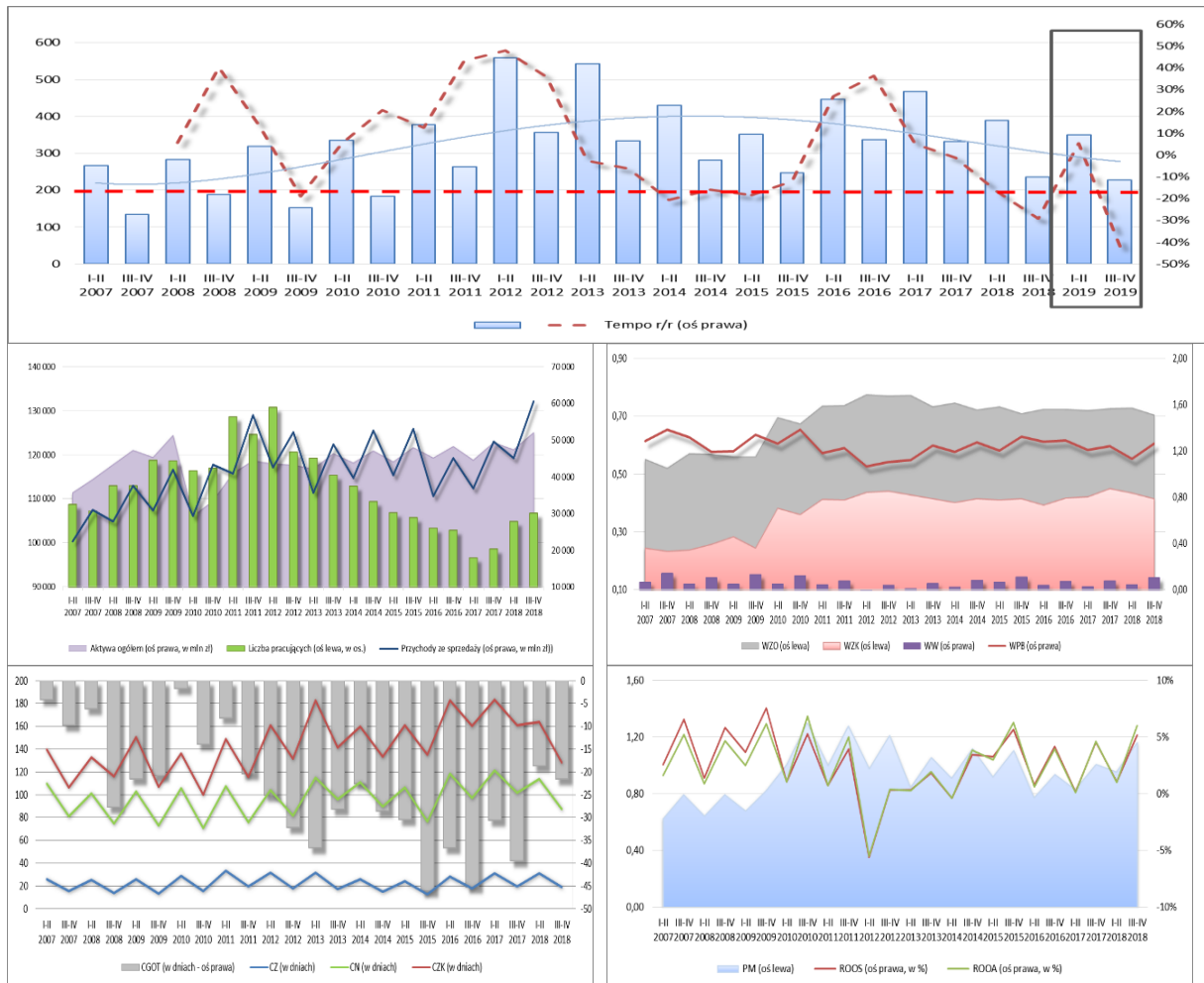


Nowo napływające obserwacje (za miesiące od lutego do maja 2019 r.) wpłynęły na podwyższenie rozkładu predykcyjnego, szczególnie w początkowym okresie prognozy. Bieżące tendencje centralne (mediany) rozkładu predykcyjnego wskazują na tendencję do spadku produkcji r/r z poziomu ok. 6-7% do ok. 0% na końcu horyzontu prognozy. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r jest zmienne w czasie, waha się w przedziale 0,11-0,59 (wykazując przy tym tendencję do wzrostu wartości). Z prawdopodobieństwem 0,66 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy.



Dział PKD 42 – Roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej

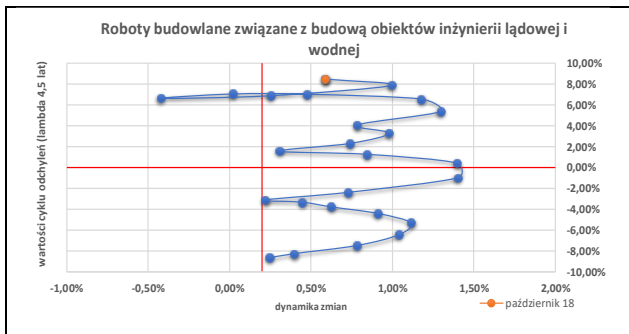
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 42



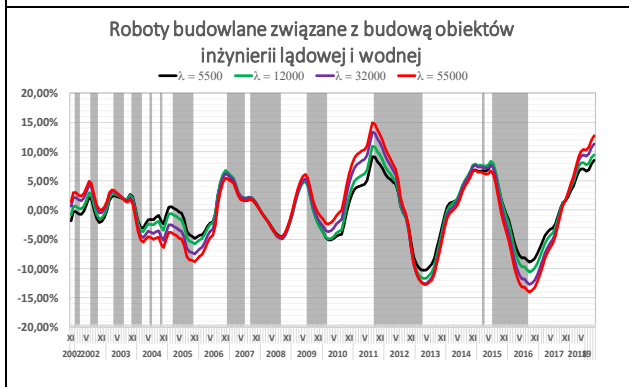
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

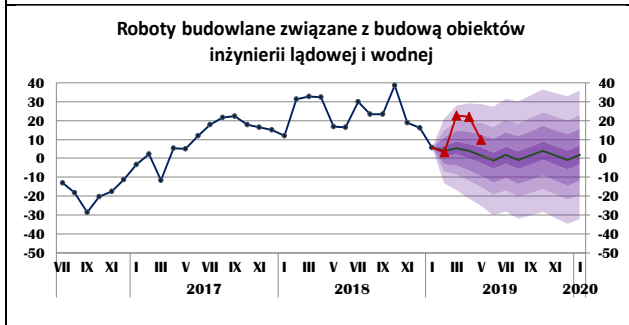
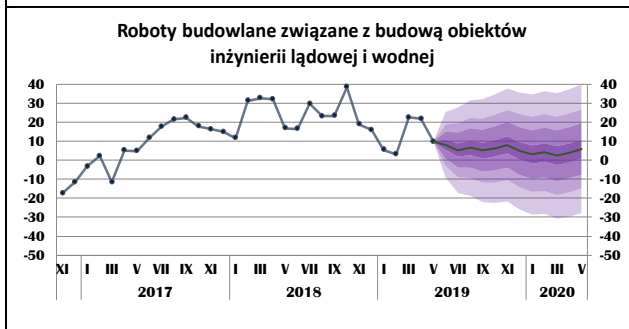
W II p. 2018 r. działalność prowadziło 1 338 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 41), w których zatrudnionych było 106 775 osób (wzrost r/r o 8,3%). W II p. 2018 r. po raz trzeci odnotowano wzrost liczby pracujących wskazując na trwałą tendencję zmian. Wartość aktywów ogółem wyniosła 52 026 mln zł (wzrost wartości od siedemnastu półroczy), a wartość przychodów ze sprzedaży 60 606 mln zł (zarysowana tendencja wzrostowa od I p. 2016 r.). Po okresie niekorzystnych zmian w II p. 2018 r. zaobserwowano poprawę sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszyło zmniejszenie poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie obserwowanym zarysowanej poprawie płynności bieżącej. W II p. 2018 r. zaobserwowano wzrost zdolności do obsługi zadłużenia. W II p. 2018 r. cykl gotówki wzrósł r/r, przy jednoczesnym skróceniu 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 od II p. 2017 roku odnotowano ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę, która została utrzymana w II p. 2018 r. Od II p. 2010 r. odnotowywane pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku) zostało przełamane w I p. 2016 r. cechując się silną tendencją wzrostową. Zarysowana od I p. 2017 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została utrzymana w II p. 2018 roku stabilizując sytuację jednak dalej na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje utrzymującą się tendencję zmniejszania wartości stopnia zagrożenia.



Zegary cyklu czytelne, o regularnym kształcie. Położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (przejście do drugiej ćwiartki) oraz analiza dynamiki cyklu odchyłeń wskazują na wyhamowanie tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji budowlanej. Amplituda wahań cyklu odchyłeń ok. 12%.

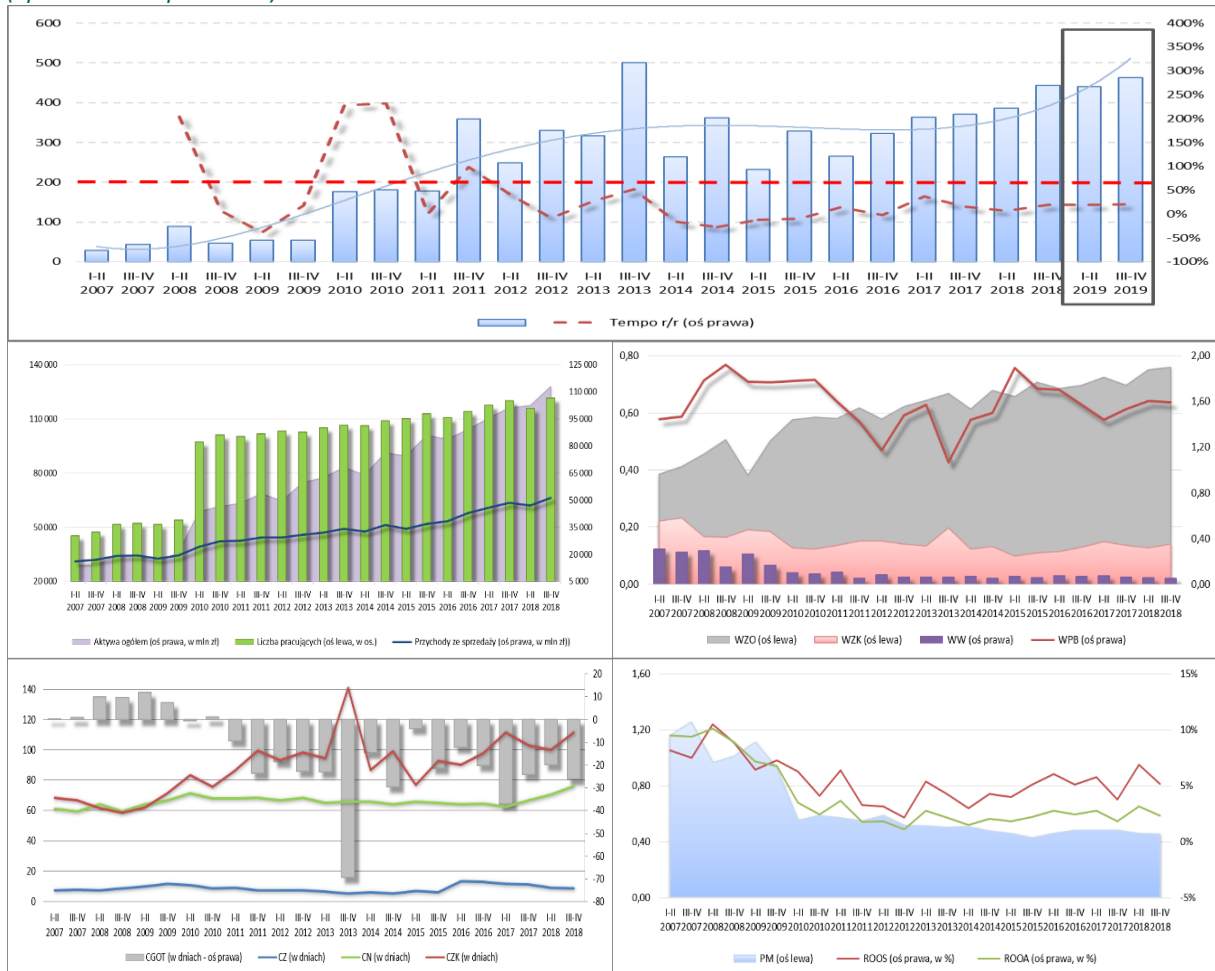


Nowo napływające obserwacje (za miesiące od lutego do maja 2019 r.) wpłynęły na obniżenie rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) waha się w przedziale od -1% do 5%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika waha się w przedziale 0,35-0,53. Z prawdopodobieństwem 0,54 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półroczu okresu prognozy. Rozproszenie rozkładów predykcyjnych dla tego działu budownictwa silnie różnie 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. – I p. 2018 r.) – dział PKD 52



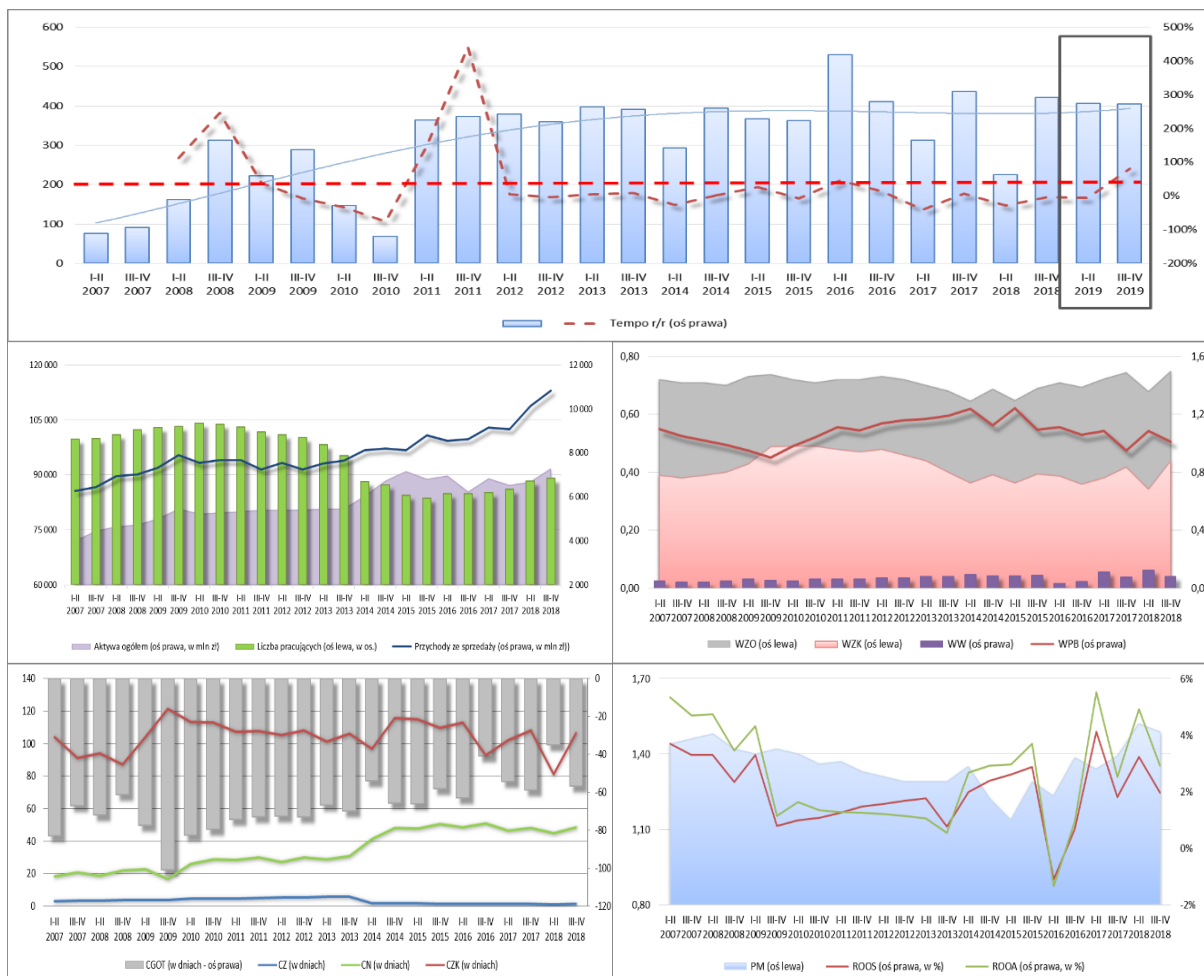
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 676 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 6), w których zatrudnionych było 121 750 osób (wzrost r/r o 1,36%). W II p. 2018 r. po raz drugi od 2007 r. odnotowano zmniejszenie liczby przedsiębiorstw wskazując na sygnał ostrzegawczy dotyczący tego rodzaju działalności. W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 113 052 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 51 429 mln zł o obserwowalnej tendencji wzrostowej. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, który został również utrzymany w II p. 2018 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. Od I p. 2017 r. zaobserwowano wzrost płynności bieżącej, który został zatrzymany w I p. 2018 r. W II p. 2018 r. odnotowano skrócenie r/r cyklu gotówki i cyklu należności. Niepokojącym sygnałem jest obserwowany wzrost od I p. 2015 roku cyklu zobowiązań krótkoterminowych i należności. W II p. 2018 r. odnotowano korzystną sytuację cechującą się wzrostem r/r rentowności aktywów i rentowności operacyjnej sprzedaży. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w II p. 2015 r. wskazując na jej wzrost w kolejnych półroczach, aż do I p. 2018 r., od którego zaobserwowano jego zmniejszenie. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia w II p. 2016 r. została odwrócona, wskazując na utrzymujący się silny wzrost r/r wartości stopnia zagrożenia (443 w II p. 2018 r.). Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje kolejne wzrosty stopnia zagrożenia, 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. 2018 r.) – dział PKD 53



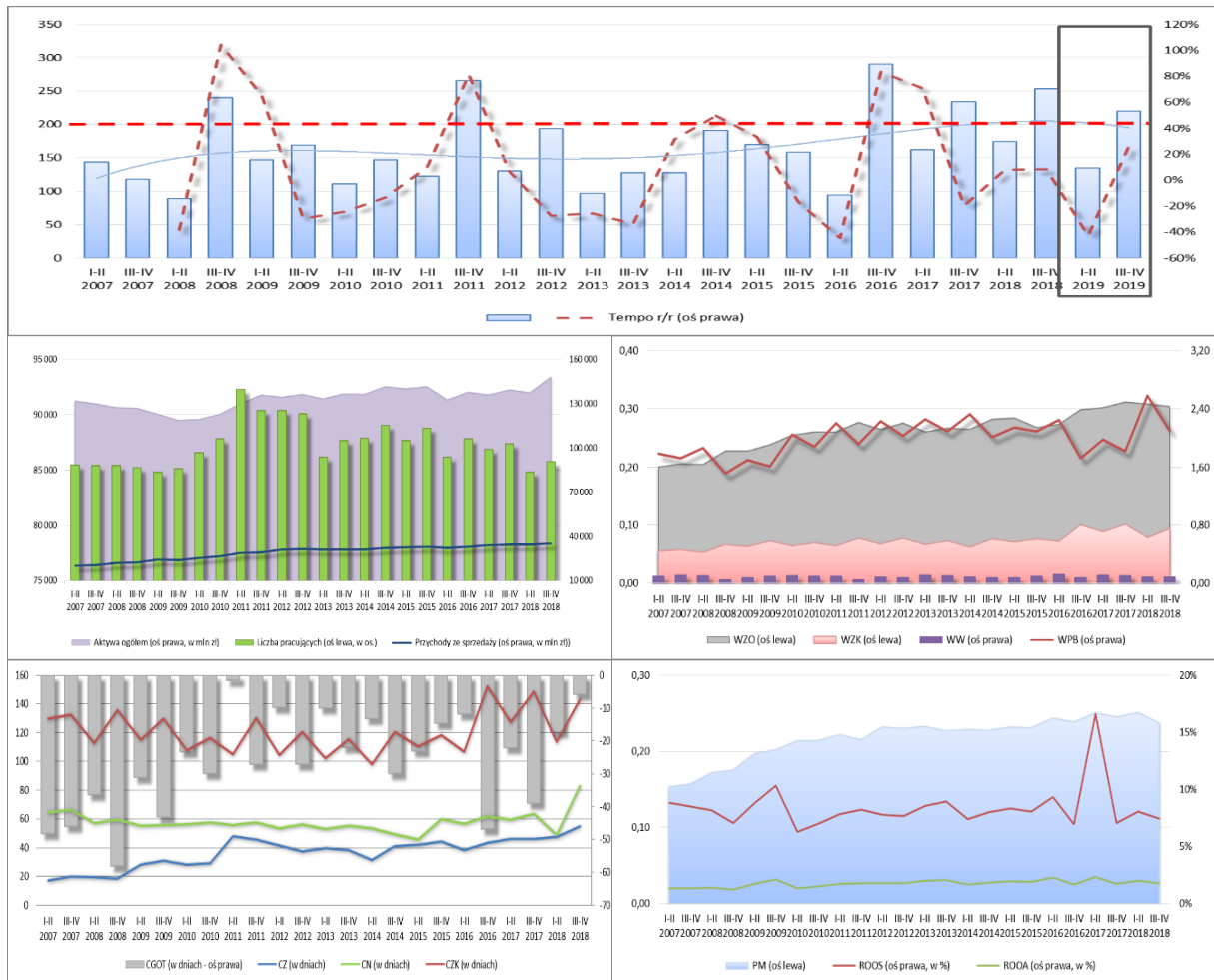
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 25 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 1), w których zatrudnianych było 89 000 osób (wzrost r/r o 3,44%) z tendencją wzrostu od II p. 2015 r. W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 7 268 mln zł (wzrost r/r o 11,4%), a wartość przychodów ze sprzedaży 10 817 mln zł (wzrost r/r o 19,06% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej, zostało utrzymane w II p. 2018 r. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowano niekorzystne zmiany w II p. 2018 roku, w którym nastąpiło pogorszenie płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego. W II p. 2018 r. cykl gotówki wydłużył się r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego, 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 I p. 2018 r. osiągając maksymalny poziom w obserwowanym okresie. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost r/r produktywności majątku. 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 I p. 2017 r., w którym analizowane miary osiągnęły poziomy najwyższe w całym okresie analizy. W II p. 2018 r. pomimo znaczącego zmniejszenia p/p rentowności sprzedaży i aktywów w relacji r/r odnotowano ich wzrost. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona w II p. 2017 r. i nastąpił silny wzrost miary do poziomu 421 w II p. 2018 r. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na 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. 2018 r.) – dział PKD 68



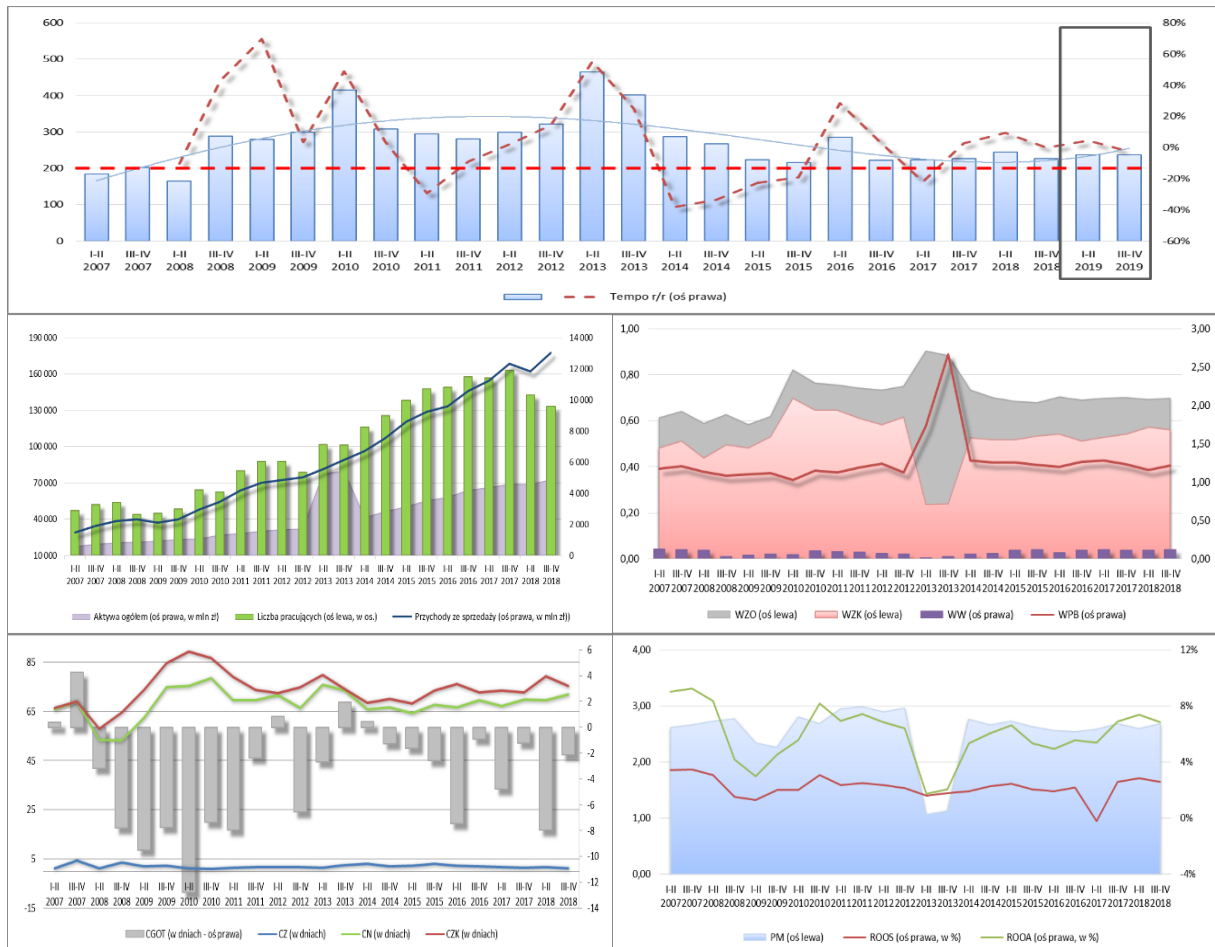
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: *raport Mikro*.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 936 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 59), w których zatrudnionych było 85 770 osób (zmniejszenie r/r o 1,84%). W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 147 894 mln zł (wzrost wartości od I p. 2010 r. o niskim stopniu intensywności), a wartość przychodów ze sprzedaży 34 981 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. W II p. 2018 r. obserwowana jest nieznaczna poprawa sytuacji, której towarzyszy wzrost płynności bieżącej, przy jednoczesnym zmniejszeniu zadłużenia ogółem oraz krótkoterminowego. Zarysowana tendencja pogorszenia się w postaci obniżenia wartości wskaźnika zdolności do obsługi długu utrzymuje się od I p. 2017 r. Niekorzystną sytuację w II p. 2018 r. zaobserwować można poprzez wydłużenie cyklu zapasów oraz cyklu gotówki. Wartości rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2018 r. w relacji r/r, wskazywały na przełamanie tendencji spadkowej odnotowując wzrosty. Wartość produktywności majątku cechowała się nieznacznym zmniejszeniem r/r. Wartość stopnia zagrożenia cechowała się zmienną wartością w całym okresie z tendencją spadkową od II p. 2017 r. W II p. 2018 roku odnotowano wzrost wartości stopnia zagrożenia z nakreśloną tendencją wzrostową kształtując jej wartość na poziomie wysokim. Prognozy stopnia zagrożenia upadłością wskazują na nieznaczne jego zmniejszanie w kolejnych półroczach.

Dział PKD 78 – Działalność związana z zatrudnieniem

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 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. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 525 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 19), w których zatrudnionych było 133 406 osób (zmniejszenie r/r o 18,11%) z systematyczną od II p. 2017 r. tendencją silnego zmniejszania pracujących. W analogicznym okresie zaobserwowano wzrost wartości przychodów ze sprzedaży i posiadanych aktywów. W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 4 859 mln zł (wzrost r/r o 5,98%), wartość przychodów ze sprzedaży 13 023 mln zł (wzrost r/r o 5,67%). Niekorzystną, lecz stabilną sytuację w strukturze kapitałowo-majątkowej potwierdzają nieznaczne wzrosty wartości poziomu zadłużenia ogółem, znaczącego wzrostu zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi zadłużenia w II p. 2018 r. W analizowanym półroczu odnotowano skrócenie cyklu gotówki przy jednoczesnym skróceniu cyklu zobowiązań i wydłużeniu cyklu należności. Obserwowalna tendencja zmniejszania od II p. 2012 r. produktywności majątku utrzymana została w II p. 2018 r. Odnotowano wzrost rentowności sprzedaży w II p. 2018 roku, wskazując już nie tylko na stabilną sytuację, lecz na jej poprawę. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została zatrzymana cechując się nieznaczną tendencją wzrostową od II p. 2017 r. kształtując jednocześnie wartość stopnia zagrożenia na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje zbliżone wartości stopnia zagrożenia w relacji r/r kształtując prognozę na wysokim lecz 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.
- Crlyno, 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 2018-20 (w % r/r).....	27
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....	28
Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predykcyjnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego)	48
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2018 r.	58
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2017 r. – II p. 2018 r.	63

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r).....	19
Rysunek 2 Dynamika PKB, popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)	20
Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %).....	20
Rysunek 4 Eksport i import (lewy panel) oraz kurs graniczny opłacalności eksportu (prawy panel)	20
Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz moce produkcyjne (prawy panel)	21
Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)	21
Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce	23
Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP	23
Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-18 (ceny 2010 r.).....	23
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)	23
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)	25
Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce	26
Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS	26
Rysunek 14 Kompozytowy indeks koniunktury GUS.....	26
Rysunek 15 Kompozytowy indeks bieżącej i prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP).....	26
Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	29
Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI	29
Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....	29
Rysunek 19 Prognozy PKB – wybrane kraje.....	29
Rysunek 20 Cykl odchyżeń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2000 r. do stycznia 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do października 2018 r. – górny panel).....	31
Rysunek 21 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku	33
Rysunek 22 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (lewy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – prawy panel.....	34
Rysunek 23 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)	38

Rysunek 24 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)	38
Rysunek 25 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2018 oraz II p 2018 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)	39
Rysunek 26 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górný panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)	41
Rysunek 27 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r	42
Rysunek 28 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności.....	43
Rysunek 29 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	43
Rysunek 30 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	44
Rysunek 31 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	44
Rysunek 32 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).....	45
Rysunek 33 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel).....	47
Rysunek 34 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)	47
Rysunek 35 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)	49
Rysunek 36 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości.....	50
Rysunek 37 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)	51
Rysunek 38 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w II p. 2018 r. (prawy panel).....	51
Rysunek 39 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w II p. 2017 i II p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności (prawy panel).....	51
Rysunek 40 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).....	52
Rysunek 41 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel). .	53
Rysunek 42 Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r.	55
Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p./I kw. 2007 r. – II p. 2019/I kw. 2020 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)	56
Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)	57
Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.	58
Rysunek 46 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłościami i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2018 r.	61