



**XII 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
<b>I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW .....</b>	<b>19</b>
1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	19
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI .....	19
1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ.....	29
1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI.....	31
1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH .....	37
1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW.....	38
<b>II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....</b>	<b>42</b>
2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	42
2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE.....	43
2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB .....	44
2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM.....	47
2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ .....	48
<b>III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW .....</b>	<b>51</b>
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	51
3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON .....	51
3.3 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH .....	54
<b>IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>	<b>56</b>
4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	56
4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA.....	56
<b>V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>	<b>62</b>
5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....	62
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....	62
5.3 TOP 10.....	64
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....	73
LITERATURA .....	77
SPIS TABEL .....	78
SPIS RYSUNKÓW .....	78



*„XII 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: *„XII Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019– komponent mikroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**<sup>1</sup>, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**<sup>2</sup>, dr **Konrad Kolegowicz**<sup>3</sup>) oraz *„XII Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Błażej Mazur**<sup>4</sup>, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**<sup>5</sup>). Opracowania tekstu dokonał dr **Piotr Boguszewski**<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Katedra Statystyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>2</sup> Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>3</sup> Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>4</sup> Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>5</sup> Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>6</sup> Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.





## SYNTEZA

Obraz zagrożenia upadłością i jego makroekonomicznych uwarunkowań nie zmienił się istotnie od poprzedniej edycji Raportu, a zarówno nowe dane, jak i wykonane obecnie analizy modelowe potwierdziły formułowane w poprzednim RŁ oceny.

Podstawowym uwarunkowaniem makroekonomicznym jest fakt, że polska gospodarka od kilku kwartałów znajduje się w okresie spowolnienia. Szacunki GUS PKB za III kw. 2019 r. sugerują, że dynamika wzrostu spadła w nim do ok. 3,9% r/r. Oceniając ten rezultat z punktu widzenia celów SWO trzeba podkreślić, że nadal jest to „bezpieczna” wielkość z punktu widzenia stopnia zagrożenia upadłością. Czynnikiem łagodzącym to zagrożenie może też być, paradoksalnie, pewne osłabienie wzrostu – zbliżające jego ścieżkę do potencjału; w szczególności aktywności inwestycyjnej w obszarach, w których dotychczasowe, bardzo wysokie dynamiki nakładów, mogły powodować napięcia w realizacji projektów, zaburzenia płynności części inwestorów, duży wzrost kosztów niektórych czynników produkcji etc. Dotyczyć to może zwłaszcza niektórych branż Budownictwa.

Analizując rezultaty makro nie można jednak nie zwrócić uwagi na fakt, że spadki PKB w kolejnych kwartałach są coraz głębsze, a ostatecznie obniżenie dynamiki wzrostu sięga aż 0,7 p.p. Nie bez znaczenia dla oceny stopnia zagrożenia upadłością jest też fakt, że proces słabnięcia dynamiki wzrostu następuje po dwuletnim okresie bardzo intensywnego rozwoju, oscylującego w granicach 5% r/r. Choć wciąż jest stosunkowo łagodny, powstaje jednak pytanie, czy adaptacja dla części przedsiębiorstw do tej nowej sytuacji nie okaże się jednak dużym wyzwaniem; tym bardziej, że z punktu widzenia stopnia zagrożenia upadłością pozytywne uwarunkowania popytowe mają duże i korzystne znaczenie, a spadek dynamiki wzrostu może z kolei katalizować, na poziomie poszczególnych firm, problem kosztów stałych; zwłaszcza w sytuacji niskiej dynamiki PPI, oznaczającej problemy z przerzucaniem tego typu napięć w ceny.

Jeśli chodzi o spożycie gospodarstw domowych to można powiedzieć, że od 2016 r. jego dynamika jest dość stabilna i kształtuje się przeciętnie na poziomie oscylującym wokół 4,2% r/r. Obecny jej spadek – do poziomu 3,9% r/r – uznać raczej należy za dość łagodny. Powstaje jednak pytanie o perspektywy kształtowania się tej kategorii w najbliższej przyszłości. Zwrócić tu trzeba uwagę na kilka okoliczności. Po pierwsze, należy liczyć się z wyraźnie gasnącymi efektami mnożnikowymi programu 500+. Elementem częściowo kompensującym może tu być natomiast to, że poprawa sytuacji dochodowej szeregu gospodarstw domowych nie tylko podniosła ich funduszy do dyspozycji, ale w części przypadków także krańcową skłonność do konsumpcji. Po drugie, czynnikiem stymulującym spożycie może być realizowany w I kw. br. program wypłaty 13. emerytury. Pozytywne efekty popytowe, choć trudne do ostatecznego zbilansowania, może tu też przynieść wzrost płacy minimalnej. Po trzecie, mimo słabszej dynamiki wzrostu gospodarczego, sytuacja na rynku pracy jest wciąż bardzo dobra. Można oczekiwać zarówno wzrostu płac na poziomie ok. 7%, jak i nadal bardzo niskiej stopy bezrobocia. Powinno to nadal pozytywnie oddziaływać na skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji. Po czwarte, w warunkach stabilnie niskich stóp procentowych, w tym realnie, trudno oczekiwać znaczącego wzrostu skłonności do oszczędzania. W takiej sytuacji pewną alternatywą dla części gospodarstw może być dalszy wzrost aktywności inwestycyjnej; głównie na rynku mieszkaniowym. Z punktu widzenia rachunków narodowych byłoby to jednak zjawisko względnie neutralne dla dynamiki wzrostu PKB. Oczywiście jest w tym obrazie szereg niewiadomych, związanych m.in. z ogólną percepcją przez ten sektor spowolnienia gospodarczego i wynikających z tego potencjalnych ryzyk. Po piąte, hamująco na konsumpcję może oddziaływać wzrost cen niektórych usług i towarów; zwłaszcza wywozu śmieci, energii, części żywności. Z jednej strony trzeba pamiętać, że

wzrost kosztów powyższych czynników może towarzyszyć nam przez dłuższy okres, gdyż wpisuje się także w tendencje ogólnoświatowe, związane m.in. z działaniami w zakresie ochrony klimatu i środowiska. Z drugiej strony, poprawa sytuacji dochodowej szeregu grup ludności oznacza, że przynajmniej nieco spadnie ich wrażliwość na wzrosty cen żywności. Trudno jest jednoznacznie zbilansować wymienione tu czynniki, ale za najbardziej prawdopodobny scenariusz w najbliższym czasie można uznać taki, który zakłada wzrost konsumpcji gospodarstw domowych na poziomie zbliżonym do średniej z okresu ostatnich kilku lat, przy czym z bilansem ryzyka wskazującym na możliwość realizacji tej ścieżki nieco poniżej tych wielkości.

Poważnym wyzwaniem analitycznym jest ocena aktywności inwestycyjnej gospodarki; także w horyzoncie najbliższych kilku kwartałów. Z jednej strony obecne dane już pokazują widoczny spadek tej aktywności. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniżyła się w III kw. 2019 r. do poziomu ok. 4,7% r/r i jest najniższa od siedmiu kwartałów. Jako dość znaczącą należy także oceniać skalę spadku kw./kw. – o nieco ponad 4 p.p., choć warto też pamiętać, że jest to kategoria dość zmienna w RN. Trudność w prognozowaniu wynika jednak m.in. z wysokiej niehomogeniczności nakładów inwestycyjnych – co najmniej tak w wymiarze źródeł finansowania, jak i przesłanek oraz mechanizmów decyzyjnych i wielości podmiotów podejmujących te decyzje. Zwrócić także należy uwagę na dużą koncentrację nakładów – i pod względem sektorowym, i na poziomie jednostkowym. Zagregowane wielkości wynikowe tych nakładów zależą więc od decyzji zarówno podmiotów krajowych, jak i zagranicznych, prywatnych i publicznych (inwestycje samorządowe i sektora rządowego stanowią ok. 1/5 nakładów), ogólnokrajowych i lokalnych (samorządowych), a są one finansowane w oparciu o środki własne i zewnętrzne, udostępniane przez instytucje krajowe (w tym banki), a także pozyskiwane w ramach funduszy unijnych. Decyzje te zależą też od percepcji zarówno koniunktury krajowej, jak i zagranicznej, oceny ryzyka etc. Obecnie właściwie w każdym z tych obszarów sytuacja jest niejednoznaczna i dość złożona. Trzeba się tu więc ograniczyć do kilku podstawowych elementów podkreślając jednocześnie, że wynikowy, zagregowany obraz jest obciążony wyjątkowo dużą obecnie niepewnością.

Wśród czynników raczej jednoznacznie obniżających aktywność inwestycyjną szeregu podmiotów gospodarczych należy wymienić obecną fazę cyklu koniunkturalnego, na którą nakłada się wyczerpywanie się środków UE z kończącej się perspektywy finansowej. Podkreślimy jednak, że z Szybkiego Monitoringu NBP z października 2019 r. (SM) wynika, że w ostatnich kilku kwartałach jedynie ok. 1/3 dynamiki inwestycji wynikało z aktywności sektorów o znaczącym wykorzystaniu funduszy unijnych. Supresyjnie na inwestycje, także w kontekście końca tej perspektywy, działać może też wzrost części innych wydatków podmiotów samorządowych. W świetle niektórych opinii przedstawiciele lokalnych władz bardziej prawdopodobny wydaje się jednak wariant jeśli nie stabilizacji wielkości nakładów, to przynajmniej kontynuacji inwestycji już realizowanych, bez większych cięć obejmujących także rozpoczęte przedsięwzięcia. W sumie, oczekiwać należy spadku inwestycji samorządów, ale być może nie na tyle głębokiego, żeby kompensująco nie mogły nie zadziałać inne inwestycje publiczne; przy czym warto podkreślić, że ze względu na bardzo dobrą sytuację budżetu tkwi tu pewien dodatkowy potencjał. Obniżyć aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw niefinansowych mogą oczywiście, jak wspomniano, także słabsze perspektywy koniunktury w Polsce. Warto jednak i tu zwrócić uwagę, że w świetle wyników, np. SM w pierwszej połowie ubiegłego roku decydującą kontrybucję do ogólnej dynamiki wzrostu inwestycji sektora przedsiębiorstw niefinansowych miały nakłady firm zagranicznych. Oznacza to, że duży wpływ na aktywność inwestycyjną sektora może mieć sytuacja zewnętrzna a nie krajowa. Tu natomiast, w świetle i bieżących danych m.in. z gospodarki Niemiec, ale także prognoz dla gospodarki światowej, można mówić o pojawieniu się pewnych bardziej pozytywnych sygnałów, przy wciąż dużym poziomie

niepewności. Sygnały te nie oznaczają jednak, że sytuacja zewnętrzna jest równie dobra, jak w kilku ostatnich latach. Wręcz przeciwnie – ich siła jest raczej słaba.

Ostrożnie też należy oceniać wpływ pogarszającej się koniunktury krajowej na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Przede wszystkim część jej ocen może okazać się nadmiernie pesymistyczna. Widoczna jest tu, np. rozbieżność pomiędzy kształtowaniem się wskaźników PMI, a faktyczną aktywnością przemysłu. W szczególności, listopadowy odczyt dynamiki produkcji sprzedanej jest nie tylko lepszy od konsensusu rynkowego, ale ogólnie może być oceniony jako niezły (ok. 5% r/r). Warto też zwrócić uwagę, że spadki aktywności inwestycyjnej w niektórych obszarach, w tym w Budownictwie, mogą okazać się – o czym już wspomniano – procesami o charakterze korekcyjnym, a nie recesyjnym. W ich efekcie uwolnione mogą zostać zasoby czynników produkcji i obniżyć może się, a przynajmniej przyhamować, wzrost części ich cen. Widząc możliwość korekty sentymentu inwestycyjnego pamiętajmy jednak, że jego obecny zagregowany poziom, w tym w świetle SM NBP, wykazuje tendencję malejącą.

Czynnikiem pozytywnie oddziałującym na aktywność inwestycyjną może być natomiast środowisko niskich – nominalnie i realnie – stóp procentowych, a także duże zasoby pieniężne sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Wskaźniki dostępności kredytu na poziomie zagregowanym, choć wyraźnie niższe niż w latach ubiegłych, też wciąż wydają się dość dobre. Obraz ogólny może oczywiście zaciemniać fakt, że w gorszej sytuacji są na ogół mniejsze firmy, a także niektóre branże. Dostyc korzystnie, mimo zacieśniających działań banków komercyjnych, nadal kształtują się także złożone indeksy dostępności finansowania – w tym listopadowe odczyty badania SAFE EBC. Wyniki Polski są tu zbliżone do średnich rezultatów UE. Poglądy samych bankowców na dynamikę inwestycji w 2020 r. są natomiast dostyc zróżnicowane – od optymistycznych banku PKO S.A. czy Deutsche Banku Polska – z odczytami powyżej 4% r/r, do bardzo pesymistycznych ocen mBanku, zakładających spadek o ok. 3% r/r. Mediana prognoz największych banków kształtuje się na poziomie ok. 2,7%, a projekcja NBP przewiduje wzrost tej kategorii w 2020 r. o ok. 4% r/r.

Odnotujemy dalej, że Polska jest obecnie dostyc dobrze oceniana przez potencjalnych inwestorów zagranicznych. W grupie 20 państw z EŚW jesteśmy aktualnie na 3. miejscu – za Estonią i Czechami. Stabilną pozycję konkurencyjną naszej gospodarki potwierdza także ostatni Globalny Raport Konkurencyjności Światowego Forum Gospodarczego, a sporo elementów naszej przewagi nad konkurentami ma charakter trwały, niezależny od krótkookresowych wahań koniunktury – wskazać tu można na stabilną sytuację makroekonomiczną, bardzo duży rynek wewnętrzny, rozbudowaną sieć poddostawców, centralne położenie geograficzne, członkostwo w UE. Tracimy natomiast, od trzech lat, przewagę w zakresie kosztów pracy, które jednak, mimo wzrostu, są nadal istotnie niższe niż w krajach rozwiniętych.

Warto zwrócić także na inne czynniki strukturalne, mogące stymulować aktywność inwestycyjną. Wymienić tu można m.in. konieczność realizacji inwestycji proekologicznych, w tym racjonalizujących wytwarzanie i zużycie energii elektrycznej, czy kompensujących wzrost kosztów siły roboczej – trendu widocznego także w skali globalnej.

Reasumując, dynamika inwestycji będzie zapewne w bieżącym roku wyraźnie niższa niż w 2019 r. Jednak ostateczna skala tego spadku jest wypadkową wielu czynników działających różnokierunkowo, a zatem jej ocena obarczona jest znaczną niepewnością. Szereg elementów przemawia jednak zatem, by ścieżkę spadku oceniać raczej jako łagodniejszą niż głębszą.

Kolejnym elementem wpływającym na kształtowanie się makroekonomicznej kondycji polskiej gospodarki jest eksport netto. Również w tym przypadku trzeba wyraźnie zaznaczyć, że w obecnej sytuacji międzynarodowej kategoria ta jest szczególnie trudna do prognozowania. Choć perspektywy

wzrostu globalnego mogą się lekko poprawiać już od 2021 r., jego dynamika pozostanie prawdopodobnie tylko nieznacznie wyższa od słabej, tegorocznej. Choć można przypuszczać, że Brexit niebawem zmaterializuje się, wciąż nie jest jasne, w jakiej formie i z jakim wpływem na sytuację krajów UE. Bardziej optymistycznie można natomiast spoglądać na szanse zażegnania wojny handlowej USA i Chin. Nie jest jednak jasne, kiedy ewentualne porozumienia zostaną sfinalizowane, ani jak szybko wejdą w życie. Szereg elementów niepewności związanych jest z sytuacją naszego największego partnera handlowego – Niemiec. Z jednej strony sytuacja w przemyśle, tak jak i miary koniunktury, w listopadzie okazały się lepsze niż oczekiwano. Z drugiej, nie jest oczywiste, na ile te pozytywne zjawiska utrzymają się w najbliższej przyszłości. Pewnym cieniem na te oczekiwania kładzie się też możliwe pogorszenie popytu konsumpcyjnego – byłoby to złym sygnałem dla naszej gospodarki, gdyż spora część eksportu do Niemiec dotyczy obecnie właśnie dóbr konsumpcyjnych.

Obok lekko poprawiających się czynników zewnętrznych, Polski eksport wspierają także takie czynniki, jak korzystny z tego punktu widzenia kurs walutowy, wciąż wyraźnie niższe niż w krajach rozwiniętych koszty pracy, czy spora elastyczność naszych przedsiębiorstw, penetrujących obecnie także rynki pozaeuropejskie. W powyższych okolicznościach, choć oczekiwania co do dynamiki polskiego eksportu powinny być raczej pozytywne, zapewne nie osiągnie ona poziomów z ostatnich lat. Nie można też zaniedbać efektów potencjalnego opóźnienia reakcji polskich eksporterów na gorszą sytuację zewnętrzną, co przejawiać się może w jednak głębszych spadkach eksportu w przyszłości. Z punktu widzenia oceny eksportu netto kluczowe wydaje się jednak to, że w od pewnego czasu – ze względu na rosnącą rolę usług w wytwarzaniu PKB – spada importochłonność naszej gospodarki. Pozwala to sądzić, że kontrybucja eksportu netto do PKB będzie przynajmniej nieujemna.

Uwzględniając powyższe uwarunkowania można przewidywać, że dynamika PKB w perspektywie najbliższych sześciu kwartałów będzie cały czas przekraczać 3% r/r, a samo spowolnienie powinno mieć względnie łagodny przebieg.

Mimo dobrego, „aksamitnego” obrazu spowolnienia, sytuacja ta rodzi jednak duże ryzyka z punktu widzenia SWO przed upadłością. Zwróćmy przede wszystkim uwagę, że w 2021 r. dynamika PKB wyraźnie zbliża się do granicy 3%. Gdyby więc wzrost okazał się jednak słabszy, miałyby to już zapewne wyraźnie ujemne skutki; także w obszarze stopnia zagrożenia upadłością, dla którego granica ta jest bardzo istotna. W perspektywie 2021 r. i dalszych lat mogą też ujawniać się pewne problemy strukturalne. Jednym z nich jest to, że zmiany klimatyczne i konieczne dostosowania mogą powodować niekorzystne bodźce kosztowe dla Polski, wymuszać działania restrukturyzacyjne etc. Korzyści z takich działań są zazwyczaj odłożone w czasie, ale koszty pojawiają się dużo szybciej. W szczególności, polskie firmy będą musiały zapewne funkcjonować w środowisku droższej energii. Nie można też zapomnieć, że trend wzrostu płać ma charakter nie tylko krajowy, ale globalny. Już te dwa czynniki pokazują, że nasze przedsiębiorstwa będą funkcjonowały w otoczeniu rosnących kosztów wielu czynników produkcji. W warunkach relatywnie nie najwyższych dynamik wzrostu, może to być czynnikiem zwiększającym ekspozycję sektora przedsiębiorstw na ryzyko upadłości. Tym bardziej, że powstaje pytanie, czy przyszłe, potencjalne ożywienie w naszym kraju nie wpisze się w scenariusz malejącej amplitudy odbicia. Ryzyko takie, choć trudne do oceny, wydaje się niepomijalne. Tym bardziej, że w historii naszej gospodarki po 1989 r. widzimy, że okresy wyraźnie podwyższonej dynamiki rozwoju poprzedzane były dużymi zmianami strukturalnymi (urynkowanie w 1989 r., akcesja do UE w 2004 r.) lub zaburzeniami egzogenicznymi – efektami działań stymulujących w gospodarce światowej po globalnym kryzysie. Obecnie trudno dostrzec takie przełomowe zjawiska, co przemawiałoby raczej za słabszą skalą przyszłego ożywienia. Oznaczałoby to, że w latach 2021-22 stopień zagrożenia upadłością mógłby być ponownie wyższy.

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.

Zawarte w Raporcie Makro prognozy PKB nie różnią się istotnie od formułowanych w poprzedniej edycji. Warto może zwrócić natomiast uwagę na trzy fakty. Po pierwsze, korekty ścieżek między rundami następowały w dół. Po drugie, w obu rundach dla wariantów z komponentem cyklicznym w połowie 2020 r. pojawił się sygnał odbicia (też widoczny w wariantach bez komponentu cyklicznego, tyle że znacznie słabiej). Po trzecie, wyniki dla modeli z cyklem i bez są obecnie zbliżone.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na silne wyhamowanie aktywności do marca 2020 roku, kiedy ścieżka centralna wskazuje na spadek produkcji. Od kwietnia 2020 roku do końca horyzontu prognozy, sytuacja powinna się poprawiać, natomiast rozproszenie prognoz wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo ujemnej dynamiki produkcji przemysłowej. Prognozy wskazują na występowanie odbicia trendu rozwojowego dynamiki produkcji wiosną 2020 roku. W przypadku 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 są w całym okresie prognozy dodatnie, jednak przebieg ścieżek centralnych jest bardzo zmienny.

Zegar cyklu koniunkturalnego, zbudowany dla produkcji ogółem, nie wykazuje tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed rokiem 2014). Obecnie obserwujemy przejście do trzeciej ćwiartki układu współrzędnych, co wskazuje na recesję. Sytuacja trwale utrzymującej się niskiej amplitudy wahań, na co zwracano uwagę w poprzednich raportach, uległa zmianie. Powyższa obserwacja dotyczy produkcji ogółem, gdyż np. w sektorze produkcji wysokich technologii obserwowane są w ostatnim okresie obserwowane o wiele bardziej negatywne tendencje.

Zegary cyklu dla produktu krajowego brutto wskazują na przejście z II do III ćwiartki tj. na początek fazy recesji w dynamice wzrostu – jest to spójne z prezentowanymi prognozami tempa wzrostu PKB r/r, które (w przypadku modeli jednowymiarowych) przewidują raczej wyhamowanie obecnej, wysokiej dynamiki. Z drugiej strony, ze względu na relatywnie niewielkie odchylenia, faza spowolnienia jest dotąd słabo zaznaczona.

W Raporcie Makro przeprowadzono też szczegółową analizę cykli w badanych działach produkcji. Okres ekspansji w badanym okresie należy przypisać jednemu działowi przetwórstwa przemysłowego. W fazie recesji znajdowało się 14 z 24 działów przetwórstwa przemysłowego (sekcja C).

W przypadku Produkcji perspektywy rozwojowe pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze perspektywy rozwojowe nadal ma dział „Produkcja metalowych wyrobów gotowych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe i wynosi co najwyżej 0,19. Dobre perspektywy ma też sekcja rezydualna „Pozostała produkcja wyrobów”. Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, jest sekcja: „Produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest tu wysokie. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na silne wyhamowanie koniunktury. Poważnie zagrożona wydaje się też sekcja „Górnictwo i wydobywanie”.

W Handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej komputerów, urządzeń peryferyjnych i oprogramowania; sprzętu komunikacyjnego itd. w wyspecjalizowanych sklepach”. Podobna sytuacja dotyczy sekcji „Sprzedaż detaliczna żywności,

napojów i wyrobów tytoniowych w niewyspecjalizowanych sklepach” – z tym, że najślabsze prognozy dotyczą tam najkrótszego horyzontu predykcji. Najlepsze perspektywy rozwojowe należy natomiast przypisać dwóm działom: „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”, „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw”.

W Budownictwie bardzo wysokie poziomy dynamik współwystępują ze znacznymi szansami tendencji spadkowej. Odzwierciedla to występowanie w ostatnim okresie bardzo dobrej koniunktury w tym dziale, która jednak będzie hamować w całym 2020 roku. Sytuacja, tak w działach, jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać, jednak z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik. Prawdopodobieństwo spadku jest wysokie w całym horyzoncie prognozy, a w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie się rozwijać wolniej niż w pierwszym. W poprzednich edycjach raportu wskazywano na solidny rozwój branży budownictwa, jednak tylko do końca 2018 r.

Dla zmiennych obserwowanych z częstością kwartalną, tendencja centralna prognozy tempa wzrostu PKB nie uległa zasadniczej zmianie w porównaniu z poprzednim okresem. Wskazują one na wyhamowanie wzrostu gospodarczego z obecnie obserwowanych wartości do tempa 3% r/r przypadającego na III kwartał 2020 roku. Prognozy punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują wystąpienie dolnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB w III kwartale 2020 r., co może wskazywać na odbudowę dynamiki wzrostu, ale dopiero w 2021 roku i później. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy są dodatnie, ale zbliżone do wartości ujemnych w II i III kwartale 2020 roku. We wcześniejszych kwartałach podlegających prognozie spadek PKB jest niemal wykluczony.

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 na umiarkowaną dynamikę liczby upadłości i restrukturyzacji w 2019 r. w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego (ok. 4,5%).

Mimo wciąż dobrej sytuacji makroekonomicznej, Raport Mikro identyfikuje 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.

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 I p. 2019 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 zakreślają kontynuację trendu umiarkowanego wzrostu zagrożenia.

Różnokierunkowo na powyższe ryzyko może – przynajmniej w krótszym horyzoncie – wpływać aktualna sytuacja finansowa sektora. Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej w tym samym czasie liczbie pracujących (ostatnio zahamowany) towarzyszył niższy przyrost wydajności pracy, a produktywność pracy wykazuje długoterminowy spadek. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy wzrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przyrasta równomiernie. Ustabilizowała się też krótkoterminowo stopa wartości dodanej.

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 I p. 2019 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia, spowodowany korzystną sytuacją w usługach, natomiast handel charakteryzowało niewielkie pogorszenie sytuacji, a w produkcji miała miejsce stabilizacja. Prognoza krótkoterminowa (II p. 2019 – I p. 2020 r.) sugeruje stabilizację i możliwą niewielką poprawę sytuacji. Przedsiębiorstwa średnie w I kw. 2019 r. wykazały natomiast silny wzrost zagrożenia, który dotyczył w mniejszym stopniu handlu, natomiast znaczny wzrost odnotowano w usługach. W produkcji nastąpiła zaś niewielka poprawa sytuacji. Prognoza krótkoterminowa przewiduje zwiększenie średniego rocznego poziomu zagrożenia. Przedsiębiorstwa duże w II kw. 2019 r. odnotowały jedynie niewielki wzrost zagrożenia, dotyczący tylko produkcji, natomiast poprawa sytuacji miała miejsce w handlu oraz w usługach. Prognoza krótkoterminowa sugeruje niewielkie zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) poprawa sytuacji w I p. 2019 r. wystąpiła w budownictwie, transporcie i gospodarce magazynowej oraz w informacji i komunikacji. Wzrost zagrożenia odnotowano ponownie w górnictwie i wydobywaniu, w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię, natomiast niewielki w przetwórstwie przemysłowym. Działalność handlową charakteryzuje krzywa opadająca od II p. 2014 r., nie potwierdzona jednak przez ostatni odczyt. Scenariusz neutralny zakłada dalsze, ale mniej intensywne spadki zagrożenia, bliższe stabilizacji krótkoterminowej.

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:**
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność pocztowa i kurierska (53);
  
- **przedsiębiorstw małych:**
  - produkcja wyrobów z korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wypalania (16),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
  - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);
  
- **przedsiębiorstw średnich (III kw. 2019):**
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - transport lądowy oraz transport rurociągowy (49),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),

- produkcja artykułów spożywczych (31),
- działalność związana z obsługą nieruchomości (68);
- **dla przedsiębiorstw dużych (III kw. 2019):**
  - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
  - produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nieskasyfikowana (28),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - działalność związana z zatrudnieniem (78),
  - produkcja pozostałego sprzętu transportowego (30),
  - działalność detektywistyczna i ochroniarska (80),
  - działalność związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem zieleni (81),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42).

Jednocześnie dane za III kw. 2019 r. (dla przedsiębiorstw dużych i średnich) wskazują na kontynuację średniookresowego, silnego wzrostu zagrożenia (+14,2% r/r) w firmach średnich, spowodowaną negatywnymi wynikami w usługach. W produkcji nastąpiła niewielka poprawa sytuacji, a w handlu stabilizacja. Wobec ponownie wysoce niekorzystnego odczytu i przekroczenia progu wyznaczającego poziom zagrożenia w firmach średnich jest wysoki, a ocena jest negatywna – z utrzymaniem ostrzeżenia. Prognoza krótkoterminowa sugeruje też zwiększenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (+5,9%).

Lepsza sytuacja rysuje się w firmach dużych. Widoczny jest tu bowiem niewielki wzrost zagrożenia (+0,5% r/r), jako efekt poprawy sytuacji w handlu oraz w usługach, wobec pogorszenia w produkcji (+8,0%). Ocena zmian jest natomiast neutralna, wobec możliwego zatrzymania długookresowego trendu wzrostowego, przy nadal wartościach bliskich progowi wysokiego stopnia zagrożenia. Prognoza krótkoterminowa wskazuje natomiast na zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (-2,0%).



## 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:

- *XII Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent makroekonomiczny*<sup>7</sup>,
- *XII Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2019 – komponent mikroekonomiczny*<sup>8</sup>.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15<sup>9</sup>.

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 ekonomiczna<sup>10</sup> (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 (40 780 podmiotów ogółem w I p. 2019 r., w tym: 24 896 małych oraz 12 849 średnich i 3 448 dużych w III kw. 2019 r.). Warto

<sup>7</sup> Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

<sup>8</sup> Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Mikro*.

<sup>9</sup> I szczegółowo tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

<sup>10</sup> 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.

przypomnieć, że dane F-01 GUS za kwartały nieparzyste nie obejmują firm małych i z tego względu w tej edycji Raportu aktualizacją objęto jedynie wyniki dla podmiotów dużych i średnich.

W opracowaniu przyjęto – zgodne z istotą systemów wczesnego ostrzegania – zasady ustalania tzw. punktu *cut-off*. W ramach takich systemów kluczowe jest możliwie wczesne wykorzystywanie relewantnych informacji. O doborze tego punktu decydowały więc wyłącznie właściwości/ograniczenia stosowanych narzędzi, skonfrontowane z terminarzami publikacji danych źródłowych. W przypadku *Raportu Mikro* jest to I półrocze 2019 r. dla przedsiębiorstw małych, średnich i dużych<sup>11</sup>. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do III kw. 2019 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do listopada 2019 r. dla działów produkcji oraz do października 2019 r. dla agregatów. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 8 stycznia 2020 r. (dla danych miesięcznych) i III 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.

---

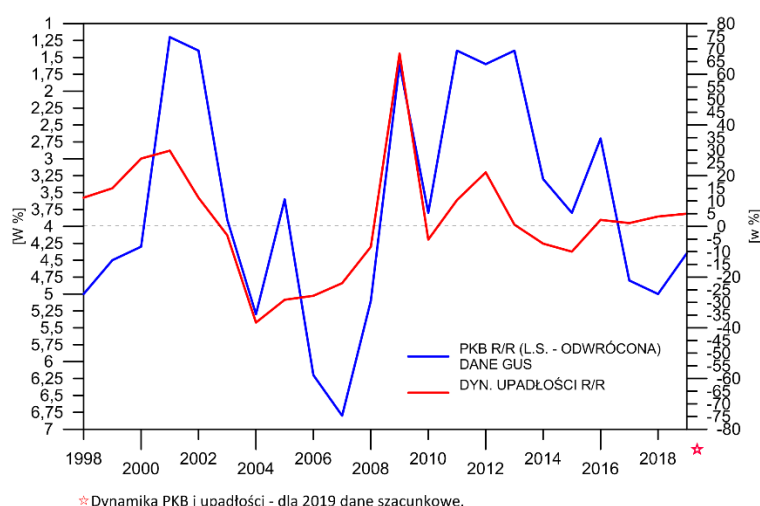
<sup>11</sup> Dane F-01 GUS w przypadku kwartałów parzystych obejmują jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie.

# 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/EULER HERMES.

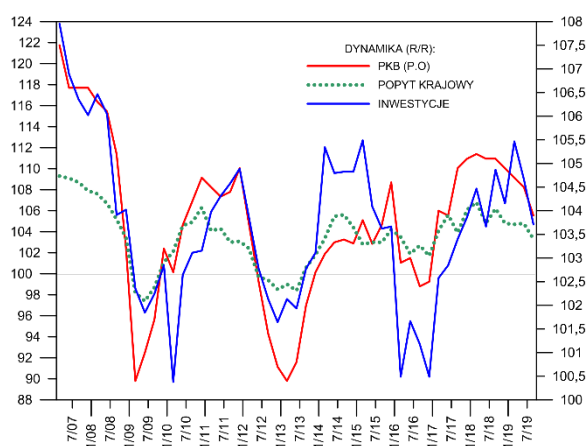
## 1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Według wstępnych szacunków GUS, dynamika PKB Polski w III kw. 2019 r. była wyraźnie niższa niż w poprzednim i wyniosła ok. 3,9% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – tak jak w okresie ostatnich dwudziestu trzech kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 3,3% r/r – co jest także odczytem wyraźnie niższym niż w poprzednim kwartale). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,0% r/r, przy czym wolniej w sektorze gospodarstw domowych (3,9% r/r) niż w sektorze publicznym (4,7% r/r). Powyższe dane sugerują istotną rolę czynników krajowych, a zwłaszcza popytu gospodarstw domowych, w tworzeniu PKB, a więc także istotne znaczenie koniunktury konsumenckiej dla jego dynamiki.

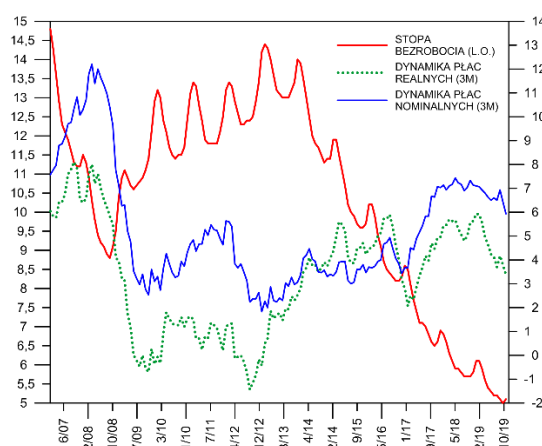
Rezultaty III kw. 2019 r. wskazują na wyraźny spadek aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe (s.a.) wzrosły bowiem o 4,7% r/r – po wzroście o ponad 9% w poprzednim kwartale – i jest to najniższa dynamika tej kategorii od 7 kwartałów. Biorąc pod uwagę deklaracje przedsiębiorstw

odnośnie ich aktywności inwestycyjnej w najbliższym okresie trudno raczej przewidywać szybki powrót dynamiki inwestycji do wcześniejszych odczytów, choć istnieje szereg czynników wskazujących na możliwość utrzymania się aktywności inwersyjnej gospodarki na zadawalającym poziomie. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu wyraźnie negatywny był natomiast wkład zapasów (-0,7 p.p.) – jedna z dwóch najniższych kontrybucji tej kategorii od 2016 r. Trzeba też pamiętać, że rezultat ten może sugerować głębsze korekty wstępnych szacunków PKB za ten kwartał w przyszłości. Wynik ten może jednak wskazywać także na słabnięcie popytu na niektórych rynkach; tym bardziej, że mimo wzrostu szeregu kosztów w przedsiębiorstwach, wskaźnik PPI kształtuje się w ostatnim okresie na bardzo niskich poziomach (przy przeciętnych jednak odczytach deflatora PKB).

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

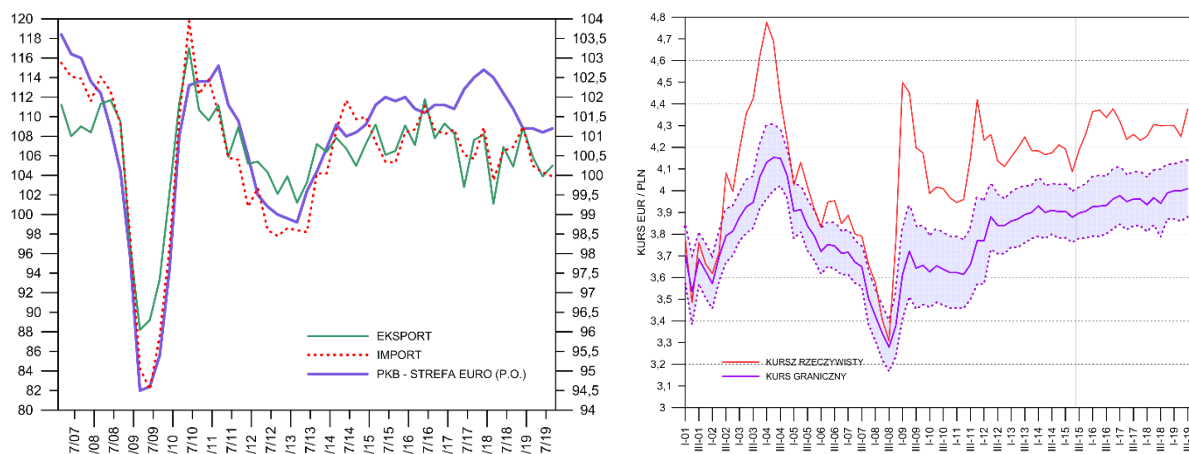


*Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

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



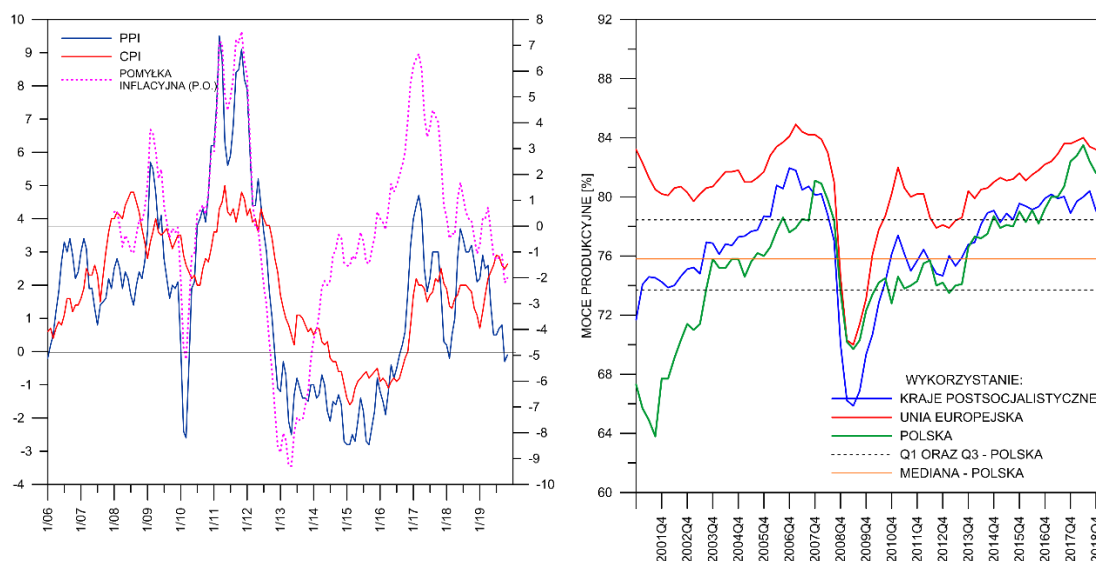
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS.

W III kw. 2019 r. dodatnia i dość wysoka okazała się natomiast kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB (ok. 0,8 p.p.). W okresie tym eksport wzrósł o aż o 5% r/r, a import – o 3,9% r/r. i były to korzystne odczyty dla tych kategorii; zwłaszcza w warunkach globalnego spowolnienia.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że tempo wzrostu PKB w IV kw. 2019 r. nadal było dość solidne, ale jednak słabsze. Od strony popytowej świadczyć o tym może m.in.: bardzo niskie i spadające bezrobocie oraz wciąż wysoka nominalnie dynamika płac.

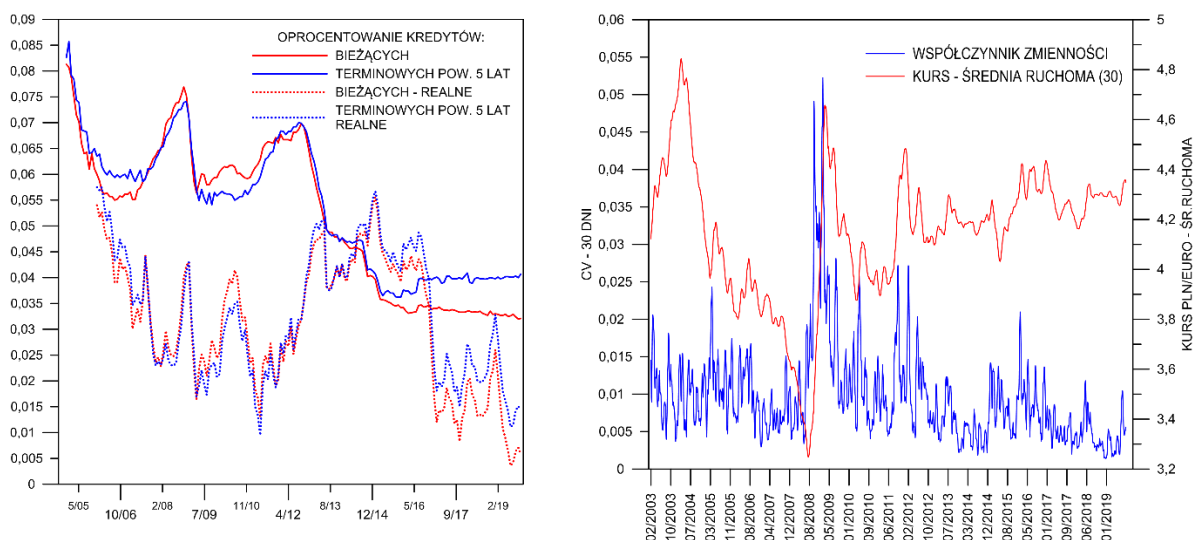
W ujęciu realnym dynamika wynagrodzeń w przemyśle jest jednak słabnąca. Pogorszyły się, choć wciąż bardzo dobre, nastroje konsumentów.

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)



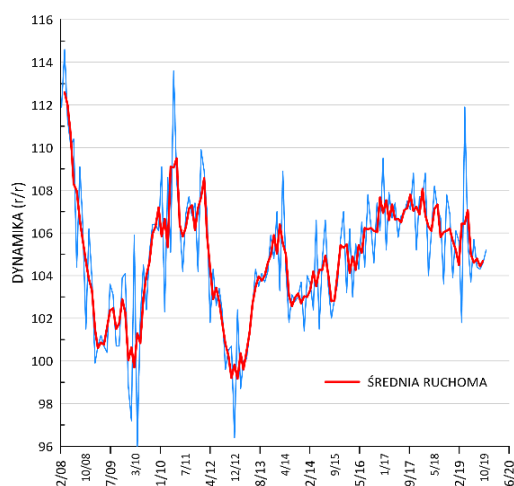
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

Analizując kolejne dane miesięczne, nie można jednak nie zauważyć kilku wskaźników potwierdzających kontynuację fazy dalszego wyhamowania koniunktury, choć – być może – w wolniejszym tempie niż po II kw. Wprowadzie nadal dość solidna pozostaje dynamika sprzedaży detalicznej, ale widać tu wyraźny trend malejący (por. Rysunek 7); i to pomimo programów potencjalnie stymulujących popyt, które jedynie nieco poprawiły ostatni odczyt. Nadal poniżej 50 są odczyty wskaźnika PMI (por. Rysunek 21), ale wskaźnik ten lekko poprawia się. Roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć wciąż dość solidna, jest jednak najniższa, jeśli nie liczyć nieco słabszego odczytu za październik 2019 r., od początków 2016 r. Pozostaje jednak pytanie, czy wynik ten wskazuje bardziej na przybliżenie się gospodarki do bariery podaży pracy, czy na kontynuację procesu lekkiego spadku popytu na ten czynnik produkcji. Rysunek 8 przemawia raczej za tą drugą możliwością – bariera braku pracowników jest bowiem w gospodarce nadal wysoka, ale nie tylko

wyraźnie poniżej historycznych maksimów, ale w trendzie spadkowym – w budownictwie, handlu detalicznym i usługach.

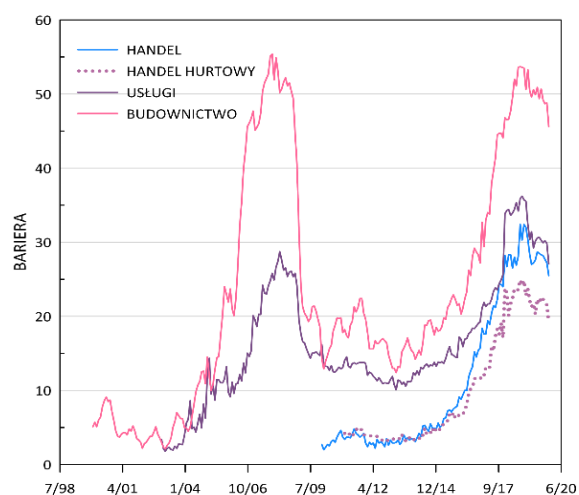
Jest obecnie widoczne, że program 500+ na pierwsze dziecko zadziała raczej słabiej od wcześniejszego – na drugie. Stosunkowo niska dynamika importu osłabia jednak obawy, że o ile pierwszy z tych programów, redukując w dużym stopniu problem biedy, tworzył impulsy popytowe często na dobra podstawowe, zwykle produkowane w kraju, o tyle 500+ na pierwsze dziecko może istotnie zwiększać konsumpcję dóbr wyższego rzędu, także importowanych (samochody, AGD etc.). Napływające dane, także z rynku mieszkaniowego, sugerują raczej, że część tych środków może raczej wyraźnie pobudzać aktywność inwestycyjną gospodarstw domowych; zwłaszcza wysoki popyt na rynku mieszkaniowym, widoczny także w postaci przyspieszonego wzrostu cen w tym obszarze. Analizując efekty popytowe obu tych programów warto jednak pamiętać, że nie działają one jedynie „mnożnikowo”. Mają bowiem duży wpływ na nastroje konsumentów, skłonność do zakupów, wzrost poczucia stabilizacji. W przeciwieństwie do dochodów z pracy nie są też obarczone ryzykiem. Czynniki te mogą więc głębiej zmieniać „pro-popytowo” zachowania konsumentów; nawet w okresie lekko słabszej koniunktury. Trzeba jednak pamiętać, że takie działanie tych programów może być i pewną potencjalną pułapką w sytuacji głębszego pogorszenia się sytuacji gospodarczej i nastrojów konsumentów. Ryzyko takie dotyczyć może zwłaszcza potencjalnej redukcji wydatków na część usług.

Rysunek 7 Dynamika sprzedaży detalicznej



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS

Rysunek 8 Bariera deficytu pracowników w działach gospodarki



Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS

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.

Poważnym obecnie wyzwaniem jest ocena aktywności inwestycyjnej gospodarki; także w horyzoncie najbliższych kilku kwartałów. Z jednej strony aktualne dane już pokazują widoczny spadek tej aktywności – przecież dynamika nakładów brutto na środki trwałe istotnie obniżyła się w III kw. 2019 r. Jako dość znaczącą należy także oceniać skalę spadku kw./kw. – o nieco ponad 4 p.p., choć warto też pamiętać, że jest to kategoria dość zmienna w RN. Trudność w prognozowaniu wynika jednak m.in. z wysokiej niehomogeniczności nakładów inwestycyjnych – co najmniej tak w wymiarze źródeł ich finansowania, jak i przesłanek oraz mechanizmów decyzyjnych, w tym samych grup decydentów. Zwrócić także należy uwagę na dużą koncentrację nakładów – i pod względem sektorowym, i na

poziomie jednostkowym. Zagregowane wielkości wynikowe tych nakładów zależą więc od decyzji zarówno podmiotów krajowych, jak i zagranicznych, prywatnych i publicznych (inwestycje samorządowe i sektora rządowego stanowią ok. 1/5 nakładów), ogólnokrajowych i lokalnych (samorządowych), a są one finansowane w oparciu o środki własne i zewnętrzne, udostępniane przez instytucje krajowe (w tym banki), a także pozyskiwane w ramach funduszy unijnych. Decyzje te zależą też od percepcji zarówno koniunktury krajowej, jak i zagranicznej, oceny ryzyka etc. Obecnie w każdym z tych obszarów sytuacja jest niejednoznaczna i dość złożona. Trzeba się tu więc ograniczyć do kilku podstawowych elementów podkreślając jednocześnie, że wynikowy, zagregowany obraz jest obciążony dużą niepewnością.

Wśród czynników raczej jednoznacznie obniżających aktywność inwestycyjną szeregu podmiotów gospodarczych należy wymienić wyczerpywanie się środków UE z kończącej się perspektywy finansowej. Podkreślimy jednak, że z Szybkiego Monitoringu NBP z października 2019 r. (SM) wynika, że w ostatnich kilku kwartałach jedynie ok. 1/3 dynamiki inwestycji wynikało z aktywności sektorów o znaczącym wykorzystaniu funduszy unijnych. Supresyjnie na inwestycje, także w kontekście końca tej perspektywy, działać może też wzrost części innych wydatków podmiotów samorządowych. W świetle niektórych opinii przedstawicieli lokalnych władz bardziej prawdopodobny wydaje się jednak wariant przynajmniej kontynuacji inwestycji już realizowanych, niż cięć obejmujących także rozpoczęte przedsięwzięcia. W sumie, oczekiwać należy spadku inwestycji samorządów, ale być może nie na tyle głębokiego, żeby kompensująco nie mogły zadziałać tu inne inwestycje publiczne. Warto w tym kontekście podkreślić, że ze względu na bardzo dobrą sytuację budżetu tkwi tu pewien dodatkowy potencjał. Po jedenastu miesiącach deficyt budżetowy wynosił zaledwie ok. 1,9 mld zł, czyli niecałe 7% założonego na cały ten rok. Dobrą i stabilną sytuację budżetu potwierdzają także rekordowo dobre rentowności polskich obligacji (Rysunek 11).

Obniżyć aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw niefinansowych mogą oczywiście także słabsze perspektywy koniunktury w Polsce. Warto jednak i tu zwrócić uwagę, że w świetle wyników np. SM w pierwszej połowie ubiegłego roku decydującą kontrybucję do ogólnej dynamiki wzrostu inwestycji sektora przedsiębiorstw niefinansowych miały nakłady firm zagranicznych. Oznacza to, że duży wpływ na aktywność inwestycyjną sektora może mieć sytuacja zewnętrzna, a nie krajowa. Tu natomiast, w świetle bieżących danych m.in. z gospodarki Niemiec, ale także prognoz dla gospodarki światowej, można mówić o pojawieniu się pewnych nieco bardziej pozytywnych sygnałów. Nie oznaczają one jednak, że sytuacja zewnętrzna jest równie dobra, jak w kilku ostatnich latach – większość prognoz na lata 2020-21 dla gospodarki światowej pokazuje odczyty oscylujące wokół 3% r/r, a dla Niemiec – w okolicach 1% r/r (Tabela 2).

Ostrożnie też należy oceniać wpływ pogarszającej się koniunktury krajowej na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Pogarszają się m.in. nastroje i oczekiwania przedsiębiorców (Rysunek 16, Rysunek 17). Zauważyć jednak należy, że część tych ocen może okazać się nadmiernie pesymistyczna. Widoczna jest tu np. rozbieżność pomiędzy kształtowaniem się wskaźników PMI a faktyczną aktywnością przemysłu. W szczególności, listopadowy odczyt dynamiki produkcji sprzedanej jest nie tylko lepszy od konsensusu rynkowego, ale ogólne może być oceniony jako niezły (ok. 5% r/r). Warto też zwrócić uwagę, że spadki aktywności inwestycyjnej w niektórych obszarach, w tym w Budownictwie, mogą okazać się procesami bardziej o charakterze korekcyjnym, a nie recesyjnym. W ich efekcie uwolnione mogą zostać zasoby czynników produkcji i obniżyć może się, a przynajmniej przyhamować wzrost, część ich cen. Oceniając wewnętrzny popyt inwestycyjny pamiętajmy także, że wprawdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych spada od pewnego czasu, ale wciąż jest ono w polskiej gospodarce bardzo wysokie (Rysunek 5). Widząc możliwość korekty sentymentu inwestycyjnego pamiętajmy jednak, że



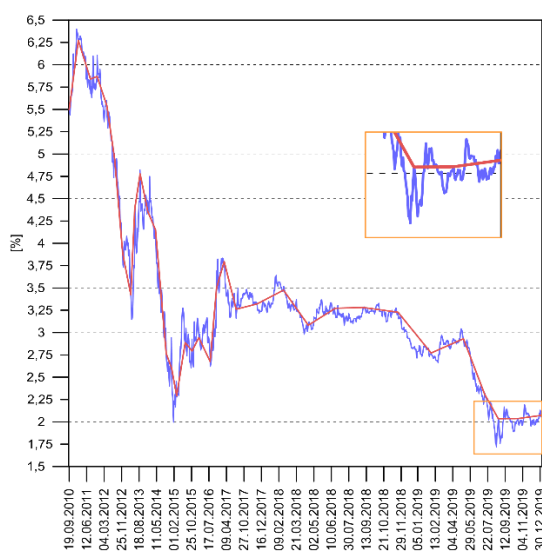
jego obecny poziom, w tym w świetle SM NBP, wykazuje tendencję malejącą. Wskazując na pogorszenie się nastrojów konsumentów (Rysunek 15) nie należy pomijać faktu, że wciąż rosnące jest ich zainteresowanie dokonywaniem ważnych zakupów (Rysunek 11).

Czynnikiem pozytywnie oddziałującym na aktywność inwestycyjną może być natomiast środowisko niskich – nominalnie i realnie – stóp procentowych, a także duże zasoby pieniężne sektora przedsiębiorstw niefinansowych (Rysunek 6). Wskaźniki dostępności kredytu na poziomie zagregowanym, choć wyraźnie niższe niż w latach ubiegłych, wciąż wydają się dość dobre. Obraz ogólny może oczywiście zaciemniać fakt, że w gorszej sytuacji są na ogół mniejsze firmy, a także niektóre branże. Dostyc korzystnie, mimo zacieśniających działań banków komercyjnych, wciąż kształtują się jednak także złożone indeksy dostępności do finansowania – w tym listopadowe odczyty badania SAFE EBC (Rysunek 10). Wyniki Polski są tu zbliżone do średnich rezultatów UE. Poglądy samych bankowców na dynamikę inwestycji w 2020 r. są też dosyć zróżnicowane – od optymistycznych banku PKO S.A. czy Deutsche Banku Polska – z odczytami powyżej 4% r/r, do bardzo pesymistycznych ocen mBanku, zakładających spadek o ok. 3% r/r. Mediana prognoz największych banków kształtuje się na poziomie ok. 2,7%, a projekcja NBP przewiduje wzrost tej kategorii w 2020 r. o ok. 4% r/r.

Analizując problem aktywności inwestycyjnej, warto też zwrócić uwagę na niektóre jej elementy strukturalne, choć na poziomie bardzo ogólnym, gdyż ich analiza wykracza poza zakres tego typu raportu i są one raczej mało zmienne pomiędzy kolejnymi edycjami RŁ. Zwrócimy tu uwagę jedynie na dwa obszary zagadnień.

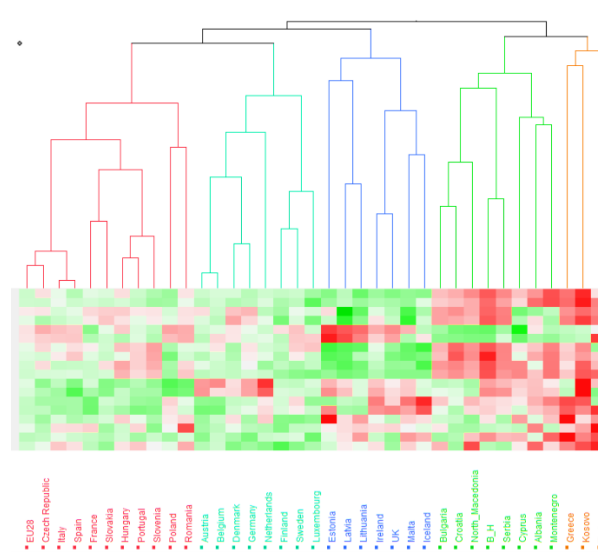
Po pierwsze, oceniając perspektywy wzrostu inwestycji, należy też zwrócić uwagę na czynniki, które mają charakter „kumulacyjny”, niekoniecznie związany z bieżącą, czy nawet przyszłą aktywnością gospodarczą, a raczej z nawarstwianiem się pewnych procesów w przeszłości. O ile wzrosty produkcji wymagają 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). Tego typu inwestycje mogą być stosunkowo mało wrażliwe na wpływ bieżącej koniunktury.

*Rysunek 9 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych.

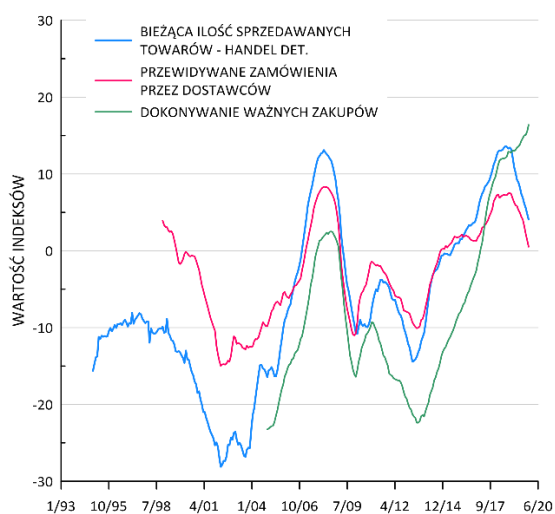
*Rysunek 10 Dostępność finansowania dla sektora SPN*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych SAFE 28.11.2019 – ECB.

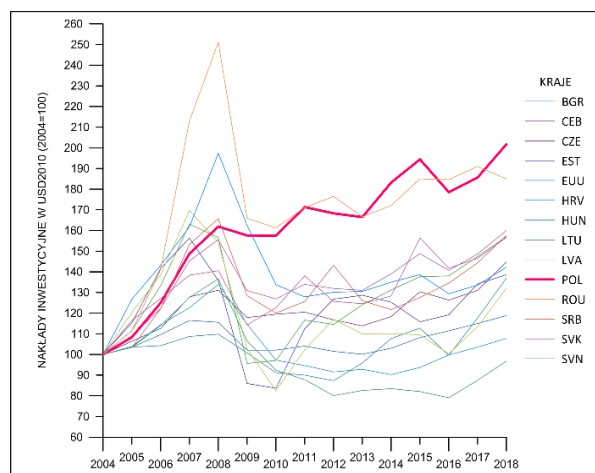


Rysunek 11 Wybrane indykatory popytu krajowego – średnie 12 miesięczne



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS

Rysunek 12 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-18 (ceny 2010 r.)

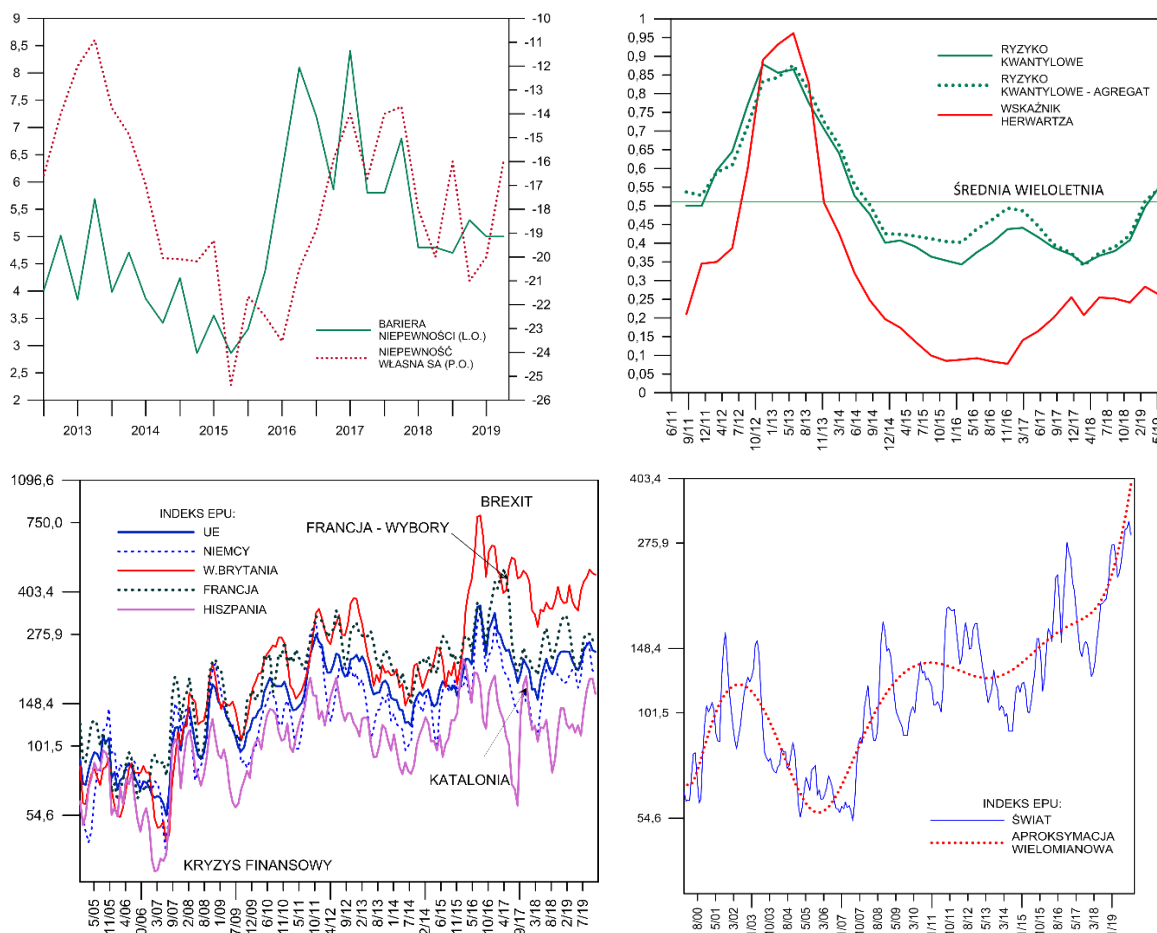


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego

Po drugie, kolejnym, „odłożonym”, czynnikiem aktywności inwestycyjnej może problem „intensywnej” luki inwestycyjnej tzn. konieczności zmiany nie tyle wielkości (luka ekstensywna), co struktury i produktywności majątku trwałego. Ze względu m.in. na sytuację demograficzną Polski obecna sytuacja na rynku pracy wydaje się dość trwała – płace prawdopodobnie będą nadal rosły, tak jak i niedobory niektórych typów pracowników. Ryzyko takie może nawet zwiększać możliwość potencjalnej reemigracji części pracowników z Ukrainy do Niemiec. Oba te elementy, tak jak wysokie prawdopodobieństwo sekularnego wzrostu kosztów niektórych innych czynników produkcji (energii, ropy naftowej etc.), konieczność wdrażania technologii proekologicznych 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. W stosunku do poprzedniego RŁ pojawia się też dodatkowy czynnik – ustawa wyraźnie podnosząca poziom płacy minimalnej. Przyspieszy to, a często i wymusi na przedsiębiorcach, konieczność działań zmniejszających koszty pracy – w tym większą jej automatyzację.

Reasumując, dynamika inwestycji w bieżącym roku będzie zapewne widocznie niższa niż w 2019 r., jednak skala tego spadku jest wypadkową wielu czynników. Ostateczna jej ocena jest zatem obarczona znaczną niepewnością. Szereg elementów przemawia jednak zatem, by w ocenach tych uwzględnić fakt, że na inwestycje będą wpływały nie tylko czynniki krajowe, ale również zagraniczne, a także to, iż nie tylko o charakterze koniunkturalnym, ale także zagranicznym.

Rysunek 13 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP<sup>12</sup> – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna)



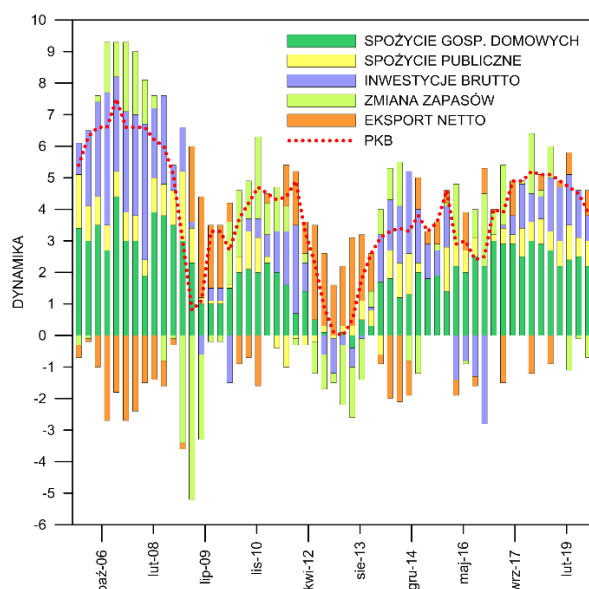
Źródło: obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

Kolejnym elementem wpływającym na kształtowanie się makroekonomicznej kondycji polskiej gospodarki jest eksport netto. Również w tym przypadku trzeba wyraźnie zaznaczyć, że w obecnej sytuacji międzynarodowej kategoria ta jest szczególnie trudna do prognozowania. Choć perspektywy wzrostu globalnego mogą już lekko poprawiać się od 2021 r., jak już wspomniano jego dynamika pozostanie prawdopodobnie tylko nieznacznie wyższa od słabej tegorocznej. Choć można przypuszczać, że Brexit niebawem zmaterializuje się, wciąż nie jest jasne, w jakiej formie i z jakim wpływem na sytuację krajów UE. Bardziej optymistycznie można spoglądać także na szanse zażegnania wojny handlowej USA i Chin. Nie jest jednak jasne, kiedy ewentualne porozumienia zostaną sfinalizowane, ani jak szybko wejdą w życie. Szereg elementów niepewności związanych jest z sytuacją naszego największego partnera handlowego – Niemiec. Z jednej strony sytuacja w przemyśle, tak jak i miary koniunktury, w listopadzie 2019 r. okazały się lepsze niż oczekiwano. Z drugiej, nie jest oczywiste, na ile te pozytywne zjawiska utrzymają się w najbliższej przyszłości. Pewnym cieniem na te oczekiwania kładzie się też możliwe pogorszenie popytu konsumpcyjnego – byłoby to złym sygnałem dla naszej gospodarki, gdyż spora część eksportu do Niemiec dotyczy właśnie dóbr konsumpcyjnych. Polski eksport wspierają natomiast takie czynniki, jak korzystny z tego punktu widzenia kurs walutowy, wciąż wyraźnie niższe niż w krajach rozwiniętych koszty pracy, czy spora elastyczność naszych

<sup>12</sup> Opis konstrukcji wskaźnika Herwarta znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

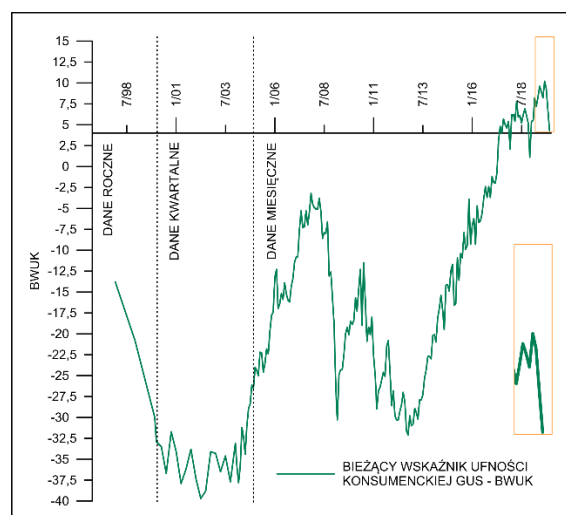
przedsiębiorstw, penetrujących obecnie także rynki pozaeuropejskie. W powyższych okolicznościach, choć oczekiwania co do dynamiki polskiego eksportu powinny być raczej pozytywne, zapewne nie osiągnie ona poziomów z ostatnich lat. Z punktu widzenia oceny eksportu netto kluczowe wydaje się jednak to, że od pewnego czasu – m.in. ze względu na rosnącą rolę usług w wytwarzaniu PKB – spada importochłonność naszej gospodarki. Pozwala to sądzić, że kontrybucja eksportu netto do PKB będzie nieujemna.

Rysunek 14 Struktura wzrostu PKB w Polsce

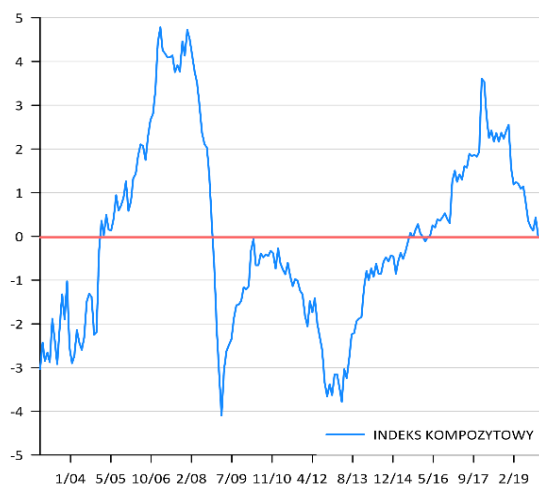


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 15 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS

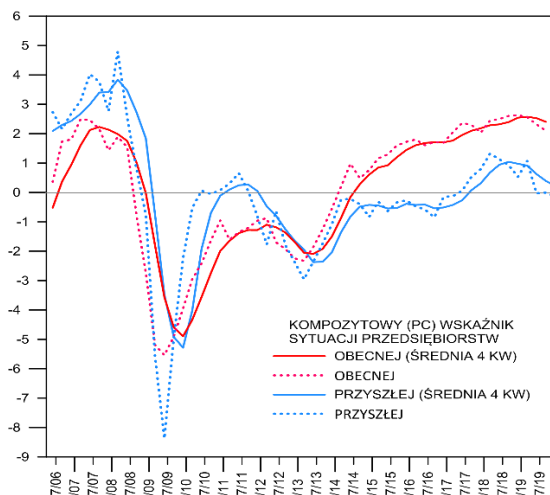


Rysunek 16 Kompozytowy indeks koniunktury GUS



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz Szybkiego Monitoringu NBP. KIP\_SM\_NBP jest obliczony metodą CF na odsezonowanych danych prognostycznych SM NBP.

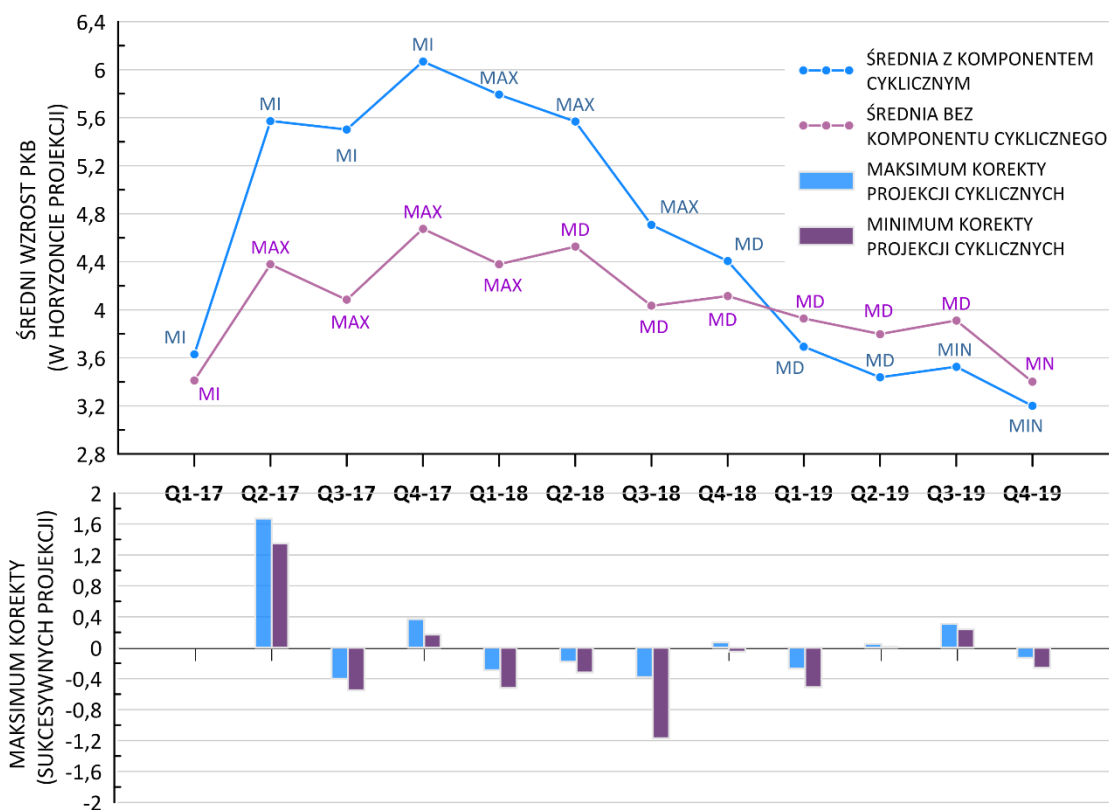
Rysunek 17 Kompozytowy indeks bieżącej i prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP\_SM\_NBP)



Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo nadal wysokiej, choć słabnącej, dynamiki wzrostu, gospodarka wciąż znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. Wprawdzie w grudniu 2019 r.

przyspieszyła inflacja, ale istotny wpływ miały na to wzrosty cen żywności oraz usług. O ile ten wzrost cen żywności ma zarówno charakter lokalny (częściowy nieurodzaj, problem ASF etc.), jak i globalny, w warunkach spadającej dynamiki płac realnych oraz lekkiego ochłodzenia na rynku pracy wzrost cen części usług zapewne spowolni. Choć poziom stóp procentowych jest relatywnie niski, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych nie przekraczają dynamiki nominalnego wzrostu PKB. Nie ma więc symptomów powstawania tzw. baniek kredytowych.

Rysunek 18 Wybrane charakterystyki projekcji PKB z Raportów Makro



MAX – istnieje jedno maksimum wewnętrzne prognozy, MIN – istnieje jedno minimum wewnętrzne prognozy, MD – prognoza monotonicznie maleje, MI – prognoza monotonicznie rośnie.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Raportów Makro.

Korzystne wyniki gospodarcze pierwszego półrocza powodują, że część wcześniejszych prognoz wzrostu w Polsce na 2019 r. było korygowanych w górę (por. tab. 1). Większość z nich przewiduje jednak niższe – od wyniku ubiegłorocznego - tempo wzrostu PKB w 2019 r.; nawet o nieco ponad 1 p.p. Oczekuje się natomiast, że dynamika PKB Polski w 2020 r. będzie wyraźnie niższa niż w 2019 r. Gdyby prognozy te sprawdziły się, oznaczałoby to, że w 2018 r. wystąpiło w naszym kraju maksimum cyklu koniunkturalnego.

Do chwili publikacji obecnej edycji Raportu pojawiło się kilka istotniejszych aktualizacji wcześniejszych prognoz PKB dla Polski. Niemal wszystkie, dostępne na ten rok, przewidują wzrost PKB (r/r) w granicach ok. 3,5%, a żadna z przywołanych nie jest niższa od 3,0%. Widocznie gorsze są przewidywania na 2021 r., przy czym sporadycznie można tu spotkać oceny poniżej 3% r/r. W świetle zewnętrznych prognoz na oba lata spadek aktywności gospodarczej powinien więc mieć charakter gradualny i raczej nie przekraczać (w dół) bariery 3%. W tym kontekście warto też szczególnie zwrócić uwagę na wewnętrzne prognozy PKB – z *Raportu Makro* (Rysunek 18). Również one wskazują na widoczny, ale

jednocześnie gradualny, spadek jego dynamiki, przy czym warianty z oraz bez komponentu cyklicznego od początku 2019 r. są wyraźnie zbieżne. W prognozie cyklicznej, a w ostatniej rundzie i tej bez komponentu cyklicznego, ścieżki charakteryzuje też pojawienie się minimum wewnętrznego – co może sugerować istnienie punktu zwrotnego (już w drugiej połowie 2020 r.) Można to więc podsumować tak, że słabnące tempo wzrostu polskiej gospodarki nie tylko nie powinno przekładać się *per se* na wzrost zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w horyzoncie do 2020 r., ale nawet w niektórych obszarach redukować to zagrożenie – ze względu na bliskość tych dynamik do potencjału. Należy jednak zaznaczyć, że ocena powyższa jest prawdziwa pod warunkiem zrealizowania się tych prognoz. Ponieważ główne ich ścieżki „dotykają” bariery 3%, przy realizacji gorszych scenariuszy istnieje duże – ze względu na szereg wymienionych powyżej czynników – ryzyko zejścia poniżej tej granicy. A to oznaczałoby możliwość istotnego wzrostu zagrożenia upadłością.

*Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2019-21 (w % r/r)*

ŹRÓDŁO PROGNOZY	2019	2020	2021
Narodowy Bank Polski – NECMOD	4,3	3,6	3,3
Narodowy Bank Polski – Ankieta Makroekonomiczna <sup>1/</sup>	4,3	3,5	3,1
RM RP – Wieloletni plan finansowy państwa 2019-22	4,0	3,7	3,4
BS / Global Economic Prospects	4,0	3,6	3,3
MFW / World Economic Outlook	4,0	3,1	2,7
Komisja Europejska	4,1	3,8	3,0
OECD	4,0	3,8	3,0
Fitch	4,2	3,5	3,0
Standard&Poor's	4,3	3,2	3,0
Moody's	4,4	3,7	

1/ Mediana

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

### 1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Niejednoznaczne oczekiwania co do perspektyw gospodarki światowej zastępują dominujące przewidywania utrzymywania się jej spowolnienia – zarówno w 2020 r., jak i 2021 r. (por. Rysunek 21, Rysunek 22), z nadzieją na minimalną poprawę w 2021 r. Najnowsze, listopadowe, wyniki Banku Światowego wskazują mianowicie na utrzymywanie się tej dynamiki na poziomie ok. 3% w latach 2020-21 r. Oznacza to raczej wyraźną korektę w dół wcześniejszych przewidywań tej organizacji – o 0,3 p.p. W latach 2020-21 tempo to miałyby być zbliżone, przyspieszając do jedynie 2,8%. Z kolei OECD ponownie nieco w dół skorygowało większość prognoz na lata 2019-20.

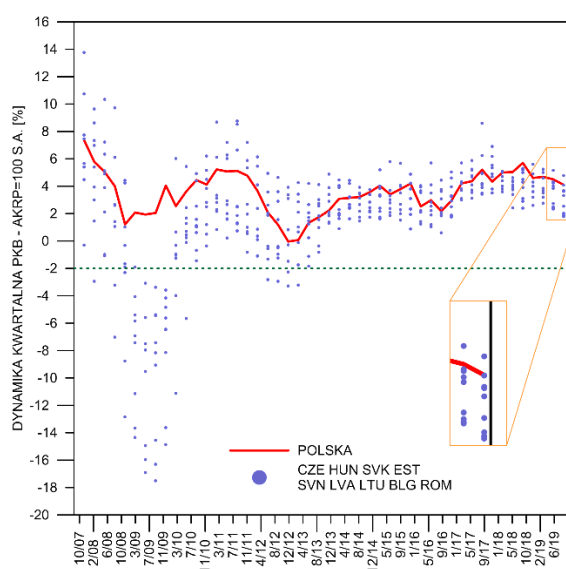
*Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %)*

	2019 F	2020 F	2021 F
Świat	2,9	2,9	3,0
Gospodarki rozwinięte	1,7	1,6	1,6
Strefa euro	1,2	1,1	1,2
Niemcy	0,6	0,4	0,9
USA	2,4	2,0	2,0
Gospodarki wschodzące	3,9	4,8	4,8
OECD	1,7	1,6	1,7
Chiny	6,2	5,7	5,5

Źródło: zestawienie na podstawie: OECD Interim Outlook Forecasts November 2019, IMF Data.

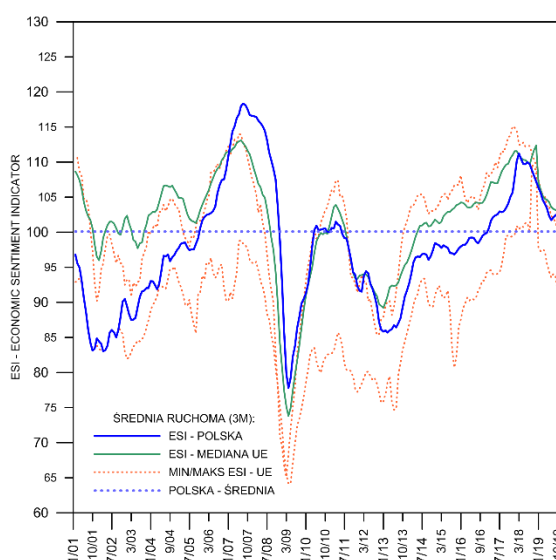
Mieszane są poglądy nt. perspektyw gospodarki amerykańskiej, przy czym nie należy zapomnieć, że jeszcze niedawno niektóre ośrodki nadal oceniały tam prawdopodobieństwo recesji aż na 60%. Obecnie częste wydają się przewidywania „stabilizacji na niskim poziomie”. Dość słabe, i to także na przyszły rok, są prognozy sytuacji w gospodarce chińskiej. Sytuacja może się jednak okazać wyraźnie lepsza, bo istnieją wyraźne sygnały o możliwości zawarcia pomiędzy USA i Chinami nowej umowy handlowej. Otwartą kwestią jest natomiast zarówno konkretny moment tego zdarzenia, jak i szybkość wchodzenia w życie tych porozumień. Warto jednak pamiętać, że nawet osłabiona gospodarka chińska jest atrakcyjnym partnerem gospodarczym dla wielu inwestorów i kooperantów. Faktyczne problemy mogą mieć bardziej wewnętrzny charakter i wynikać m.in. z zadłużenia chińskich firm. Dość słabo rysuje się natomiast najbliższa przyszłość gospodarki niemieckiej. W tej ostatniej istotnym źródłem problemów mogą być m.in. zawirowania na globalnym rynku motoryzacyjnym i efekty kolejnej odstony

Rysunek 19 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



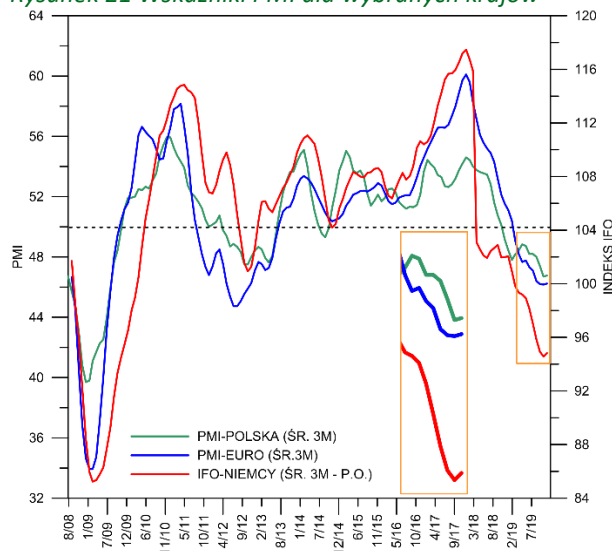
Źródło: zestawienie na podstawie danych OECD.

Rysunek 20 Współczynnik nastrojów ESI



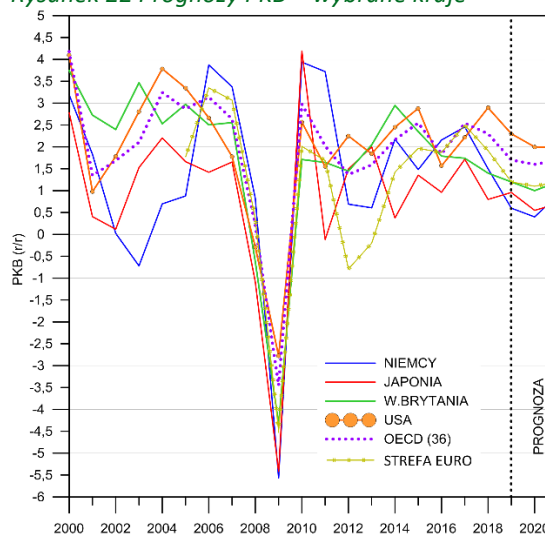
Źródło: zestawienie na podstawie danych Eurostatu

Rysunek 21 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



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

Rysunek 22 Prognozy PKB – wybrane kraje





wojny celnej USA z UE. Warto jednak odnotować, że część danych z tej gospodarki wygląda ostatnio nieco lepiej – w tym dane o produkcji sprzedanej za listopad, czy indeksy koniunktury w tym ZEW. Źródłem kłopotów może natomiast być słabnący, jak się wydaje, popyt konsumencki – ważny choćby dla polskiego eksportu do Niemiec, który częściowo przekierował się na ten segment.

Pozornie rozwiązany problemem Europy jest Brexit – niejasne są jego warunki, dokładny terminarz, oddziaływanie na kraje UE. Wszystkie te czynniki powodują, że poziom niepewności w gospodarce światowej jest wysoki. Łagodząco może natomiast działać fakt, że część wiodących banków centralnych, w tym FED, przynajmniej częściowo wróciła do luźniejszej polityki pieniężnej. Skutki tych działań mogą być jednak dość ograniczone, gdyż szereg problemów współczesnych gospodarek ma głęboko strukturalne podłoże, wymagające kompleksowej polityki gospodarczej, w tym większej roli bodźców fiskalnych. Nasilają się też głosy krytyki tego podejścia, w tym ze strony BŚ, podnoszące problem nadmiernego zadłużenia; w tym gospodarek krajów rozwiniętych. Mimo tych dość słabych uwarunkowań zewnętrznych, trzeba jednakże podkreślić, że na tle UE i europejskich krajów postsocjalistycznych, polska gospodarka rozwijała się w III kw. 2019 r. nadal dynamicznie pozostając vice liderem w tej grupie (Rysunek 19).

#### 1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI

Ocena pozycji cyklicznej polskiej gospodarki jest prowadzona na podstawie analizy i interpretacji zarówno cyklu odchyień<sup>13</sup>, 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 produkcji<sup>14</sup> (indeks miesięczny, o stałej podstawie: 2010=100, z wahaniami sezonowymi oraz oczyszczony z wahań sezonowych) oraz indeks PKB<sup>15</sup> i jego składowe (indeks kwartalny, z wahaniami sezonowymi, o stałej podstawie: 2010=100)<sup>16</sup>. Opis metodologii prowadzącej do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień zawiera *Raport metodologiczny zespołu makroekonomicznego*<sup>17</sup> projektu ISR oraz aktualny *Raport Makro*.

W pierwszym etapie analizy wahań cyklicznych rozważono indeks produkcji przemysłowej (górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, elektryczność, gaz, para wodna i gorąca woda) w ujęciu miesięcznym<sup>18</sup>. 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.

---

<sup>13</sup> Cykl odchyień to współcześnie znany cykl wzrostowy (czyli odchyień od długookresowej tendencji rozwojowej).

<sup>14</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

<sup>15</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

<sup>16</sup> Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

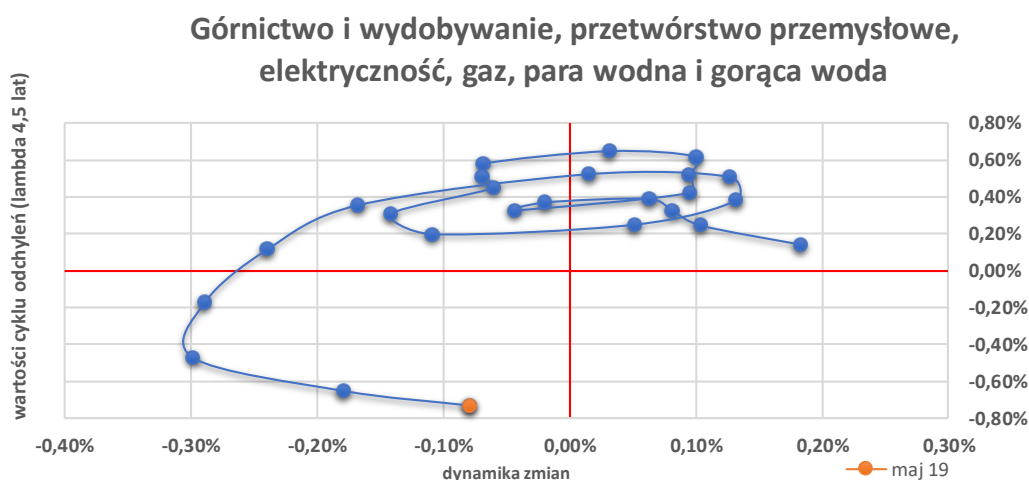
<sup>17</sup> Patrz również: Lenart Ł., Pipień M. (2013), *Almost Periodically Correlated Time Series in Business Fluctuations Analysis*, Acta Physica Polonica A. – vol. 123, no. 3 (2013), s. 567-583.

<sup>18</sup> Dane nieoczyszczone z wahań sezonowych.

Wyodrębniony cykl odchyłeń dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 23 (dolny panel). Zaznaczono na nim również okresy pogarszania koniunktury<sup>19</sup> 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 odchyłeń, biorąc pod uwagę zidentyfikowane punkty zwrotne dla wszystkich rozważanych parametrów wygładzania.

W stosowanym podejściu przyjęto cztery różne wartości parametru  $\lambda$  metody filtracji HP ( $\lambda=5500$ ,  $\lambda=12000$ ,  $\lambda=32000$ ,  $\lambda=55000$ ). Porównując otrzymane realizacje cyklu odchyłeń dla różnych wartości parametru wygładzającego  $\lambda$ , można sformułować konkluzję, że wszystkie realizacje charakteryzują się podobną lokalizacją punktów zwrotnych w analizowanym przedziale czasu. Różnice można natomiast zauważyć w stosunku do amplitud tych wahań (czyli również w stosunku do „głębokości” fazy recesji i ekspansji). Większa wartość parametru  $\lambda$  generuje realizację cyklu odchyłeń o większej amplitudzie wahań.

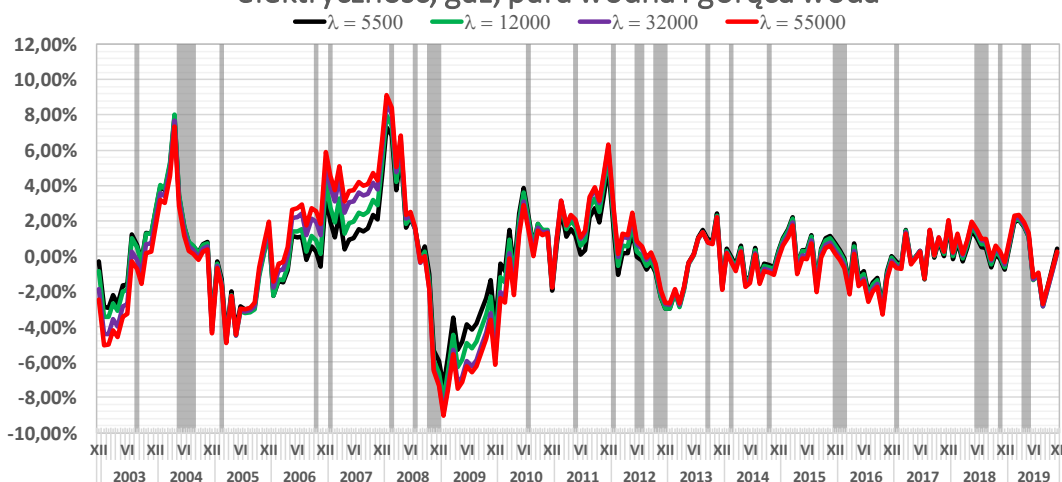
*Rysunek 23 Cykl odchyłeń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od czerwca 2002 r. do listopada 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do maja 2019 r. – górny panel)*



<sup>19</sup> W niniejszym opracowaniu okres pogorszenia koniunktury jest rozumiany jako okres od górnego punktu zwrotnego do dolnego punktu zwrotnego cyklu odchyłeń (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.



## Górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, elektryczność, gaz, para wodna i gorąca woda



Źródło: *Raport Makro*.

Rysunek 23 ( 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 odchyłeń w ostatnich 4-5 latach, a przez to niższy udział tych wahań w tendencji rozwojowej.

W kolejnym kroku analizie poddano miesięczne wartości indeksu o stałej podstawie produkcji ogółem (2010=100), oczyszczonego z wahań sezonowych<sup>20</sup>. Analiza ta ma na celu próbę poszerzonego scharakteryzowania aktualnej pozycji cyklicznej w produkcji ogółem, poprzez uwzględnienie w cyklu odchyłeń dodatkowych obserwacji (do listopada 2019 r.). Wyodrębniony cykl odchyłeń przedstawiono graficznie (Rysunek 23 – dolny panel).

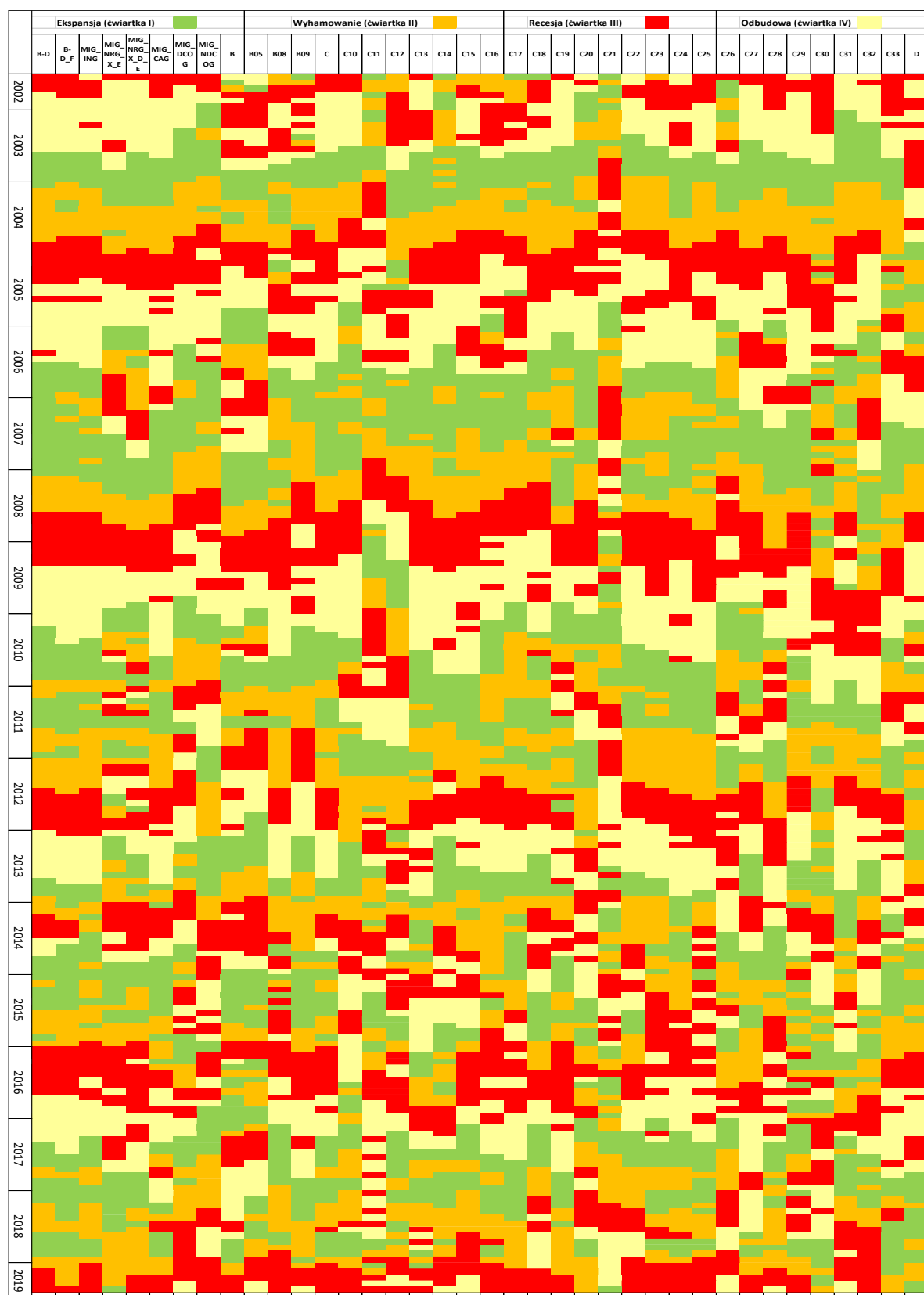
Analiza dynamiki cyklu odchyłeń wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich 4 lat (do maja 2019 r.) jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do ogólnej tendencji rozwojowej (wyznaczonej tu metodą filtracji HP), bez wyraźnych odstępstw (rozumianych jako wahania koniunkturalne) od tej tendencji, jakie miały miejsce w latach 2000-2012. Od drugiego kwartału 2018 r. widoczna jest tendencja do spadku wartości cyklu odchyłeń 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 zdezagregowane dane pokazują jednak, że począwszy od 2017 r. w sektorze wysokich technologii przeważała faza recesji, zaś po 2011 r. trudno mówić o ogólnej tendencji do zwiększania produkcji, choć w ciągu

<sup>20</sup> Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

ostatnich 12 miesięcy (dla danych wygładzonych, do listopada 2019 r.) zaznacza się nieznaczny, lokalny trend wzrostowy.

Bardziej szczegółową analizę cykli w analizowanych działach produkcji przedstawia Rysunek 24. Na wykresie mozaikowym odwzorowuje on pozycję cykliczną wybranych działów i sekcji produkcji w okresie od 2001 r. do chwili obecnej. Wiersze wykresu reprezentują poszczególne kwartały w kolejnych latach, zaś kolumny – działy i sekcje produkcji. Pozycja cykliczna określonego działu w danym kwartale jest reprezentowana przez kolor komórki znajdującej się na przecięciu odpowiedniego wiersza z kolumną reprezentującą ten dział/sekcję. Kolorem najjaśniejszym oznaczono fazę ekspansji (I ćwiartka), zaś najciemniejszym – okres recesji (III ćwiartka). Kolorami o pośrednich stopniach szarości – fazy wyhamowania i odbudowy (ćwiartki II oraz IV – odpowiednio). Procedurę taką można wykorzystywać dla różnych metod detekcji pozycji cyklicznej. W *Raporcie Makro* metodom tym odpowiadały różne wartości współczynników wygładzających  $\lambda$  w filtrze HP.

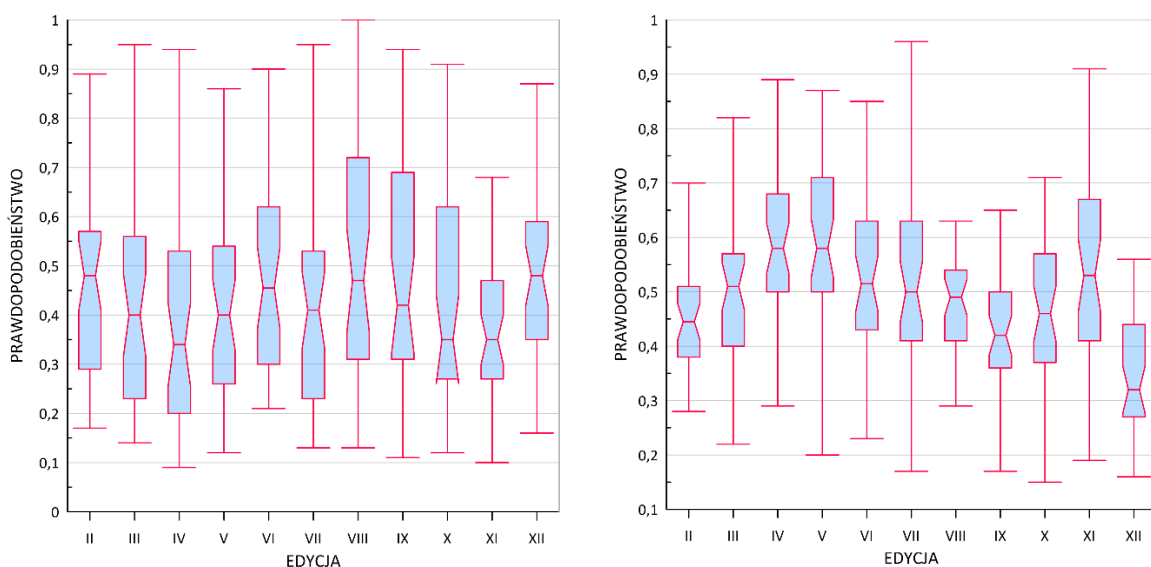
Rysunek 24 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla  $\lambda$  odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku



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

Źródło: Raport Makro.

Rysunek 25 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (prawy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – lewy panel.



Źródło: Raporty Makro.

Ten sposób wizualizacji bardzo ułatwia syntetyczną ocenę stanu koniunktury w poszczególnych kwartałach. Przykładowo, wiersz „bardzo zielony” sygnalizuje kwartał, w którym w większości działów koniunktura jest dobra. Okres ekspansji w badanym okresie należy przypisać jednemu działowi przetwórstwa przemysłowego. W fazie recesji znajdowało się 14 z 24 działów przetwórstwa przemysłowego (sekcja C).

Analiza rozkładów prawdopodobieństw ujemnej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu w poszczególnych miesiącach prognozy (por. Rysunek 25), wskazuje na duży wzrost mediany rozkładu dla ostatniej edycji *Raportu Makro*. Jednocześnie znacząco obniżyła się mediana rozkładu prawdopodobieństwa, przy stosunkowo małym rozrzucie, spadku dynamiki produkcji w drugim okresie. Może to wskazywać na krótki okres pogarszania się dynamiki produkcji przemysłowej, skoncentrowany w pierwszym półroczu prognozy.

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 wyjście 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 składowymi<sup>21</sup> (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 wariancie 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 tendencji rozwojowej jest niewielkie, a niskie odchylenie cyklu jest dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki. Dla wartości dodanej brutto w większości przypadków ostatni analizowany punkt wskazuje natomiast na występowanie jeszcze fazy ekspansji.
- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy (dla niskich wartości parametrów wygładzających) oscylację punktów zegara pomiędzy pierwszą a drugą ćwiartką, co utrudnia określenie fazy cyklu odchylen dla tego wskaźnika. W przypadku cykli uwzględniających wahania do 7 lub 8 lat zegary wskazują na ekspansję lub wyhamowanie. Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchylen tej składowej.
- W przypadku nakładów brutto na środki trwałe ostatnie punkty zegara (III kwartał 2018 r.) wskazują na występowanie wczesnej fazy ekspansji, jednak o słabej amplitudzie.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 4-5 latach obserwujemy w dalszym ciągu bardzo niską amplitudę wahań cyklu odchylen. Położenie ostatnich punktów zegara w wariancie klasycznym wskazuje na dalsze pogorszenie koniunktury w eksporcie oraz imporcie towarów i usług. W przypadku tej kategorii zegary są najmniej czytelne.

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 odchylen 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 IX 2019 r. do VIII 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 pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze perspektywy rozwojowe nadal ma dział „Produkcja metalowych wyrobów gotowych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe i wynosi co najwyżej 0,19. Dobre perspektywy ma też sekcja rezydualna „Pozostała produkcja wyrobów”. Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, są sekcje: „Produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”. W całym horyzoncie prognozy

---

<sup>21</sup> Por. *Raport Makro – Dodatek*.

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 „Górnictwo i wydobywanie”, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,73 w analizowanym horyzoncie.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej komputerów, urządzeń peryferyjnych i oprogramowania; sprzętu komunikacyjnego itd. w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może wynosić 0,62. To wysokie prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy marca 2020 r. Od tego miesiąca do końca horyzontu prognozy analizowane prawdopodobieństwo maleje, jednak pozostawia wiele niepewności co do kierunku rozwoju branży. Podobna sytuacja dotyczy kategorii „Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w niewyspecjalizowanych sklepach” – z tym, że najślabsze prognozy dotyczą tam najkrótszego horyzontu predykcji. Najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać dwóm działom: „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami” oraz „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw”. Opisane powyżej tendencje rozwojowe w tym sektorze są bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie dynamicznie się rozwijać 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 występowanie, w ostatnim okresie, bardzo dobrej koniunktury w tym dziale, która będzie hamować w całym 2020 roku. Sytuacja w działach, jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać, jednak z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik. Prawdopodobieństwo spadku jest wysokie w całym horyzoncie prognozy. Wyniki tej analizy wskazują, że w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie się rozwijać 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

Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w I p. 2019 r. charakteryzuje pogorszenie wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w II p. 2018 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). W celu jej oceny wykorzystano 10 węzłowych wskaźników finansowych oraz miarę w postaci pola powierzchni dziesięciokąta (miara „PD”) rozpiętego na dynamice wartości tych wskaźników. Krótkoterminowo odnotowano ogólne pogorszenie sytuacji finansowej. W I p. 2019 r. wartość miary PD zmniejszyła się o –7,9% (–19,4% w II p. 2018 r.). Nieznacznie korzystniejsze rezultaty uzyskano tylko w 3 na 10 wskaźników: cyrkulacji należności, długości cyklu zobowiązań oraz produktywności majątku. Największe pogorszenie odnotowano w zakresie: rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów, płynności bieżącej i szybkiej oraz strukturze majątkowo-kapitałowej (por. Rysunek 28).

Sytuacja była jednak zróżnicowana w klasach wielkości przedsiębiorstw. W firmach małych nastąpiła poprawa wyników w 8/10 wskaźników finansowych, przy niewielkim zmniejszeniu w I p. 2019 r. wartości miary PD o  $-2,8\%$ . W przedsiębiorstwach średnich zaobserwowano znaczne pogorszenie wartości wskaźników finansowych i zmniejszenie w I p. 2019 r. wartości miary PD o  $-31,6\%$  ( $+2,4\%$  w II p. 2018 r.). Negatywne zmiany dotyczyły 9/10 wskaźników finansowych, w tym głównie: cyrkulacji należności, wypłacalności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności bieżącej i szybkiej. Zaś w dużych podmiotach wystąpiło pogorszenie wartości wskaźników finansowych i zmniejszenie w I p. 2019 r. wartości miary PD o  $-15,7\%$ . Negatywne zmiany dotyczyły 7/10 wskaźników finansowych. Podobne różnice dotyczyły rodzajów działalności, przy czym najgorsza sytuacja była w działalności produkcyjnej (pogorszenie 8/10 wskaźników), zaś najlepsza w usługach – negatywne zmiany w 6/10 wskaźników.

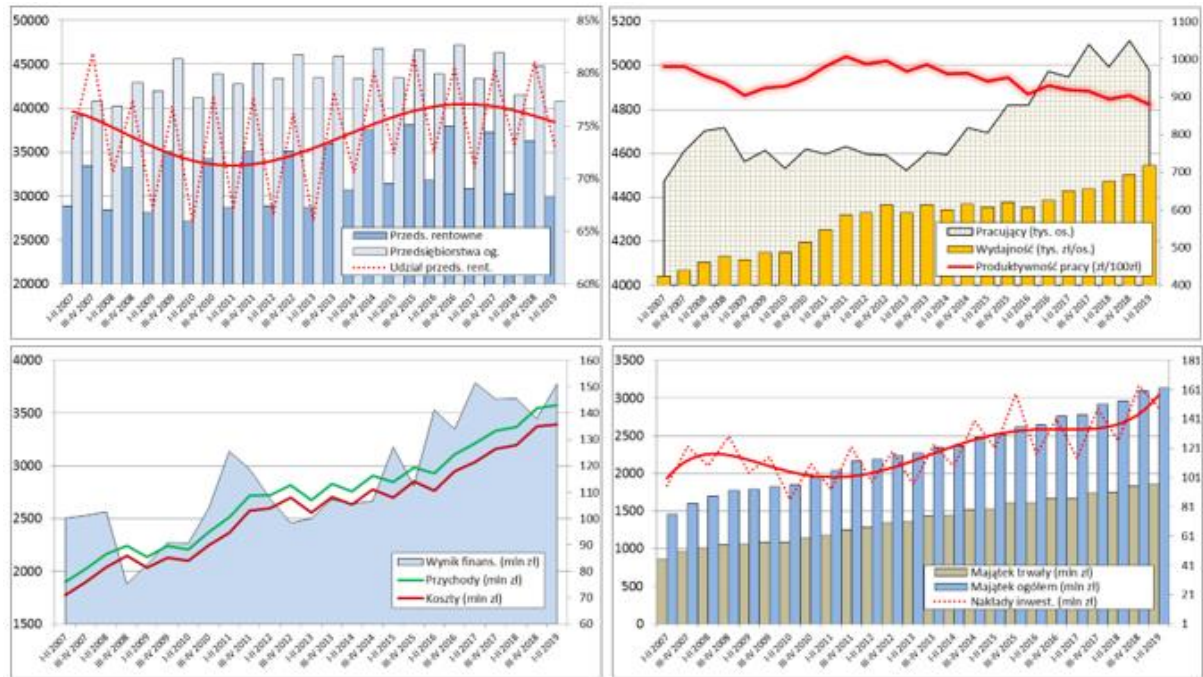
Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej w tym samym czasie liczbie pracujących (ostatnio zahamowany) towarzyszył niższy przyrost wydajności pracy, a produktywność pracy wykazuje długoterminowy spadek. Przychody rosły krótkoterminowo w tempie niższym niż koszty, co zawężyło pole wyniku finansowego (ostatnio odbudowa). Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem oraz trwały. Dynamika nakładów inwestycyjnych wzrosła po okresie stagnacji. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy wzrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przyrasta równomiernie. Ustabilizowała się krótkoterminowo stopa wartości dodanej (por. Rysunek 26).

Widoczną zmianą krótkoterminową jest zahamowanie niekorzystanej tendencji pogorszenia struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, szybciej 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 27).

W klasach wielkości sytuacja kształtowała się tak, że w grupie podmiotów małych wystąpił spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Malejącej liczbie pracujących towarzyszy mniej proporcjonalny wzrost wydajności pracy, a długookresowo maleje produktywność pracy. Dynamika przychodów wzrastała w tempie wyższym niż koszty, co powoduje zwiększenie pola wyniku finansowego. W podmiotach średnich miał miejsce niewielki wzrost udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej średnioterminowo (ostatnio spadki) liczbie pracujących, krótkoterminowo odpowiadał dość równomierny wzrost wydajności pracy, natomiast długoterminowo maleje produktywność pracy. Dynamika przychodów wykazuje sukcesywny wzrost i była przeważnie wyższa od dynamiki kosztów (ostatnio wyrównanie), co powodowało wzrosty wyniku finansowego ostatnio zahamowane. Zaś w przypadku przedsiębiorstw dużych zaobserwowano niewielki wzrost udziału przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej liczbie pracujących odpowiadał nierównomierny, ostatnio jednak proporcjonalny wzrost poziomu wydajności pracy. Widoczna jest jednak długoterminowa tendencja pogarszania się produktywności pracy. Dynamika przychodów wykazuje stabilne wzrosty, lecz na podobnym poziomie kształtuje się dynamika kosztów, co powoduje braki wzrostu wyniku finansowego (ostatnio spadki). Sukcesywnie przyrastał majątek trwały i majątek ogółem.

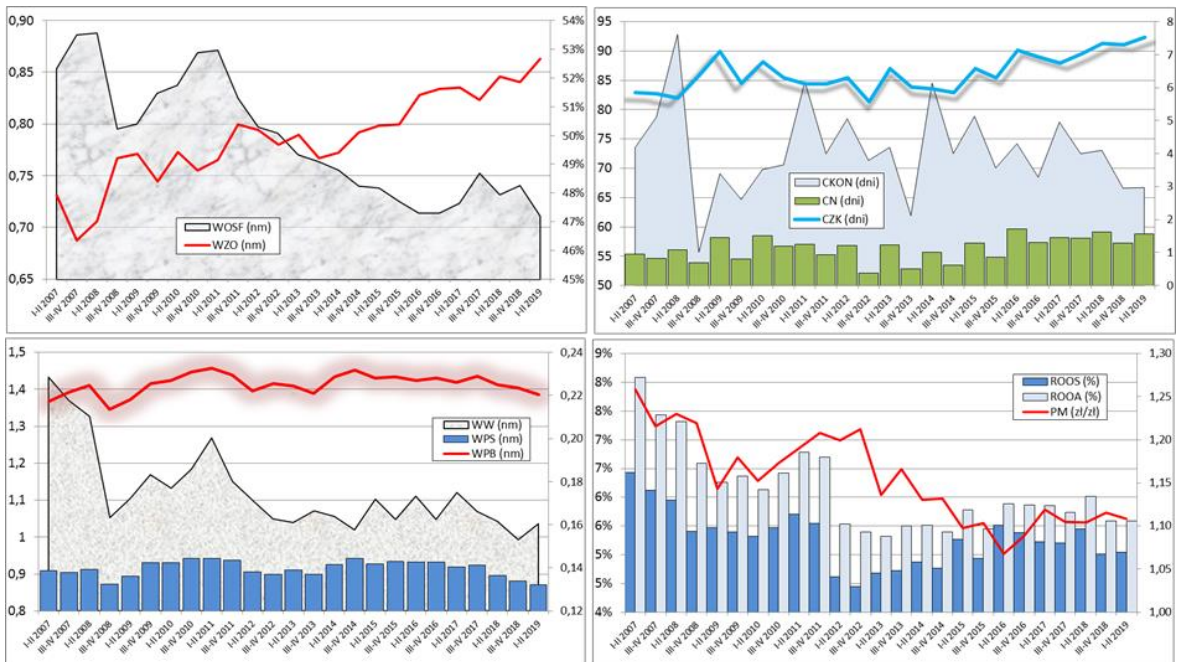


Rysunek 26 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 27 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)

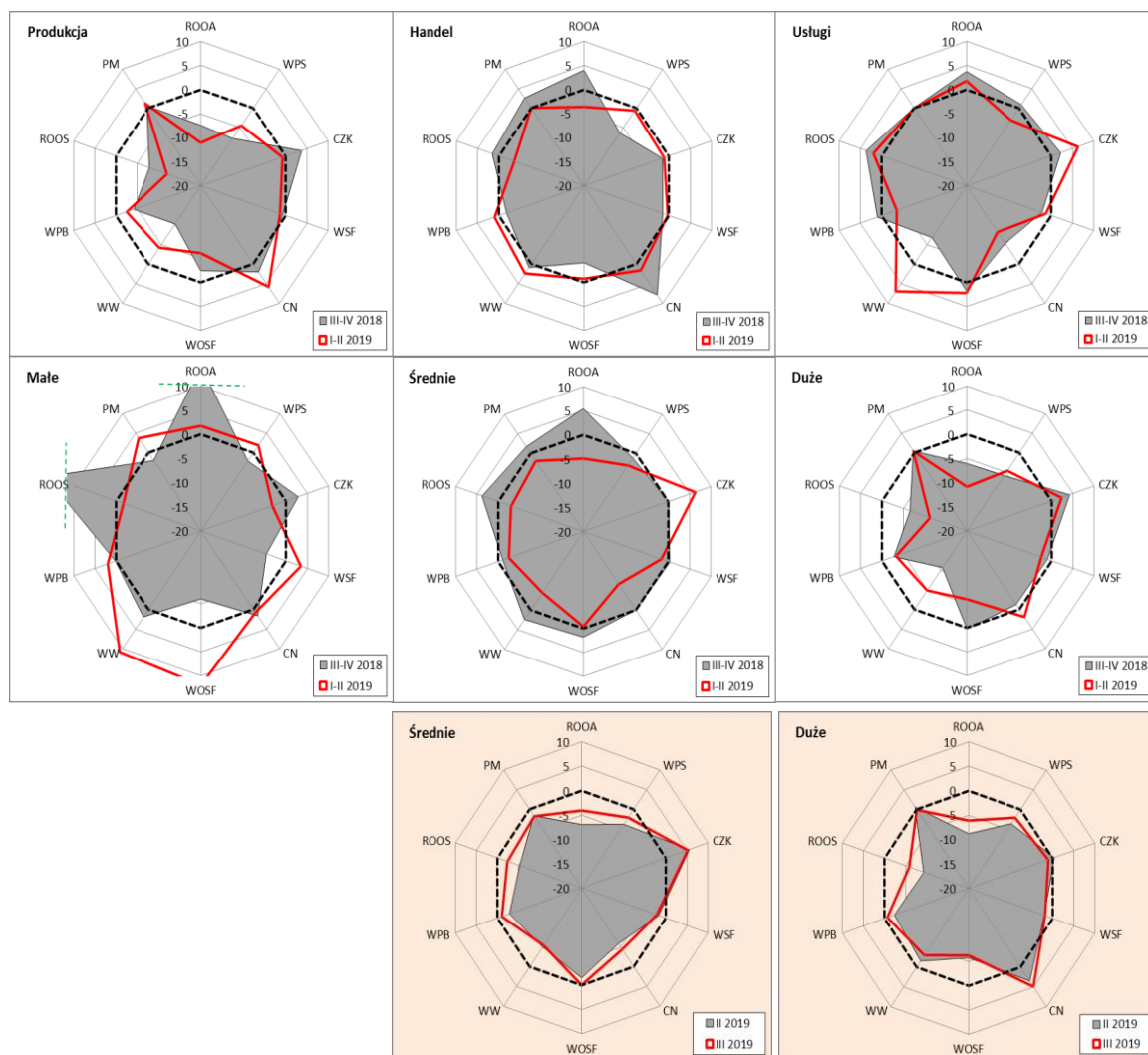


WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (struktury majątkowo-kapitałowej); WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; CKON – cykl kapitału obrotowego netto; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; WPS – wskaźnik płynności podwyższonej; WW – wskaźnik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

Źródło: Raport Mikro.



Rysunek 28 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2018 – I p 2019 r. oraz III kw. 2018 r. – III kw. 2019 r. – ogółem i 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). Pola zaznaczone - wyniki kwartalne

Źródło: Raport Mikro.

Najnowsze dane pokazują, że w przedsiębiorstwach średnich bieżący odczyt (III kw. 2019 r.) sugeruje pogorszenie wartości wskaźników finansowych, przy wzroście wartości miary PD o +14,3% (-31,6% w I p. 2019 r.), co oznacza mniejszą intensywność spadków. Negatywne zmiany dotyczyły 9/10 wskaźników finansowych, w tym głównie: wypłacalności, cyrkulacji należności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności szybkiej.

W Przedsiębiorstwach dużych w III kw. 2019 r. także nastąpiło pogorszenie wartości wskaźników finansowych, przy wzroście wartości miary PD o +11,5% (-15,7% w I p. 2019 r.), co także oznacza mniejszą intensywność spadków. Negatywne zmiany dotyczyły 9/10 wskaźników finansowych, w tym głównie: struktury majątkowo-kapitałowej, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów, wypłacalności oraz płynności szybkiej.

## 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.

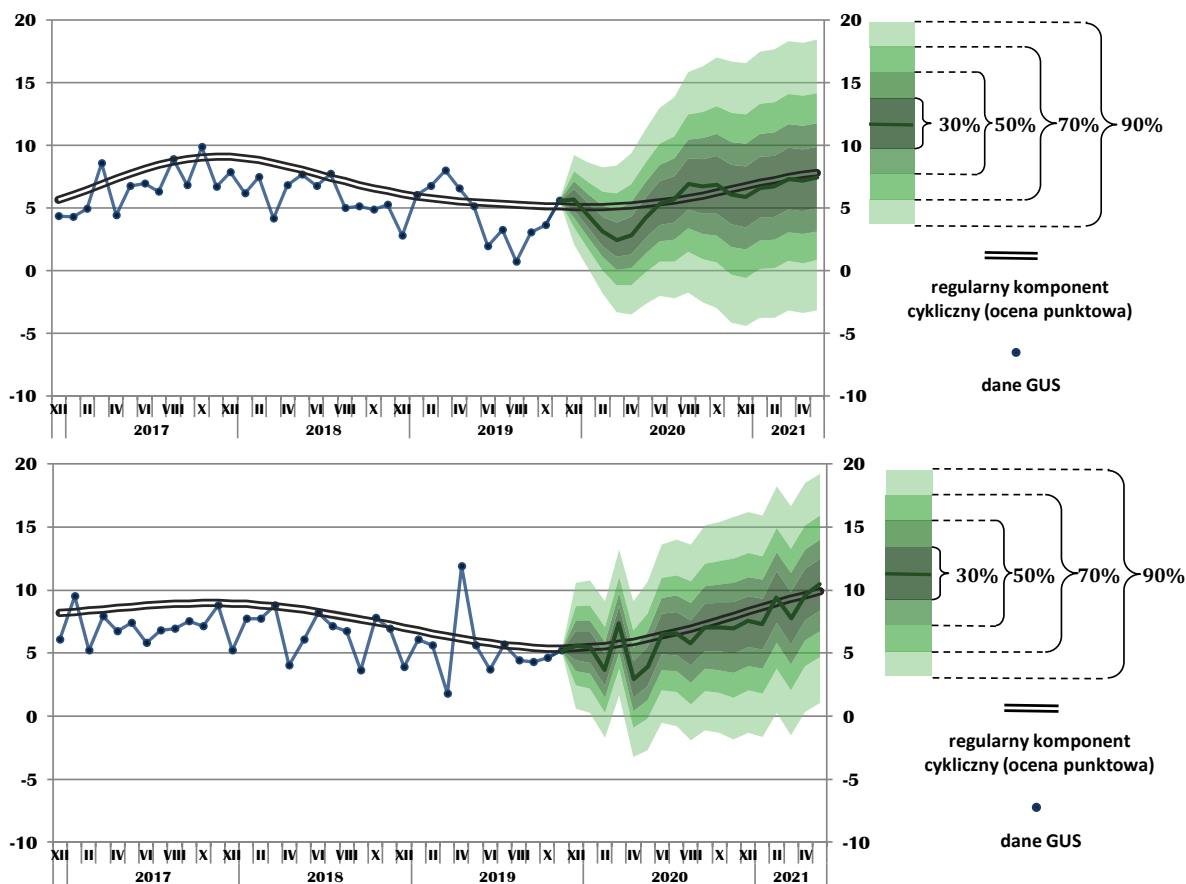
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznaną parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie próby 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 listopada 2019 r. (dane miesięczne) lub trzeciego kwartału 2019 r. (dane kwartalne) włącznie. 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 29 (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 rozpoczęta w 2016 r. faza przyspieszenia tempa wzrostu zakończyła się w czwartym kwartale 2017 r. Od tego czasu widoczna jest tendencja do spowolnienia, której odwrócenie może nastąpić w drugim kwartale 2020 r. Wynik ten odbiega od rezultatów z poprzedniej prognozy – wahania cykliczne są silniej zaznaczone. Wskazuje to, że prezentowana w poprzednich raportach konstatacja, iż produkcja przemysłowa w ostatnim wykazuje niewielkie odchylenia od stabilnej tendencji wzrostowej, powinna zostać zrewidowana. Jeśli nastąpiła zmiana strukturalna w obrazie wahań koniunkturalnych produkcji przemysłowej, może to skutkować trudnościami z prawidłową identyfikacją wahań cyklicznych. Ponadto niepewność prognozy w dalszym horyzoncie jest na tyle znaczna, że nie wyklucza także kontynuowania tendencji spadkowej. O ile więc prezentowane wyniki uprawdopodobniają wyraźne spowolnienie w krótkim okresie, to prognozy dotyczące odwrócenia tej tendencji w przyszłości należy traktować z ostrożnością. W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu r/r produkcji przemysłowej początkowo obniża się (osiągając wartości ok. 3% r/r pod koniec pierwszego kwartału 2020 r., a następnie przyspiesza do poziomu 7% r/r w połowie 2020 r.).

Rysunek 29 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)



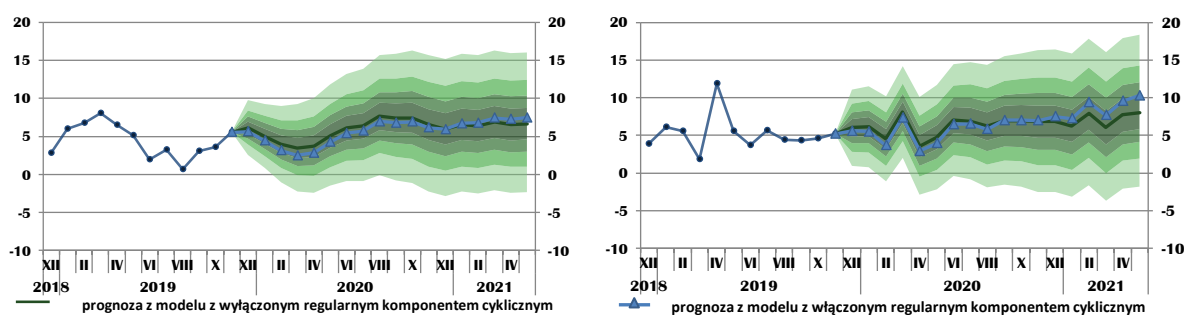
Źródło: Raport Makro.

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 29 – 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. W pierwszej części okresu prognozy dynamika r/r sprzedaży detalicznej nie wykazuje silnie zaznaczonej tendencji (przewidywane są jednak relatywnie silne, krótkookresowe wahania). W drugiej części okresu predykcji zaznacza się tendencja do wzrostu dynamiki r/r sprzedaży detalicznej. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca, iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r.

Wymowa prognozy dynamiki wskaźnika sprzedaży detalicznej jest zbliżona do rezultatów dotyczących produkcji przemysłowej w tym sensie, że obydwie prognozy przewidują przyspieszenie tempa wzrostu w drugiej połowie horyzontu predykcji. Konkluzję taką należy jednak przyjmować z dużą ostrożnością – ze względu na znamiona występowania poważnych zmian strukturalnych. Prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej (w przeciwieństwie do produkcji przemysłowej), nie wskazuje jednak na wcześniejsze wystąpienie wyraźnie zaznaczonego spowolnienia.

Wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego (por. Rysunek 30) skutkuje otrzymaniem dość zbliżonej ścieżki prognoz punktowych dla sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Model bez cykliczności również przewiduje minimum cyklu wzrostu produkcji przemysłowej na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2020 r., przy czym jest ono nieznacznie wyżej położone. Prognozy punktowe dynamiki produkcji przemysłowej w modelu z cyklicznością są zbliżone do dolnych krańców 30% przedziałów prognozy z modelu bez cykliczności.

*Rysunek 30 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel - produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r*



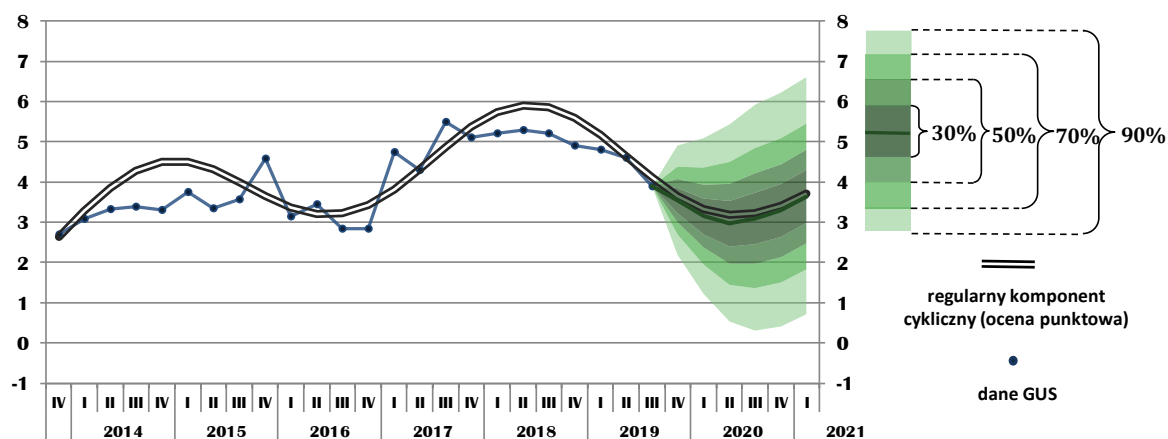
Źródło: Raport Makro.

### 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

Rysunek 31 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy nadal 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 drugim lub trzecim kwartale 2018 r., zaś w kolejnych kwartałach następuje systematyczne spowolnienie tempa wzrostu, trwające do drugiego lub trzeciego kwartału 2020 r. Po tym okresie przewidywane jest odwrócenie tendencji spadkowej w dynamice

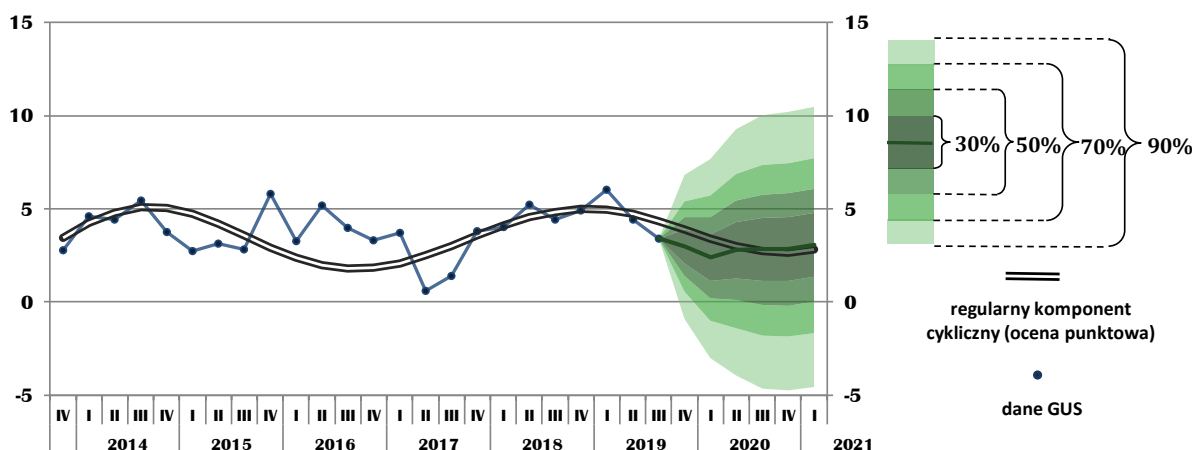
r/r PKB. Oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy punktowe dynamiki PKB przekraczają wartość 3% r/r. Prezentowana prognoza przewiduje systematyczne spowolnienie i osiągnięcie tempa wzrostu PKB zbliżonego do 4% r/r w trzecim kwartale 2019 r. oraz zbliżonego do 3% w II/III kwartale 2020 r. Taki scenariusz wynika z analizy prognoz punktowych, które jednak są obciążone znaczną niepewnością; rzeczywista ścieżka spowolnienia może mieć mniej regularny charakter.

Rysunek 31 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 32 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



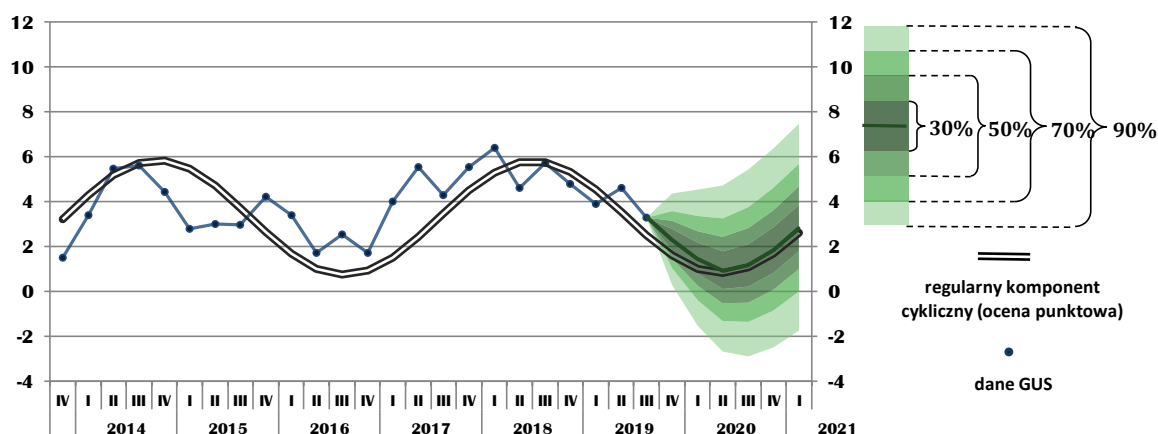
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 32 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. W aktualnej prognozie wahania typu cyklicznego są nieco silniej zaznaczone niż poprzednio. Ostatnie wyniki pokazują, że dotychczasowa diagnoza wskazująca na coraz bardziej spłaszczony przebieg cyklu – podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej – może zostać zrewidowana. Lokalne maksima regularnego komponentu cyklicznego występują w przybliżeniu w tym samym okresie co maksima cyklu wzrostu PKB omawiane powyżej. Aktualna ścieżka prognoz punktowych dynamiki r/r wartości dodanej brutto w przemyśle wskazuje na tendencję do spowolnienia tempa wzrostu. Tendencja ta jest relatywnie słabo zaznaczona, jednak w horyzoncie predykcji nie jest widoczne jej odwrócenie. Prognozy punktowe dynamiki omawianego wskaźnika oscylują w zakresie 2-3% r/r w horyzoncie predykcji.

W przypadku popytu krajowego (Rysunek 35) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje na istnienie dwóch lokalnych maksimum cyklu wzrostu (pod koniec 2014 r. i pod koniec 2018 r.), co jest spójne z wynikami otrzymanymi dla dynamiki PKB oraz wartości dodanej brutto w przemyśle. Można zauważyć, że – nieco inaczej niż w przypadku dynamiki PKB – kolejne minima i maksima regularnego komponentu cyklicznego dla tempa wzrostu popytu krajowego mają zbliżone wartości.

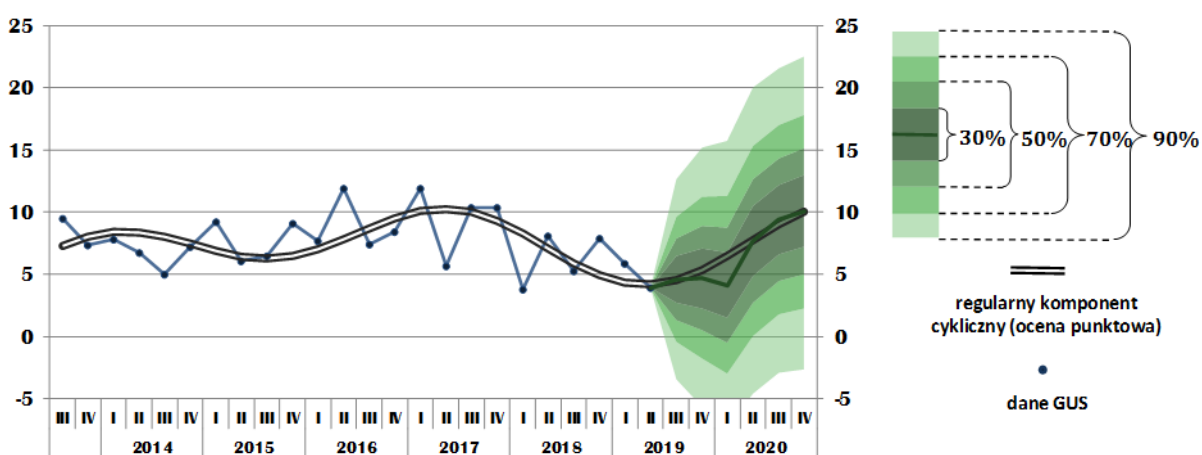
Tendencja prognozy dynamiki popytu krajowego jest zbliżona do tendencji przewidywanej dla tempa wzrostu PKB, jednak prognozy punktowe mają niższe wartości. Według prognoz punktowych dolny punkt zwrotny w dynamice popytu krajowego będzie miał miejsce w połowie 2020 r. – na poziomie ok. 1% r/r. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest znacząca, dolne krańce 90% przedziałów prognozy są ujemne od pierwszego kwartału 2020 r. Dotychczas obserwowany charakter dynamiki popytu krajowego pozwala sądzić, iż przyszła zmienność będzie miała nieregularny charakter (tj. możliwe są zarówno dynamiczne spadki, jak i przejściowe wzrosty popytu krajowego).

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



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 34 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

W przypadku eksportu (Rysunek 34) również widoczne było zwiększenie amplitudy wahań krótkookresowych. Należy jednak zaznaczyć, że w szczególności wahania o okresie typowym dla wahań koniunkturalnych są zaznaczone nieco silniej niż jeszcze pół roku temu i wcześniej – może to być



związane zarówno z wpływem ostatnich obserwacji, jak i rewizjami danych. Efekt ten może mieć jednak również charakter pozorny.

Pod koniec horyzontu predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję wzrostową sięgającą niemal 10% r/r – podobnie, jak w poprzedniej edycji. Należy jednak podkreślić, iż w przypadku eksportu adekwatna predykcja tendencji lub punktów zwrotnych w dynamice jest niezwykle trudna – znajduje to odbicie w bardzo dużej niepewności *ex ante*, wobec czego takie przewidywanie powinno być traktowane z dużą ostrożnością.

Zaprezentowane powyżej prognozy dynamiki produkcji przemysłowej oraz wartości dodanej brutto w przemyśle w krótkim okresie raczej wskazują na przewagę szans na spowolnienie tempa wzrostu (lub nawet realny spadek produkcji). Tendencja średniookresowa jest trudna do przewidzenia, jednak prezentowane prognozy (ze względu na dużą niepewność) dopuszczają zarówno nieznaczne przyspieszenie, jak i silniejsze spowolnienie. Prognozy dynamiki PKB oraz popytu krajowego mają podobną tendencję (prognoza dynamiki popytu krajowego przewiduje jednak silniejsze spowolnienie). Przewidywane przyspieszenie dynamiki eksportu w drugiej połowie okresu predykcji byłoby spójne z tendencją do ożywienia prognozowanego w tym okresie dla innych wskaźników, jednak – wobec trudności w przewidywaniu przeważających tendencji w eksporcie i imporcie – jest to w większym stopniu teoretyczna możliwość niż bazowy scenariusz.

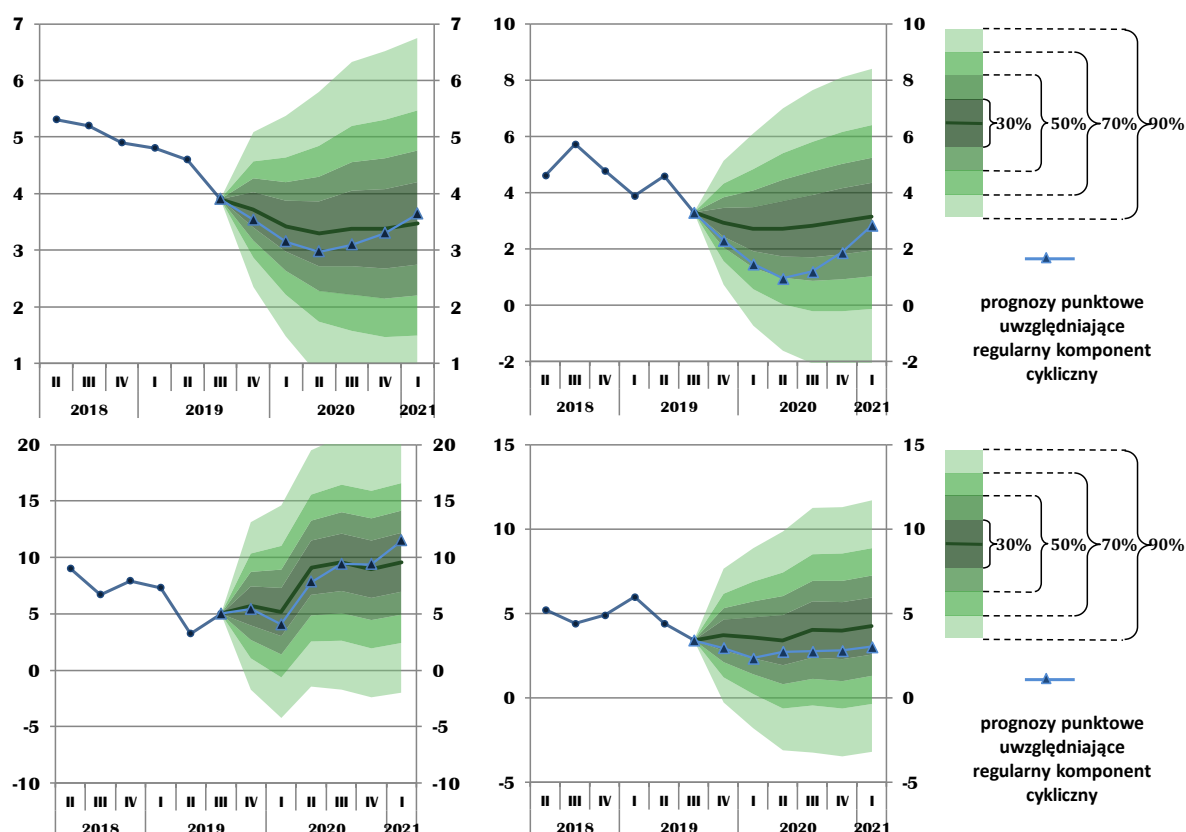
#### 2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej wyłączenie komponentu cyklicznego wiąże się z utrzymaniem przewidywanego kierunku zmian, przy pewnym jej osłabieniu (por. Rysunek 35). Prognozy punktowe z wyłączonym komponentem cyklicznym w większości przypadków przewidują wyższą wartość dynamiki. Efekt ten jest słabiej zaznaczony dla wartości dodanej brutto w przemyśle i eksportu. W przypadku dynamiki PKB różnice początkowo systematycznie rosną, jednak prognozy punktowe z włączonym komponentem cyklicznym mieszczą się każdorazowo w 30% przedziałach prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym. W dwóch ostatnich kwartałach okresu predykcji rozbieżność pomiędzy prognozami punktowymi w obydwu podejściach zmniejsza się, zaś prognozy osiągają poziom zbliżony do 3,5% r/r. Wynika to z faktu, iż w modelu z cyklicznością przewidywany jest wzrost dynamiki (po przejściu dolnego punktu zwrotnego) – model bez cykliczności przewiduje zaś słabszą lecz widoczną w całym okresie prognozy tendencję spadkową. Podobny jakościowo efekt widoczny jest w przypadku prognozy dynamiki popytu krajowego – tam jednak rozbieżności pomiędzy prognozami są większe. W ciągu pięciu początkowych kwartałów okresu predykcji prognozy punktowe z modelu z cyklicznością mieszczą się pomiędzy dolnymi krańcami 50% i 70% przedziałów prognozy z modelu bez cykliczności. W modelu bez cykliczności ścieżka prognoz punktowych popytu krajowego powoli się obniża, a następnie bardzo nieznacznie podwyższa – osiągając w ostatnim okresie wartości zbliżone do 3,5% r/r.

Prezentowane prognozy dla zmiennych o silnie zarysowanej dynamice cyklicznej sugerują raczej, że bieżąca sytuacja makroekonomiczna odzwierciedla poruszanie się w fazie 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; najprawdopodobniej wynika ona z nałożenia różnych tendencji cyklicznych w poszczególnych działach produkcji. Powoduje to dodatkowe trudności

w prognozie tej wielkości jako agregatu. Podsumowując, można jednak stwierdzić, iż jeśli dotychczas obserwowane wzorce wahań znajdą swoją kontynuację, bardziej prawdopodobne jest wejście w fazę spowolnienia trwającą około 4-5 kwartałów. Głębokość spowolnienia (w sensie obniżenia realnej dynamiki PKB) zależy m.in. od (trudnego do przewidzenia z wykorzystaniem narzędzi modelowych) wkładu eksportu netto, który może to spowolnienie osłabić lub przyspieszyć. Nowym elementem w aktualnej prognozie jest wyraźny sygnał krótkookresowego spowolnienia w produkcji przemysłowej, otrzymany po uwzględnieniu trzech ostatnich odczytów tego wskaźnika. Jest to potwierdzenie realności groźby rzeczywistego spowolnienia wzrostu (lub nawet realnego obniżenia) produkcji.

*Rysunek 35 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.

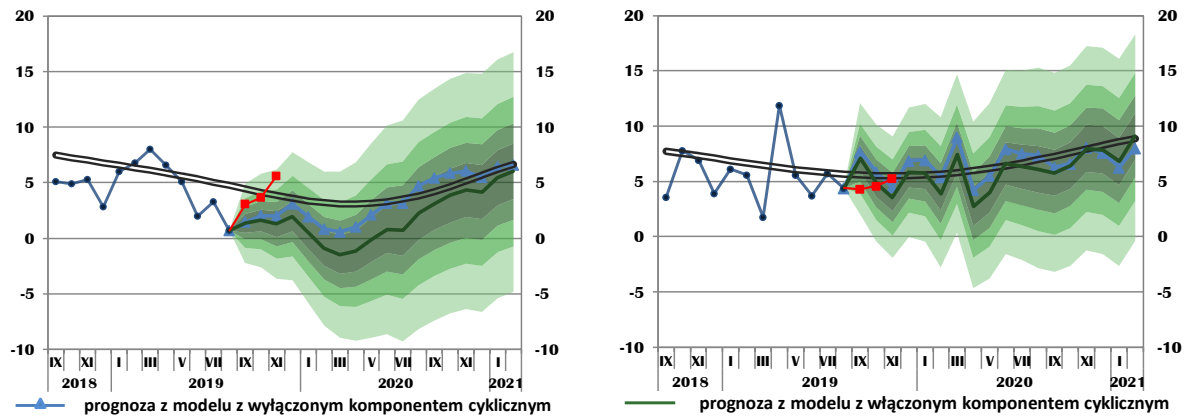
## 2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ

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 36), różnice są relatywnie niewielkie (mniejsze niż w poprzednim cyklu prognostycznym, zwłaszcza w przypadku produkcji przemysłowej). Dla produkcji przemysłowej obydwa modele w krótkim horyzoncie dawały bardzo zbliżone prognozy, które jednak okazały się wyraźnie niedoszacowane. Jest to sytuacja odwrotna w porównaniu z poprzednim cyklem prognostycznym. Może to oznaczać, że obserwowane wcześniej spowolnienie tempa wzrostu produkcji przemysłowej miało charakter przejściowy. W przypadku sprzedaży detalicznej można jednak stwierdzić, iż przewidywania modelu z włączonym



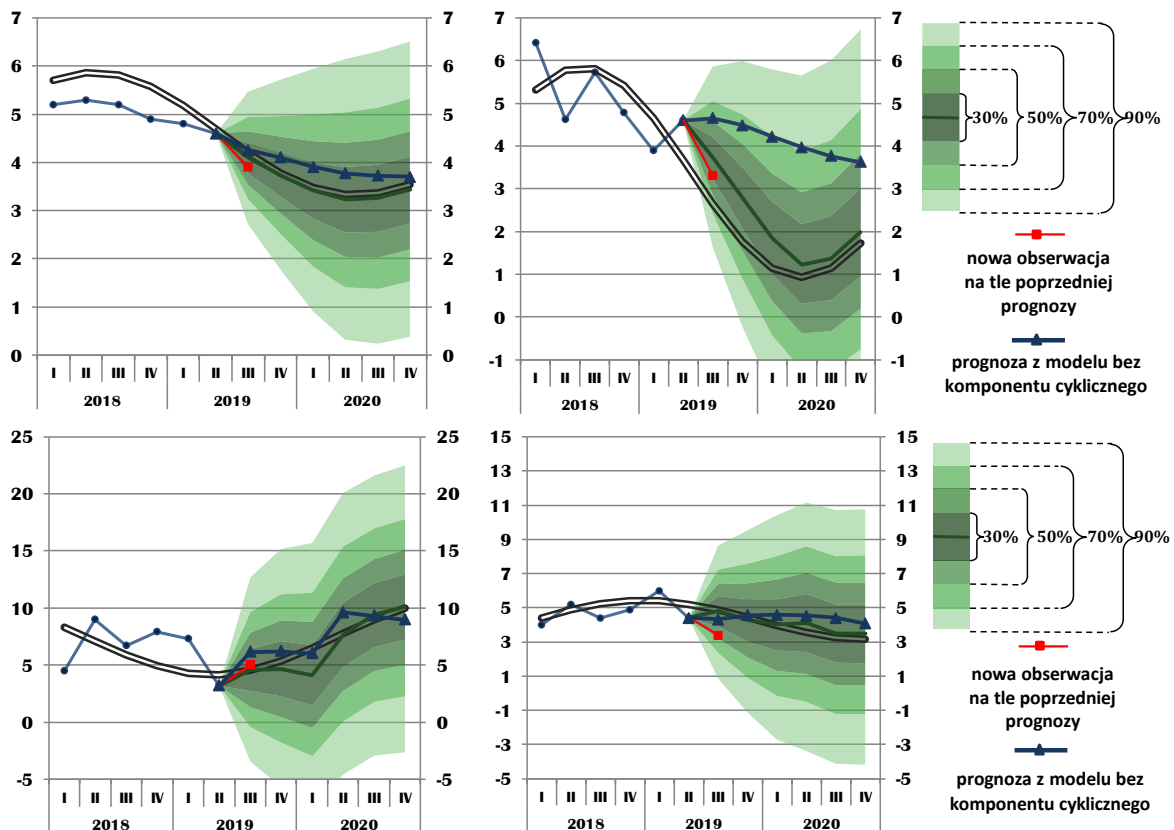
komponentem cyklicznym były nieco bardziej adekwatne (przy czym model ten dawał nieco bardziej pesymistyczne prognozy).

Rysunek 36 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 37 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. Wyraźna rozbieżność widoczna była w przypadku popytu krajowego – model z włączonym komponentem cyklicznym przewidywał wyraźne spowolnienie dynamiki tej kategorii w trzecim kwartale 2019 – taki efekt nie występował w modelu bez komponentu cyklicznego (Rysunek 37). W przypadku pozostałych

zmiennych kwartalnych rozbieżności pomiędzy prognozami w obydwu podejściach były mniejsze. Prognozy z włączonym komponentem cyklicznym były bardziej trafne (z wyjątkiem wartości dodanej brutto w przemyśle). Podsumowując, odczyty danych kwartalnych w bieżącej edycji *ex post* nie dostarczają jednoznacznego wsparcia dla jednego z podejść (także dlatego, że ostatnie prognozy były dość zbliżone w krótkim horyzoncie).

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, jednak dopuszczają też wystąpienie ożywienia po upływie ok. 3-4 kwartałów. Modele bez cykliczności przewidują mniej dotkliwe spowolnienie, jednak perspektywa ożywienia jest w tych prognozach słabiej zaznaczona. W porównaniu z poprzednimi prognozami, widocznie słabsze odczyty dotyczące produkcji przemysłowej (oraz związane z tym mniej optymistyczne prognozy) wydają się wspierać scenariusz zbliżony do przewidywanego przez modele z cyklicznością.

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

	2019	2020				2021
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
PKB	<b>3,54%</b>	<b>3,15%</b>	<b>2,97%</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,64%</b>
	0,8	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8
	<b>3,72%</b>	<b>3,42%</b>	<b>3,29%</b>	<b>3,38%</b>	<b>3,38%</b>	<b>3,48%</b>
	0,8	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0
Wartość dodana brutto w przemyśle	<b>2,96%</b>	<b>2,36%</b>	<b>2,73%</b>	<b>2,77%</b>	<b>2,80%</b>	<b>3,02%</b>
	2,4	3,3	4,0	4,5	4,6	4,6
	<b>3,70%</b>	<b>3,55%</b>	<b>3,39%</b>	<b>4,02%</b>	<b>3,96%</b>	<b>4,26%</b>
	2,4	3,3	3,9	4,4	4,5	4,6
Popyt krajowy	<b>2,30%</b>	<b>1,47%</b>	<b>0,96%</b>	<b>1,19%</b>	<b>1,87%</b>	<b>2,83%</b>
	1,2	1,8	2,3	2,5	2,7	2,8
	<b>2,94%</b>	<b>2,69%</b>	<b>2,71%</b>	<b>2,81%</b>	<b>2,97%</b>	<b>3,13%</b>
	1,3	2,1	2,6	3,0	3,1	3,2
Eksport	<b>5,40%</b>	<b>4,05%</b>	<b>7,81%</b>	<b>9,42%</b>	<b>9,37%</b>	<b>11,47%</b>
	4,8	6,2	6,9	7,4	7,4	7,6
	<b>5,71%</b>	<b>5,17%</b>	<b>9,07%</b>	<b>9,53%</b>	<b>8,93%</b>	<b>9,53%</b>
	4,5	5,7	6,4	6,9	6,9	7,0

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

W tym kontekście rozpatrując scenariusze dla polskiej gospodarki należy zwrócić uwagę na kwantyfikację niepewności prognozy widoczną w Tabeli 3 w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyłeń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczonych kursywą). Są one dość wysokie dla prognozy dynamiki eksportu w dalszych horyzontach.

Najprawdopodobniej kolejne odczyty wskaźników makroekonomicznych takich jak PKB czy popyt krajowy będą odzwierciedlały dalsze spowolnienie tempa wzrostu. Kwestią otwartą jest natomiast przebieg spowolnienia (tj. jego regularność, szybkość oraz głębokość). Prezentowane tu prognozy (z włączonym komponentem cyklicznym) mogą wskazywać na wystąpienie dolnego punktu zwrotnego w połowie 2020 r., przy czym część modeli z cyklicznością przewiduje następnie powrót tendencji wzrostowej. Prognozy takie należy jednak interpretować ostrożnie.

### III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

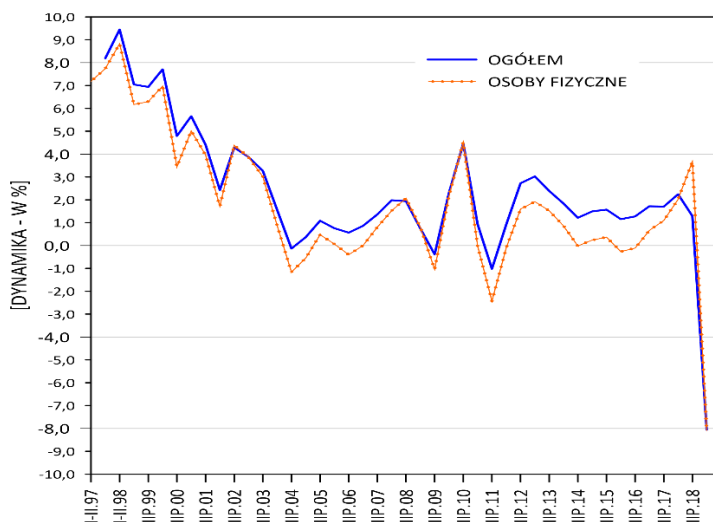
#### 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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 danych REGON za 2019 r., a począwszy od bieżącego roku zmianie uległa sprawozdawczość GUS w tym obszarze.

#### 3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

Najnowsze dane GUS pokazują duży spadek liczby podmiotów w rejestrze REGON, ale ich interpretacja dla I p. 2019 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na nadal trwające prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwym ciągłym wpływem na obraz procesów demograficznych mają działania związane z uszczelnianiem systemu podatkowego, w tym eliminacja firm-„słupów”. Po trzecie, GUS zmienił system sprawozdawczy w tym obszarze (choć udostępnił dane za 2018 r.).

Rysunek 38 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)



Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (40 780 podmiotów ogółem w I p. 2019 r., w tym: 24 896 małych oraz 12 849 średnich i 3 448 dużych w III kw. 2019 r.).

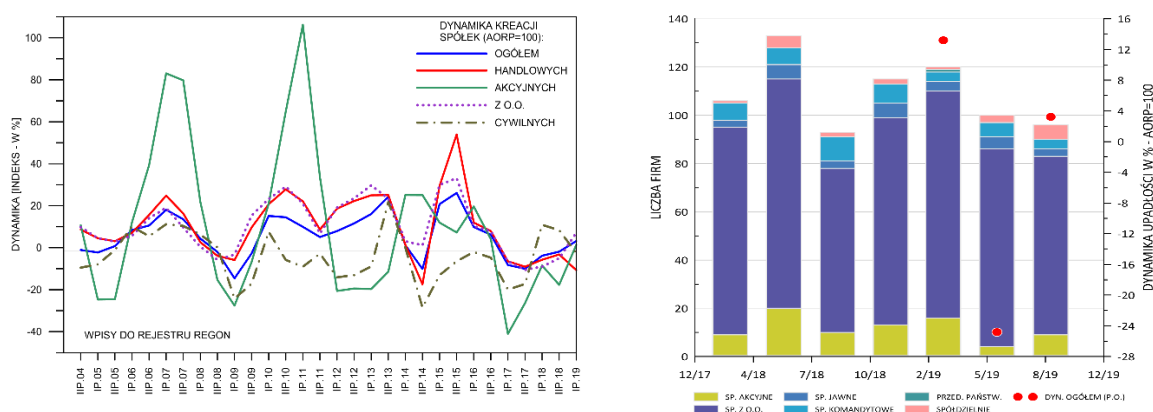
## POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

W I p. 2019 r. odnotowano znaczące zmniejszenie r/r liczby sądowych postępowań upadłościowych (SPU) o 77 – co w strukturze SPU wpłynęło na zmniejszenie r/r liczby upadłości w celu likwidacji majątku. Niepokojący wzrost wartości odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU)<sup>22</sup>, utrzymujący się do I p. 2018 r. (maksymalny obserwowany poziom w całym okresie analizy) został w II kw. 2018 r. przełamany i w I p. 2019 r. tendencja spadkowa została utrzymana. W I p. 2019 r. wartość SPU osiągnęła poziom 430 postępowań, co jest wartością nieznacznie niższą od maksymalnego poziomu SPU w I p. 2018 r. W I p. 2019 r. nastąpiło zmniejszenie r/r SPU oraz OU w produkcji i usługach oraz nieznaczny wzrost w handlu.

Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w I p. 2019 r. odnotowano w działalności usługowej (145), następnie w handlowej (124) i produkcyjnej (108). Wartości SPU w handlu kształtowały się na poziomach maksymalnych obserwowanych od 2007 roku. W I p. 2019 r. nastąpił wzrost wartości BBU jedynie w handlu przy jednoczesnym jego zmniejszeniu w usługach i w produkcji. W produkcji obserwowana jest wyraźna tendencja zmniejszania stopnia koncentracji zjawiska upadłości, natomiast w handlu obserwowana od 2015 r. tendencja wzrostowa, która w I p. 2019 r. została utrzymana kształtując wartość BBU dla handlu na poziomie 1,10.

Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby r/r jedynie w 4 województwach, a w relacji p/p w 5. Najwięcej postępowań w I p. 2019 r. odnotowano w woj. mazowieckim, a największy wzrost r/r w województwach: wielkopolskim i dolnośląskim.

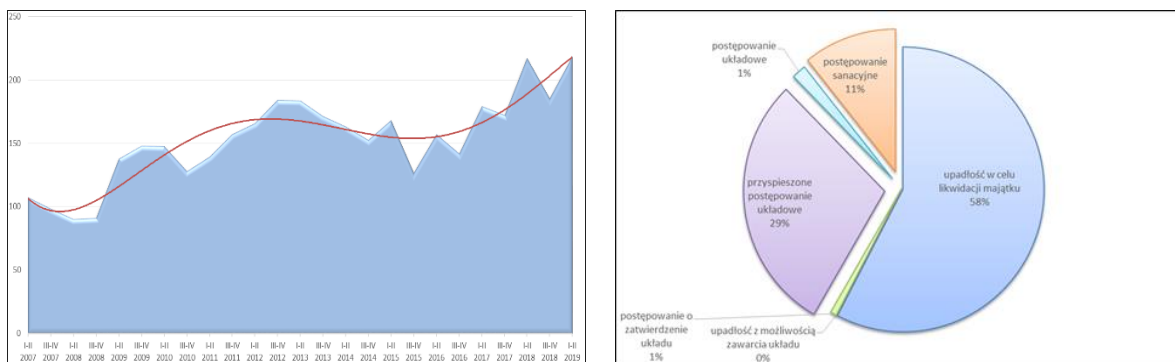
Rysunek 39 Dynamika rejestracji (lewy panel) i upadłości przedsiębiorstw w rejestrze REGON (AORP=100)



Źródło: obliczenia własne na danych GUS

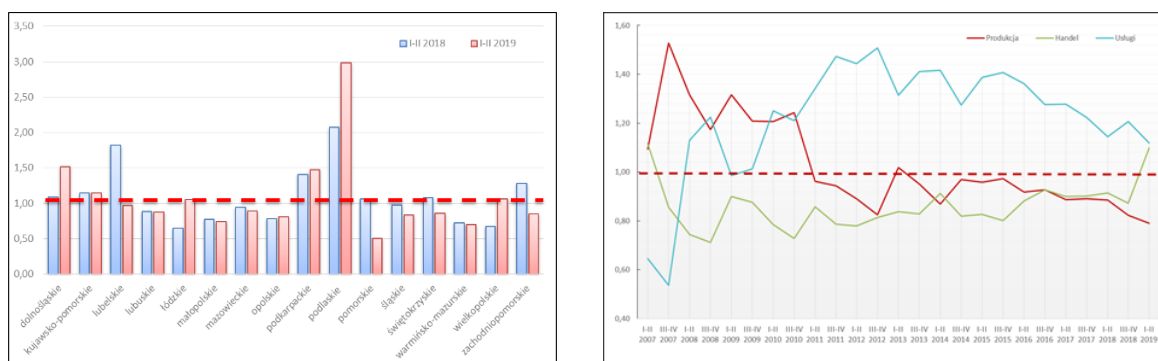
<sup>22</sup> Rozwinięcie symboli wskaźników zawarto w tekście, a ich formuły i opis zamieszczono w załączniku zawierającym uwagi metodologiczne (załącznik B) oraz słowniku pojęć i terminów w *Raporcie Mikro*.

Rysunek 40 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 I p. 2019 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 41 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2018 i I p. 2019 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. według rodzaju działalności (prawy panel)



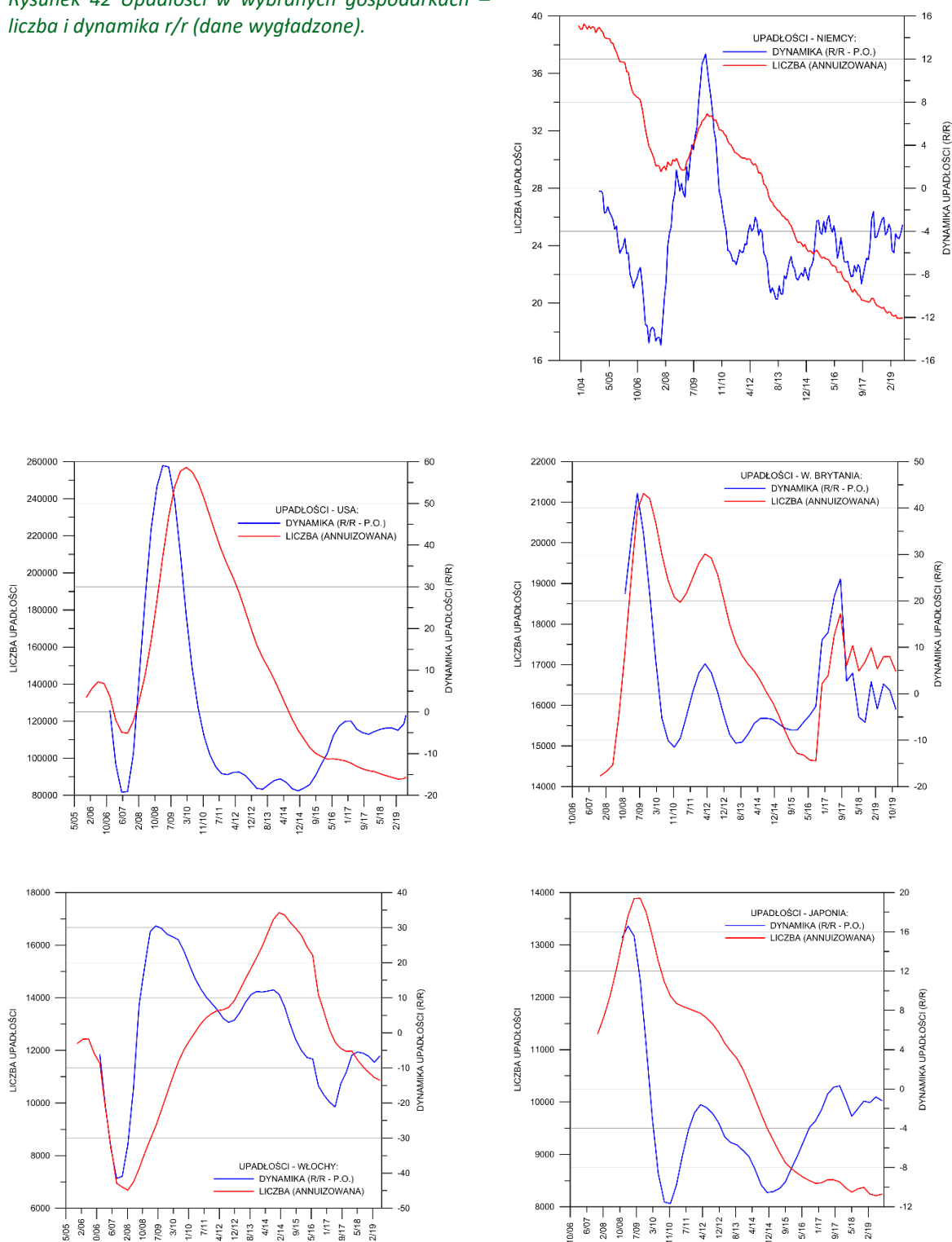
Źródło: Raport Mikro.

Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w I p. 2019 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 6 województwach, a jego najwyższy poziom w woj. podlaskim i dolnośląskim. W 6 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

### 3.3 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

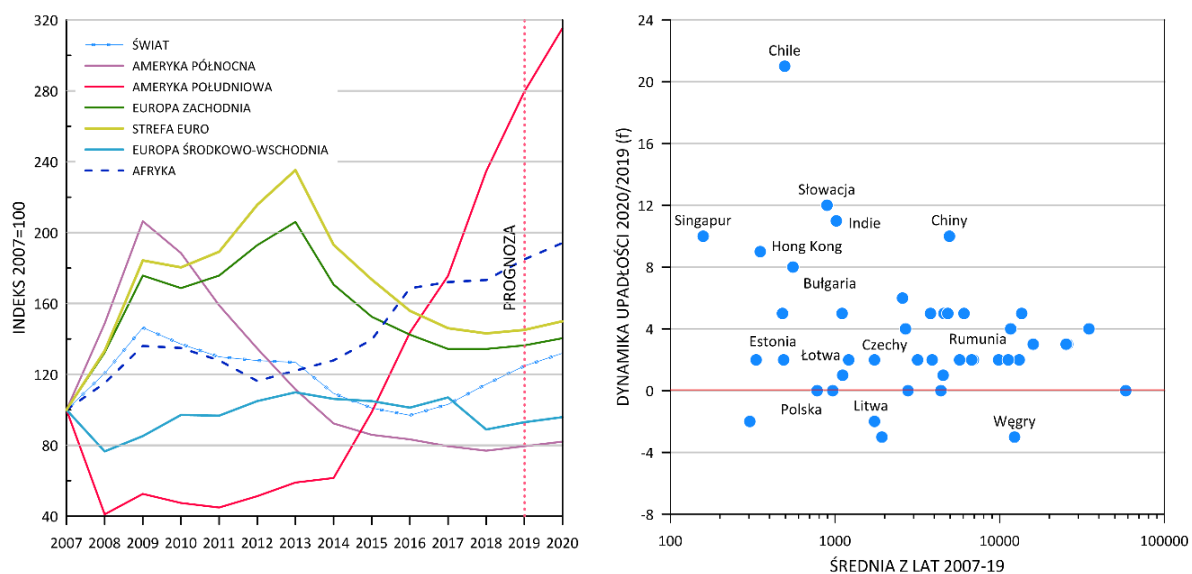
Słabsze perspektywy wzrostu gospodarki światowej powodują, że w części gospodarek rozwiniętych nadal obserwujemy wzrost stopnia zagrożenia upadłością lub przynajmniej spadek tempa poprawy.

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



Najnowsza prognoza Euler-Hermes (EH) na 2020 r. przewiduje, że globalnie dynamika liczby upadłości może osiągnąć poziom nawet ok. 9% r/r – głównie ze względu na sytuację w gospodarce chińskiej (+20% r/r). W skali światowej istotnym zjawiskiem jest to, że od pewnego czasu obserwujemy znaczący przyrost upadłości dużych przedsiębiorstw. W świetle tego raportu istotnymi czynnikami wzrostu zagrożenia upadłością są podwyżki płac; zwłaszcza przy silnej konkurencji cenowej na wielu rynkach. Łagodząco działa natomiast miękka polityka pieniężna realizowana w wielu krajach. W przypadku Polski EH przewiduje zerową dynamikę wzrostu upadłości w 2020 r. i jest to jeden z lepszych rezultatów w analizowanej grupie krajów.

Rysunek 43 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 I p. 2019 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 kontynuację trendu umiarkowanego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów (Rysunek 44).

W ocenie dalszego możliwego przebiegu zmian stopnia zagrożenia upadłością (perspektywa roczna do I p. 2020 r.), scenariusz neutralny przewiduje wzrost zagrożenia w II p. 2019 r. o +4,0% r/r., a w I p. 2020 r. +1,0%. W tym scenariuszu przyszłą sytuację ocenia się jako kontynuację umiarkowanej tendencji do wzrostu zagrożenia, po przekroczeniu poziomu wysokiego. Oczekiwane osłabienie intensywności tego wzrostu nie jest jednak podstawą wniosku o dojściu do górnego punktu zwrotnego. Scenariusz pesymistyczny zakłada uzyskanie wyższych wartości stopnia zagrożenia upadłością w II p. 2018 r. oraz w I p. 2020 r. określających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny nie zakładający jednak obniżenia zagrożenia poniżej poziomu wysokiego; zwłaszcza wobec oczekiwanego spowolnienia rozwoju gospodarki w 2019 r. oraz utrzymywania się kluczowych czynników ryzyka w działalności przedsiębiorstw, należy uznać za mniej prawdopodobny.

W I p. 2019 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia (-8,5% r/r), spowodowany korzystną sytuacją w usługach<sup>23</sup>, natomiast handel charakteryzowało niewielkie pogorszenie sytuacji, a w produkcji miała miejsce stabilizacja. Ocena zmian: po ostatnich odczytach przeszła do poziomu neutralnego. Prognoza krótkoterminowa (II p. 2019 – I p. 2020 r.) sugeruje stabilizację i możliwą niewielką poprawę sytuacji – zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (-1,0%).

---

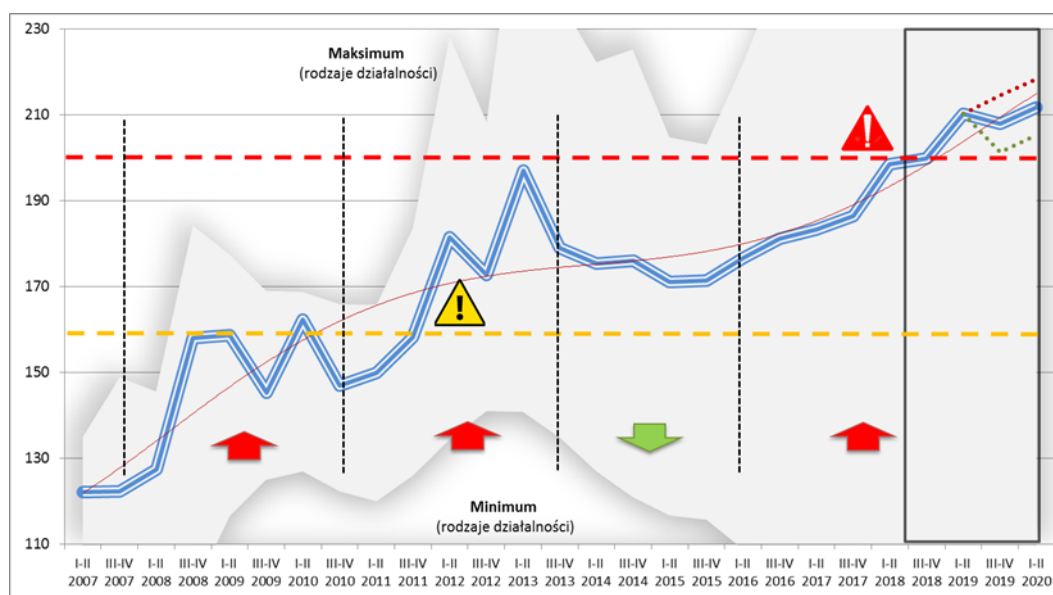
<sup>23</sup> Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości) – vide: *Raport z badań w obszarze mikroekonomicznym*.



Przedsiębiorstwa średnie w III kw. 2019 r. wykazały silny wzrost zagrożenia (+14,2% r/r), spowodowany negatywnymi wynikami w usługach. W produkcji nastąpiła niewielka poprawa sytuacji, a w handlu stabilizacja. Ocena zmian jest negatywna z utrzymaniem ostrzeżenia. Prognoza krótkoterminowa: (IV kw. 2019 – III kw. 2020 r.) przewiduje zwiększenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (+5,9%).

Przedsiębiorstwa duże w II kw. 2019 r. odnotowały niewielki wzrost zagrożenia (+0,5% r/r), jako efekt poprawy sytuacji w handlu oraz w usługach, wobec pogorszenia w produkcji (+8,0%). Ocena zmian jest neutralna, wobec możliwego zatrzymania długookresowego trendu wzrostowego, przy nadal wartościach bliskich progowi wysokiego stopnia zagrożenia. Prognoza krótkoterminowa (IV kw. 2019 r. – III kw. 2020 r.) przewiduje zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (-2,0%).

Rysunek 44 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 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.

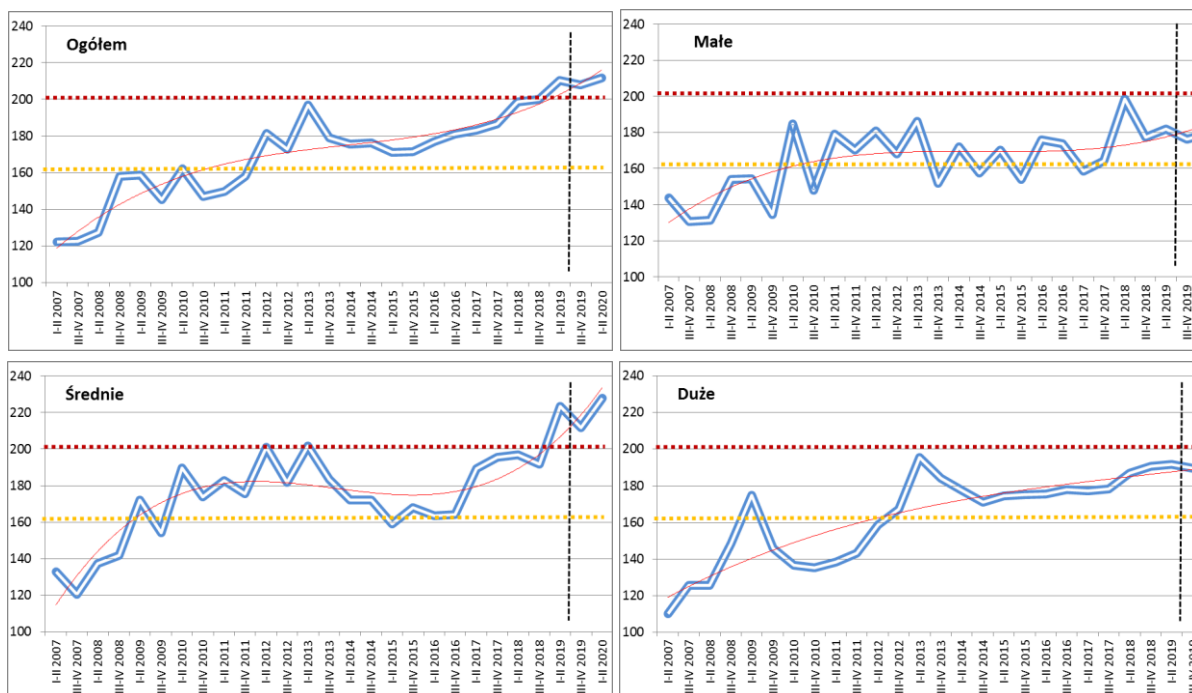
Źródło: Raport Mikro.

W produkcji wyraźnie niekorzystną utrzymującą się sytuację zaobserwowano w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30), którą cechował wysoki stopień zagrożenia w całym okresie analizy oraz działalności usługowej wspomagającej górnictwo i wydobywanie (dział PKD 09). W 9 działach PKD w których wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy (05, 09, 11, 12, 24, 26, 27, 33 i 39). W usługach silnie niekorzystną sytuację, cechującą się wysokim stopniem zagrożenia, zaobserwowano w działalności związanej z zatrudnieniem (dział PKD 78), 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 handlu nakreślona została korzystna sytuacja w całym okresie analizy – bez wyraźnych kierunków zmian i utrzymująca się na stabilnym wysoce korzystnym poziomie – wskazując ten rodzaj działalności jako bezpieczny.

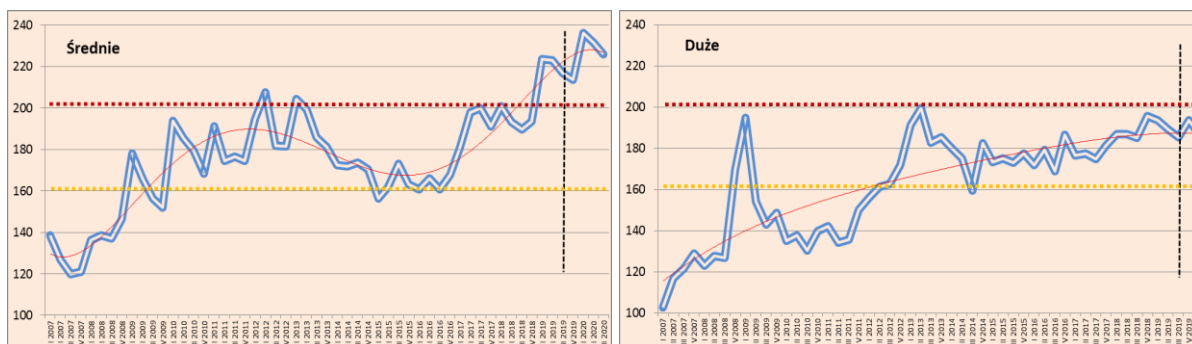
W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) poprawa sytuacji w I p. 2019 r. wystąpiła w budownictwie (-11,50% r/r), transporcie i gospodarce magazynowej (-9,8% r/r) oraz w informacji i komunikacji (-19,8% r/r). Wzrost zagrożenia odnotowano ponownie w górnictwie i wydobywaniu

(+24,0% r/r), w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (+17,8% r/r), natomiast niewielki w przetwórstwie przemysłowym (+2,3% r/r). Działalność handlową charakteryzuje krzywa opadająca od II p. 2014 r., nie potwierdzona jednak przez ostatni odczyt (wzrost +0,9% r/r). Scenariusz neutralny zakłada dalsze, ale mniej intensywne spadki zagrożenia, bliższe stabilizacji krótkoterminowej (zmiany odpowiednio: -5,2% r/r oraz -1,9% r/r) - Rysunek 48.

Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. oraz I kw. 2007 r. – III kw. 2020 r. - ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)



#### Wyniki kwartalne



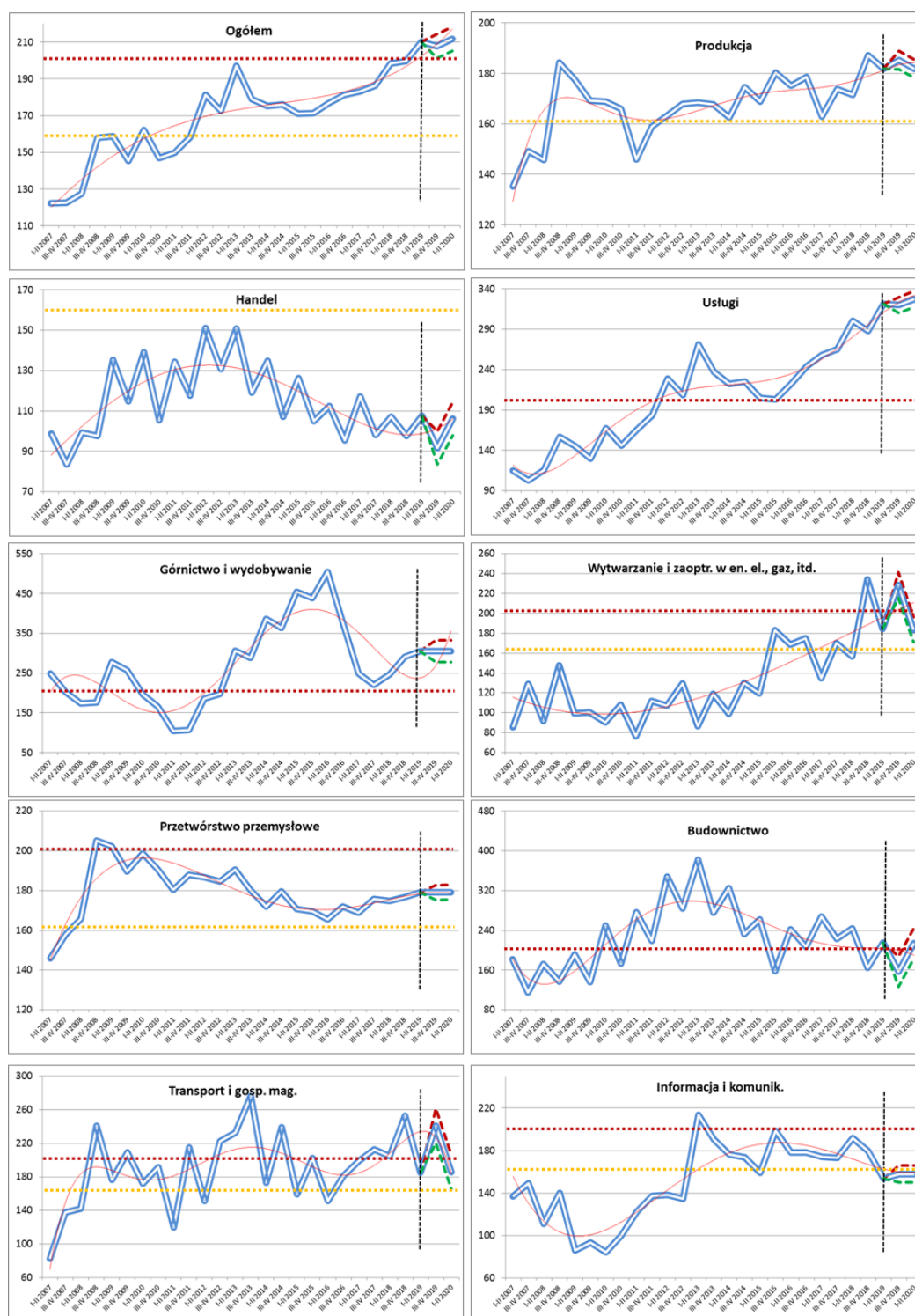
Uwagi: wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kropkowana, poziom wysoki – czerwona linia kropkowana.

Źródło: Raport Mikro.

Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, postępujący w ramach jego tendencji średniokresowej, wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2019 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego<sup>24</sup> 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.

<sup>24</sup> Sposób wyznaczania scenariuszy opisany jest w Raporcie Mikro.

Rysunek 46 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 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.

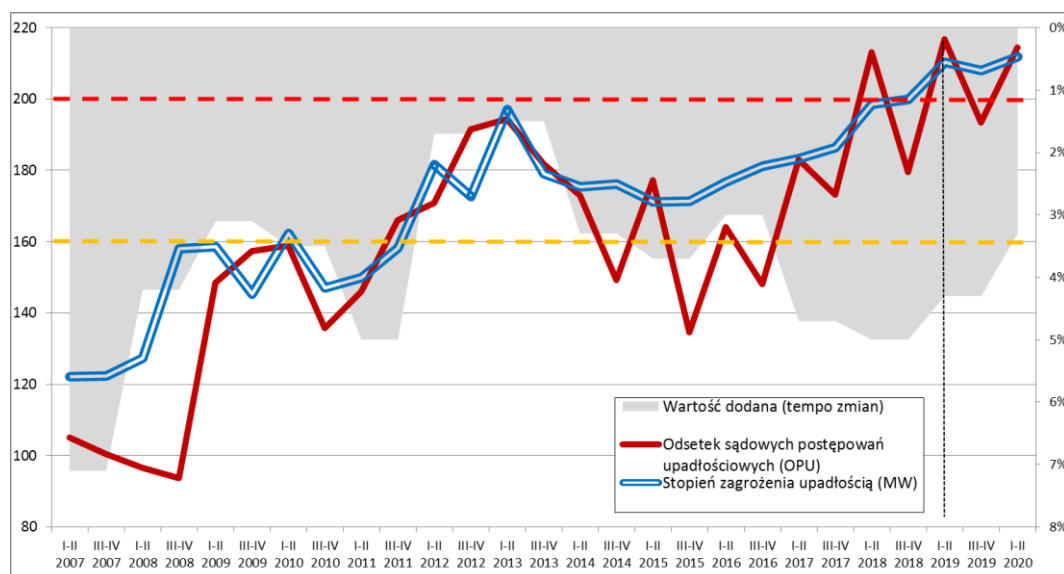
Źródło: Raport Mikro.

Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2019 r.

Województwo	Wzorzec	MSO	Pozycja rangowa
mazowieckie	I	4,413	1
śląskie	I	2,356	2
dolnośląskie	I	2,254	3
łódzkie	II	1,469	4
lubelskie	II	1,155	5
warmińsko-mazurskie	II	1,063	6
wielkopolskie	III	2,149	7
małopolskie	III	1,421	8
pomorskie	IV	1,246	9
kujawsko-pomorskie	IV	1,047	10
zachodniopomorskie	IV	1,023	11
podlaskie	IV	0,942	12
świętokrzyskie	IV	0,915	13
podkarpackie	IV	0,912	14
opolskie	IV	0,900	15
lubuskie	IV	0,802	16

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 47 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 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.

Stopień zagrożenia upadłością (MW) jest nadal wysoce skorelowany z odsetkiem wszczętych sądowych postępowań upadłościowych (współczynnik korelacji liniowej  $r=0,81$ ). W ocenie tej należy mieć na uwadze zmiany tempa wartości dodanej (ogólne warunki gospodarowania) oraz czynniki prawno-proceduralne związane z sądowymi postępowaniami upadłościowymi.

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, lubelskie i warmińsko-mazurskie 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 regionami szczególnej uwagi były województwa dolnośląskie i śląskie, dla usług – dolnośląskie i mazowieckie i dla handlu – dolnośląskie i mazowieckie.

## V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

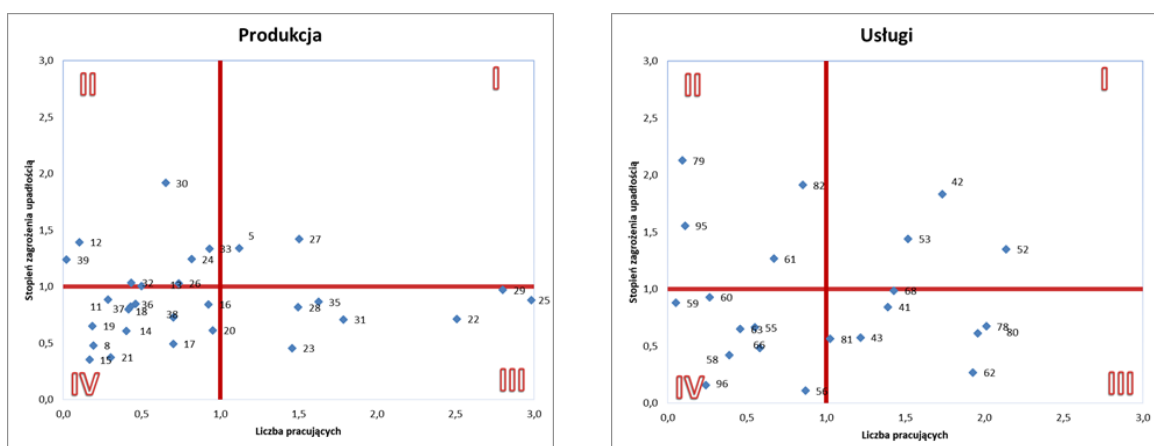
Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać 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. Przekrojowa analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością (MW) przedsiębiorstw w Polsce w okresie od I p. 2007 r. do I p. 2019 r. wskazuje na najwyższe jego średnie wartości i największą zmienność w działalności produkcyjnej związanej z produkcją pozostałego sprzętu transportowego (30), wydobywaniem węgla kamiennego i węgla brunatnego (05), pozostałym górnictwem i wydobywaniem (08), działalnością wspomagającą górnictwo i wydobywanie (09). W dziale PKD 30 w całym okresie analizy wartość stopnia zagrożenia kształtowała się na wysokim poziomie i w 7 działach PKD wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy. W handlu średnia wartość stopnia zagrożenia upadłością oraz jej zmienność kształtowała się na niskim poziomie, co tylko potwierdza korzystną sytuację w tym rodzaju działalności w całym okresie analizy. Jedynie w działach 45 i 47 odpowiednio w 3 i 2 półroczach wartość stopnia zagrożenia wzrosła do poziomu ostrzegawczego. W usługach najwyższe średnie wartości stopnia zagrożenia upadłością oraz jego duża zmienność obserwowana była w przedsiębiorstwach zajmujących się: transportem wodnym (50), transportem lotniczym (51) oraz działalnością organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostałą działalnością usługową w zakresie rezerwacji i działalnościami z nimi związanymi (79).

Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych sytuacja kształtowała się na wysoce korzystnym poziomie. Analiza stopnia zagrożenia upadłości w II kw. 2019 r. na podstawie analizy profili średnich przedsiębiorstw produkcyjnych wskazuje na ich asymetrię z wielkością skumulowaną wzrostu i spadku na poziomie +98, która pozwala na sformułowanie negatywnej oceny dla tej grupy przedsiębiorstw. W II kw. 2019 r. w 10 działach PKD odnotowano wysoki stopień zagrożenia, a w 7 z nich nastąpił wzrost wartości miary zagrożenia. Analiza stopnia zagrożenia upadłości w II kw. 2019 r. na podstawie analizy profili dużych przedsiębiorstw produkcyjnych wskazuje na ich asymetrię z wielkością skumulowaną wzrostu i spadku na poziomie +120. Wielkość dodatnia skumulowanej wartości wzrostu i spadków pozwala na sformułowanie negatywnej oceny. Jedynie w 6 działach PKD odnotowano wysoki stopień zagrożenia, a w 3 z nich nastąpił wzrost wartości miary zagrożenia.

Rysunek 48 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2019 r.



Źródło: Raport Mikro.

Analiza stopnia zagrożenia w I p. 2019 r. pozwoliła wyodrębnić działy PKD cechujące się ponadprzeciętnym stopniem zagrożenia (MSO) oraz ponadprzeciętną liczbą pracujących (rys. 47) dla:

- **przedsiębiorstw ogółem:**
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
  
- **przedsiębiorstw małych:**
  - produkcja wyrobów z korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wypalania (16),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
  - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);
  
- **przedsiębiorstw średnich (III kw. 2019):**
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - transport lądowy oraz transport rurociągowy (49),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - produkcja artykułów spożywczych (31),
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68);
  
- **przedsiębiorstw dużych (III kw. 2019):**
  - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
  - produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nieskasyfikowana (28),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - działalność związana z zatrudnieniem (78),
  - produkcja pozostałego sprzętu transportowego (30),



- działalność detektywistyczna i ochroniarska (80),
- działalność związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem zieleni (81),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42).

### 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 I p. 2018 r. – I p. 2019 r.*

Działy PKD	I-II 2018	II-IV 2018	I-II 2019
<b>PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE</b>			
05 WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)	✓	X	✓
27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	✓	✓	✓
<b>PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE</b>			
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ	✓	✓	✓
52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT	✓	✓	✓
53 DZIAŁALNOŚĆ POCZTOWA I KURIERSKA	✓	✓	✓

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.

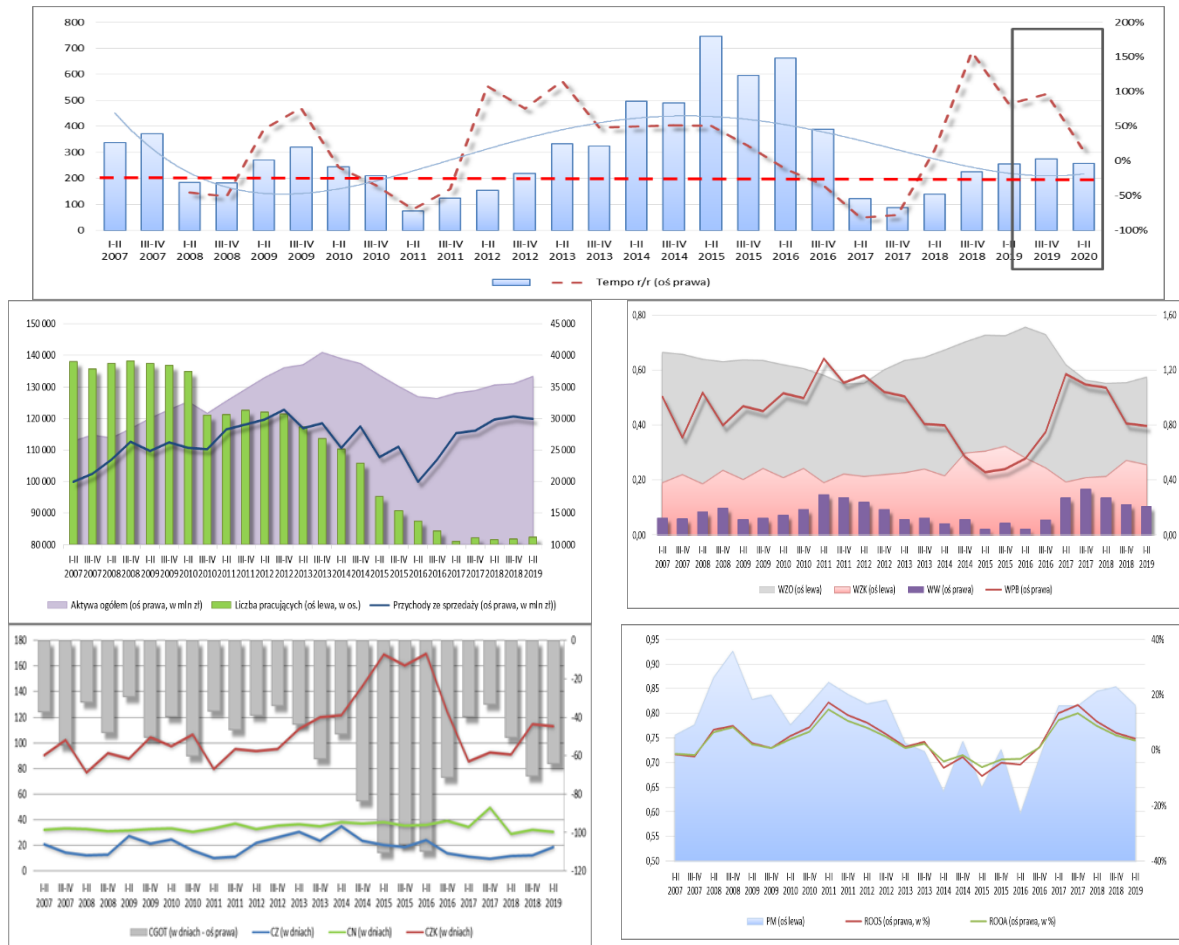
Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością i o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę w nich pracujących) w I p. 2019 r. wskazano jedynie 5 działów PKD, w tym 2 z działalności produkcyjnej i 3 z działalności usługowej. W I p. 2019 r. – podobnie jak to miało miejsce w I p. 2018 r. i II p. 2018 r. – żaden z działów handlowych nie został wskazany jako szczególnie zagrożony. Spośród wskazanych 5 działów PKD, aż 5 zostało wskazane jako szczególnie zagrożone w I p. 2018 r. i 4 w II p. 2018 r. W I p. 2019 r. wśród działów szczególnie zagrożonych wskazano dokładnie te działy, które sklasyfikowano jako zagrożone w 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 – Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 5

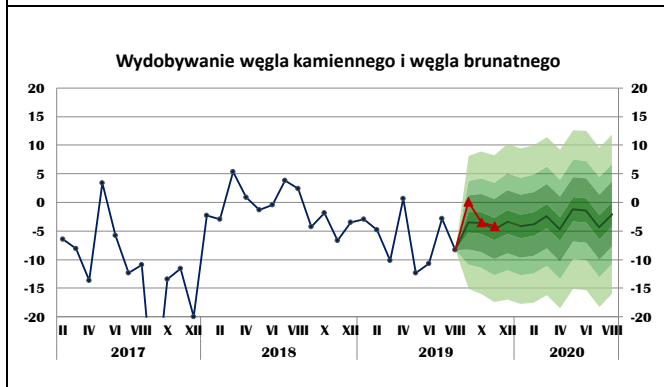
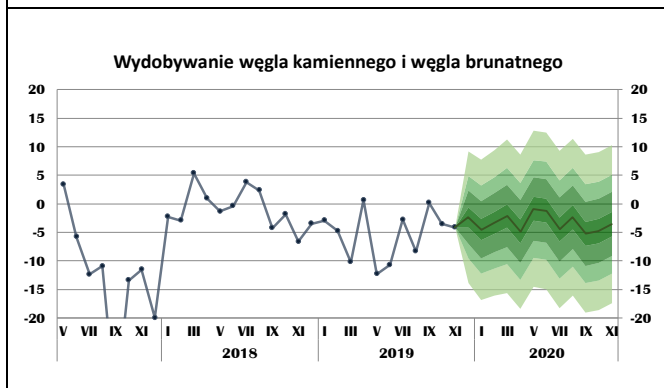
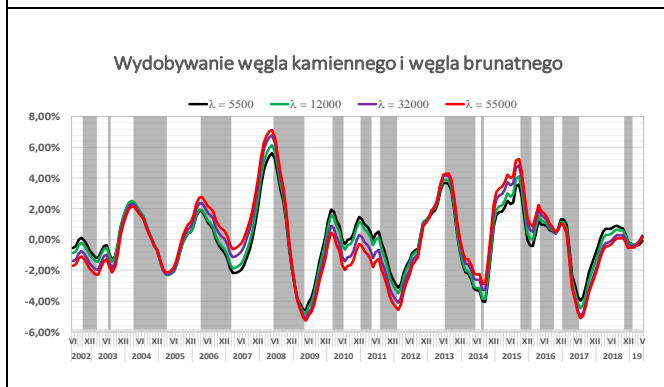
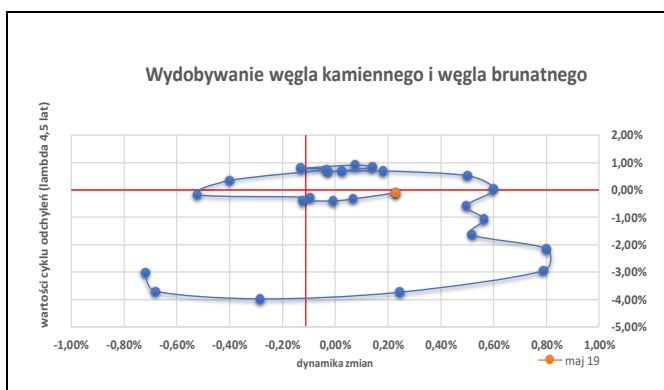


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: *Raport Mikro*.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 15 przedsiębiorstw (zmniejszenie o 2 r/r). Od 2009 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: 82 264 osoby, 36 671 mln zł – aktywa i 29 962 mln zł – przychody ze sprzedaży i we wszystkich miarach odnotowano wzrost r/r. Niekorzystnym zmianom towarzyszyło zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym pogorszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W I p. 2019 r. zadłużenie krótkoterminowe wzrosło o 20% wykazując taką tendencję od trzech półroczy. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 26% i o 23% wskazując sytuację jako niekorzystną, z tendencją do jej pogłębiania się od czterech półroczy. 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 i jego nieznaczną poprawę w I p. 2019 r. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, który mógł być spowodowany wzrostem cyklu należności. Obserwowany cykl zapasów cechował się stabilną sytuacją do II p. 2018 r. i znaczący wzrost o 56% w I p. 2019 r. 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 trzech półroczach. Po niekorzystnym trendzie zmniejszania produktywności majątku do I p. 2016 r. nastąpiło odwrócenie trendu na silnie wzrostowy do II p. 2018 r. w którym nastąpiło przełamanie trendu na

spadkowy w I p. 2019 r. 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 I p. 2019 r. stopień zagrożenia upadłością kształtuje się na poziomie wysokim (275) z prognozą wzrostową zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do jego wzrostu.

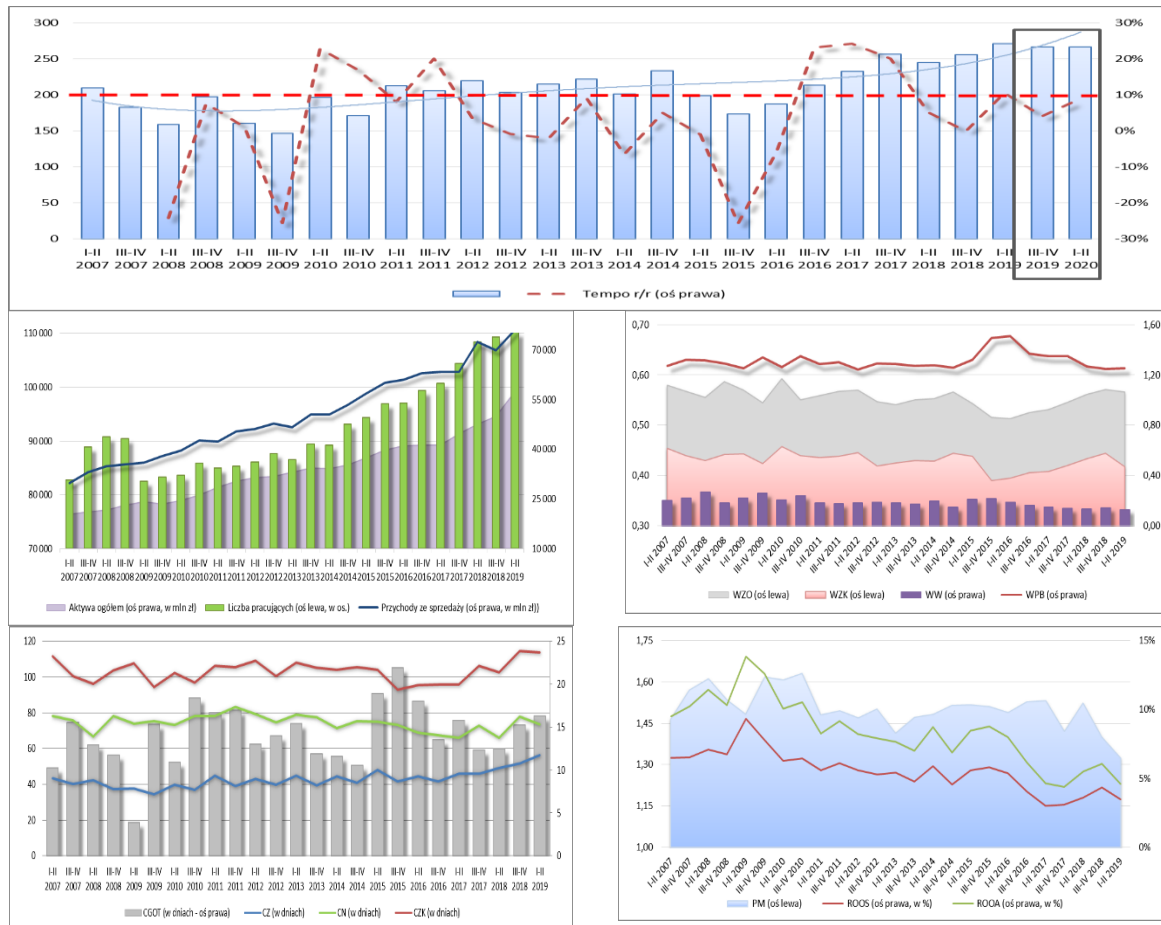


Ostatnie punkty zegara znajdują się w czwartej ćwiartce układu współrzędnych, ale blisko jego początku. Wskazuje to na wyhamowanie koniunktury w tym dziale produkcji, przy jednoczesnym silnym spadku amplitudy wahań. Niska wartość próbkowego współczynnika korelacji (poniżej 0,5) świadczy o niewielkiej 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 nie zmieniają znacząco charakterystyk rozkładu predyktywnego. Prognoza punktowa (mediana rozkładów) wskazuje na ujemne wielkości produkcji r/r na poziomie ok. -4%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r waha się w przedziale 0,54-0,74. Mniej 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 0,46). Rozproszenie rozkładów predyktywnych jest względnie stałe w horyzoncie prognozy, ale bardzo silne.

## Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

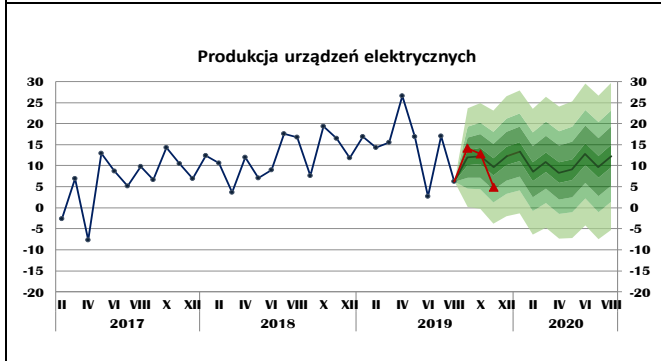
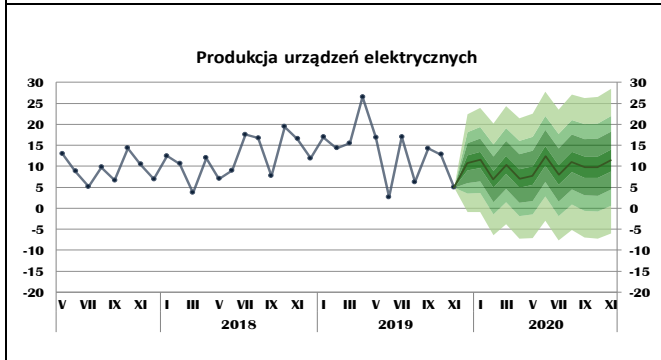
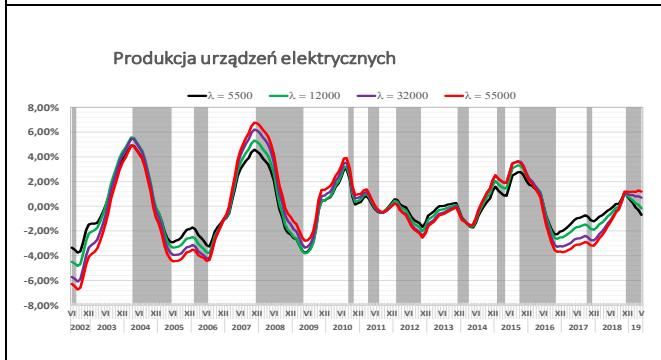
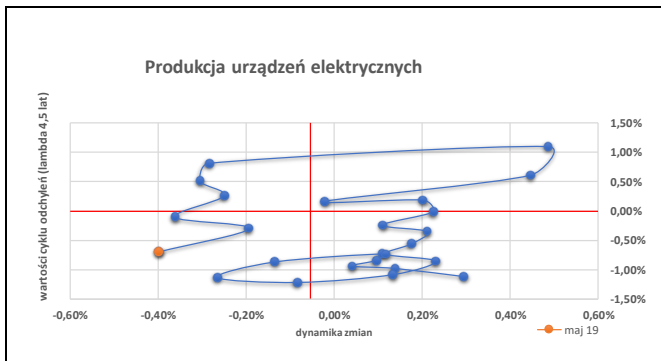
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 27



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.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 467 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 4). Od 2009 r. obserwowany jest systematyczny wzrost zatrudnienia któremu towarzyszył wzrost wartości majątku i przychodów ze sprzedaży. W I p. 2019 r. wartości ich kształtowały na następujących poziomach: 110 226 osób, 57 463 mln zł – aktywa i 76 039 mln zł – przychody ze sprzedaży. Zauważalne są od I 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 I p. 2019 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 0,77%, przy jednoczesnym zmniejszeniu zadłużenia krótkoterminowego o 3,6%, zmniejszeniu płynności bieżącej i zdolności obsługi długu wskazując sytuację jako niekorzystną. Po okresie skracania czasu oczekiwania na gotówkę do 2017 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywny jego wzrost który został utrzymany w I p. 2019 r. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych oraz cykl należności. Obserwowany cykl zapasów wykazywał tendencję 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. po którym to okresie nastąpiło ponowne silnie zmniejszenie miar rentowności. W zakresie sprawności działania odnotowano od II p. 2018 r. pogorszenie wartości miary produktywności majątku. Dział charakteryzuje od II p. 2015 r. wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się on na poziomie wysokim (270) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji na poziomie wysokim.

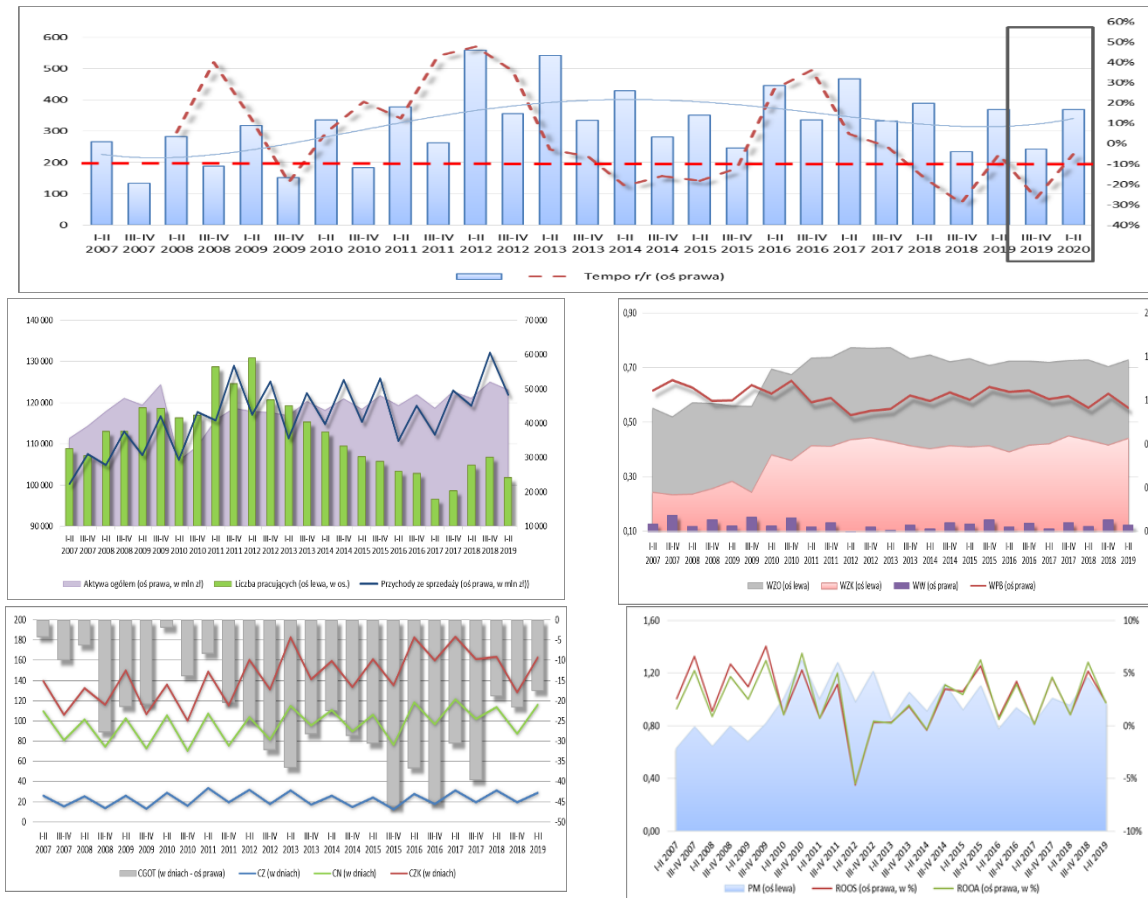


Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w kierunku trzeciej ćwiartki układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do wyhamowania koniunktury w tym dziale produkcji i wejścia w fazę recesji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchyleni. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,81 wskazuje, iż cykl odchyleni produkcji wyrobów elektrycznych charakteryzuje się wysokim poziomem synchronizacji z cyklem odchyleni produkcji ogółem. Amplituda wahań cyklu ok. 6%.

Nowo napływające obserwacje nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predykcyjnych) waha się w przedziale od 7% do 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,21. 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 0,54).

## Dział PKD 42 – Roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej

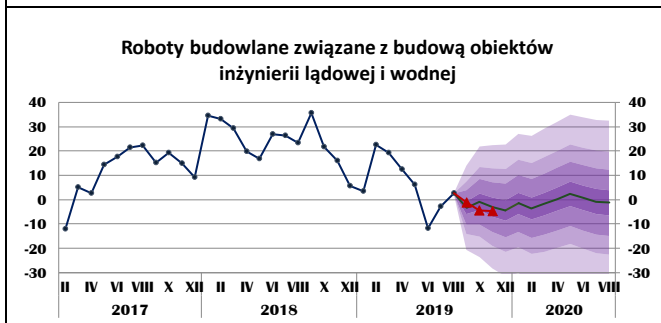
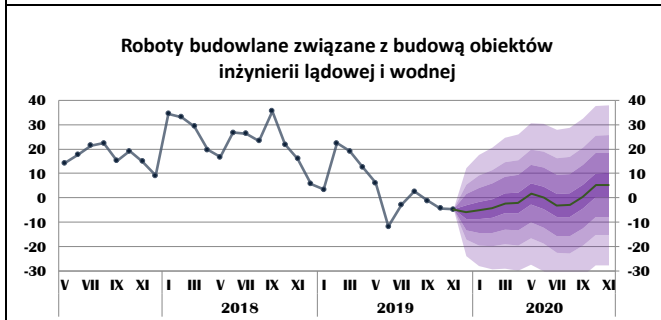
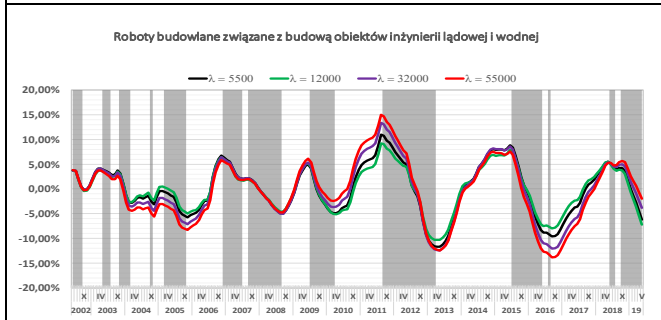
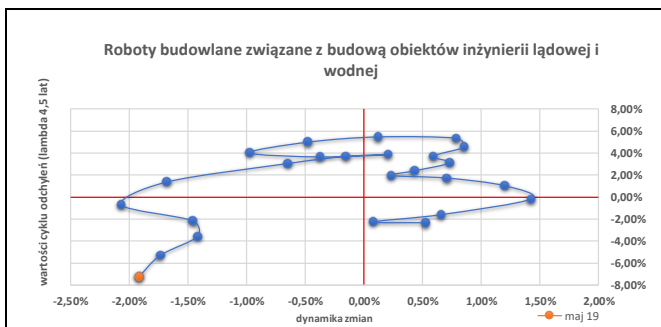
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 42



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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2019 r. działalność prowadziło 1 204 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 48), w których zatrudnionych było 101 748 osób (zmniejszenie r/r o 2,99%). W I p. 2019 r. po trzech półroczach wzrostu odnotowano zmniejszenie liczby pracujących przełamując wzrostową tendencję zmian. Wartość aktywów ogółem wyniosła 49 742 mln zł (wzrost wartości od osiemnastu półroczy), a wartość przychodów ze sprzedaży 48 366 mln zł (zarysowana tendencja wzrostowa od I p. 2016 r.). Po okresie nieznacznej poprawy w I p. 2019 r. zaobserwowano pogorszenie sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszył wzrost poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie zmniejszeniu płynności bieżącej. W I p. 2019 r. zaobserwowano zmniejszenie zdolności do obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. cykl gotówki wzrósł r/r, przy jednoczesnym skróceniu cyklu zapasów, wzroście cyklu należności oraz skróceniu 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 ponowny ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę, która została utrzymana w I p. 2019 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 I p. 2019 r. stabilizując sytuację jednak dalej na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje stabilizację sytuacji i kształtowanie się wartości stopnia zagrożenia na wysokim poziomie.



Zegary cyklu słabo czytelne, o nieregularnym kształcie. Położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu w trzeciej ćwiartce wskazuje na recesję w tym dziale produkcji budowlanej. Amplituda wahań cyklu odchylen na poziomie ok. 25% utrzymuje się od 10 lat.

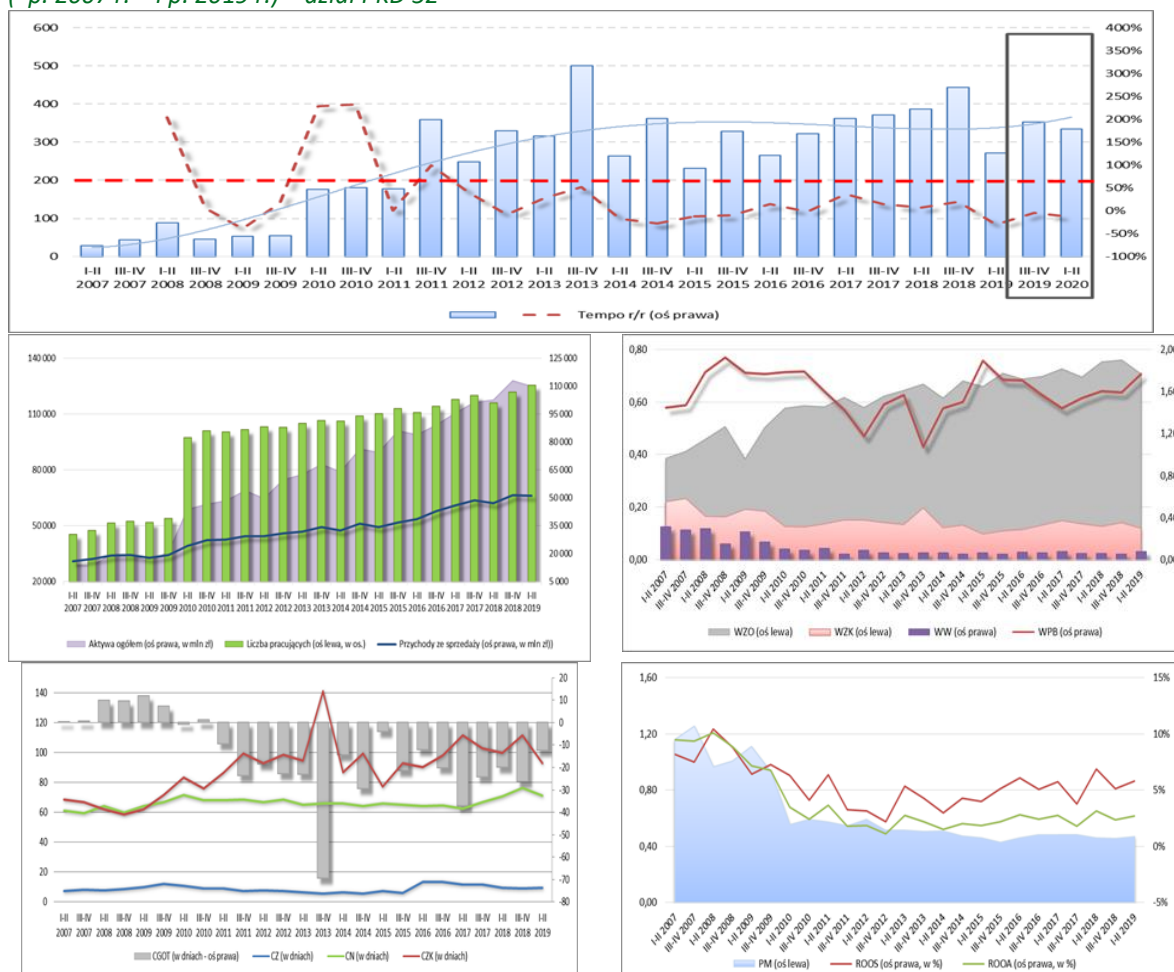
Nowo napływające obserwacje wpłynęły na nieznaczne obniżenie ścieżki centralnej prognoz. Przebieg median rozkładów waha się wokół wartości 0%, z nieznacznym podniesieniem linii centralnej pod koniec horyzontu prognozy.

Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika waha się w przedziale 0,39-0,71. Oznacza to, że pomimo dobrych perspektyw wyznaczonych przez ścieżki centralne prognoz, ryzyko trudnej sytuacji w budownictwie infrastrukturalnym należy ocenić jako bardzo wysokie. Z prawdopodobieństwem 0,39 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 rośnie w całym rozważanym horyzoncie prognozy.



## Dział PKD 52 – Magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 52



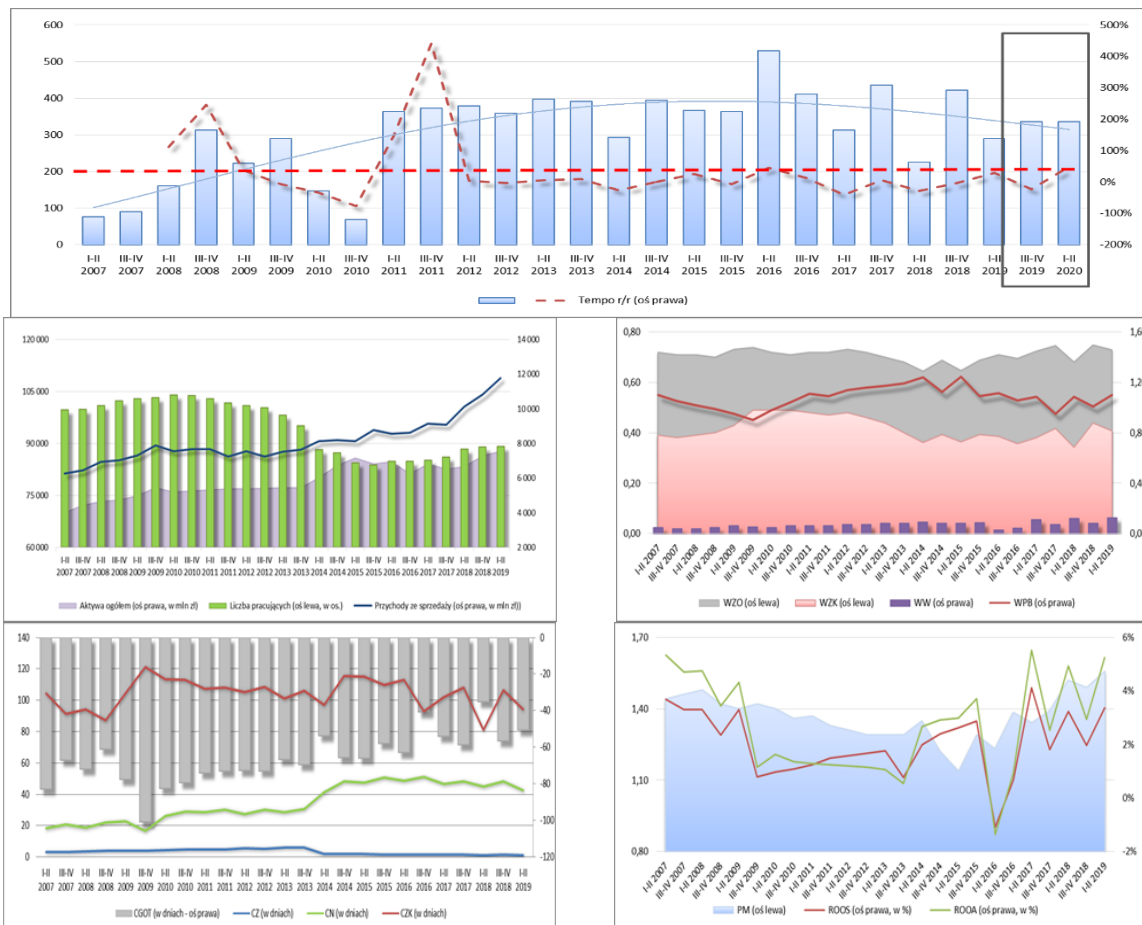
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 634 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 16), w których zatrudnionych było 125 516 osób (wzrost r/r o 8,32%). W I p. 2019 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 109 802 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 51 259 mln zł o obserwowalnej tendencji wzrostowej. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, który został przełamany w I p. 2019 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 utrzymany w I p. 2019 r. oraz nastąpiła nieznaczna poprawa obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. odnotowano wzrost r/r cyklu gotówki i cyklu należności. W I p. 2019 r. nastąpiło zmniejszenie r/r cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W I p. 2019 r. odnotowano niekorzystną sytuację cechującą się zmniejszeniem r/r rentowności aktywów i rentowności operacyjnej sprzedaży. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w I p. 2019 r. Zarysowana od II p. 2016 r. tendencja wzrostu stopnia zagrożenia w I p. 2019 r. została odwrócona, wskazując na silne jego zmniejszenie r/r do poziomu 272 w I p. 2019 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. – I p. 2019 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 I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 18 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 2), w których zatrudnionych było 89 191 osób (wzrost r/r o 0,96%) z tendencją wzrostu od II p. 2015 r. W I p. 2019 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 7 558 mln zł (wzrost r/r o 13,3%), a wartość przychodów ze sprzedaży 11 773 mln zł (wzrost r/r o 16,24% 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 wzroście płynności bieżącej zostało utrzymane w I p. 2019 r. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowane zostały korzystne zmiany w I p. 2019 r., w którym nastąpiła poprawa płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. cykl gotówki skrócił się r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego i skróceniu cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r., odwracając trend i w I p. 2019 r. osiągając maksymalny poziom w obserwowanym okresie. 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 I p. 2019 r. rentowność sprzedaży i aktywów w relacji r/r cechowała się wzrostem. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona w II p. 2017 r. i następnie odnotowano wzrosty w kolejnych półroczach a w I p. 2019 r. wartość stopnia zagrożenia wzrosła do poziomu wysokim.



## 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.

Carlino, 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 Bankruptcy 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 (2017c). *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.* NBP.

NBPe (2017d). *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 (2017a). *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 2019-21 (w % r/r).....	29
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....	29
Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predykcyjnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego).....	50
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2019 r. ....	60
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2018 r. – I p. 2019 r. ....	64

## 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 Dynamika sprzedaży detalicznej .....	22
Rysunek 8 Bariera deficytu pracowników w działach gospodarki .....	22
Rysunek 9 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce .....	24
Rysunek 10 Dostępność finansowania dla sektora SPN .....	24
Rysunek 11 Wybrane indykatory popytu krajowego – średnie 12 miesięczne .....	25
Rysunek 12 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-18 (ceny 2010 r.).....	25
Rysunek 13 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).....	26
Rysunek 14 Struktura wzrostu PKB w Polsce .....	27
Rysunek 15 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS .....	27
Rysunek 16 Kompozytowy indeks koniunktury GUS.....	27
Rysunek 17 Kompozytowy indeks bieżącej i prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP) .....	27
Rysunek 18 Wybrane charakterystyki projekcji PKB z Raportów Makro .....	28
Rysunek 19 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	30
Rysunek 20 Współczynnik nastrojów ESI .....	30
Rysunek 21 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....	30
Rysunek 22 Prognozy PKB – wybrane kraje.....	30
Rysunek 23 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od czerwca 2002 r. do listopada 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do maja 2019 r. – górny panel).....	32
Rysunek 24 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla $\lambda$ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku .....	35

<i>Rysunek 25 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (prawy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – lewy panel. ....</i>	<i>36</i>
<i>Rysunek 26 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) .....</i>	<i>40</i>
<i>Rysunek 27 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) .....</i>	<i>40</i>
<i>Rysunek 28 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2018 – I p 2019 r. oraz III kw. 2018 r. – III kw. 2019 r. – ogółem i według rodzaju działalności (w %, r/r) .....</i>	<i>41</i>
<i>Rysunek 29 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górný panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel) .....</i>	<i>43</i>
<i>Rysunek 30 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel - produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r .....</i>	<i>44</i>
<i>Rysunek 31 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności.....</i>	<i>45</i>
<i>Rysunek 32 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....</i>	<i>45</i>
<i>Rysunek 33 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....</i>	<i>46</i>
<i>Rysunek 34 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....</i>	<i>46</i>
<i>Rysunek 35 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara).....</i>	<i>48</i>
<i>Rysunek 36 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel).....</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 37 Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara) .....</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 38 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100) .....</i>	<i>51</i>
<i>Rysunek 39 Dynamika rejestracji (lewy panel) i upadłości przedsiębiorstw w rejestrze REGON (AORP=100) .....</i>	<i>52</i>
<i>Rysunek 40 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 I p. 2019 r. (prawy panel).....</i>	<i>53</i>
<i>Rysunek 41 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2018 i I p. 2019 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. według rodzaju działalności (prawy panel).....</i>	<i>53</i>
<i>Rysunek 42 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).....</i>	<i>54</i>
<i>Rysunek 43 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel). .</i>	<i>55</i>
<i>Rysunek 44 Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. ....</i>	<i>57</i>
<i>Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. oraz I kw. 2007 r. – III kw. 2020 r. - ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny) .....</i>	<i>58</i>
<i>Rysunek 46 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN) .....</i>	<i>59</i>
<i>Rysunek 47 Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. ....</i>	<i>60</i>
<i>Rysunek 48 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłościami i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2019 r.....</i>	<i>63</i>