



**X Raport z monitorowania bieżącej
sytuacji gospodarczej w sektorach –
badania 2016-2019
– synteza**

Autor:
Jerzy Hausner



MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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

WNIOSKI I REKOMENDACJE

Wskaźniki dotyczące produkcji przemysłowej, inwestycji i handlu zagranicznego zdawały się jeszcze niedawno zapowiadać silniejsze spowolnienie wzrostu gospodarczego niż to, które w rzeczywistości nastąpiło. Rodzi się pytanie, dlaczego mimo tych sygnałów utrzymuje się względnie korzystna sytuacja w gospodarce światowej.

Zjawisko odkształcania się cyklu koniunkturalnego po ostatnim kryzysie charakteryzuje wiele kluczowych gospodarek. Najlepiej – jak dotychczas – zostało ono udokumentowane w przypadku USA. 121 miesięcy ciągłej ekspansji jest wynikiem rekordowym w historii Stanów. Długi cykl wzrostowy oznacza z definicji krótsze i rzadsze recesje. Równocześnie jednak ten wzrost jest coraz słabszy. Do I kw. 2019 r. skumulowany przyrost PKB w okresie ostatniej dekady wyniósł 25 proc. Podczas gdy w okresie poprzednich długich ekspansji w latach 1991-2001 wzrósł o 42 proc., w latach 1982-1990 o 38 proc., a w latach 1961-1969 nawet o 52 proc. Średni wzrost roczny w bieżącym cyklu wynosi 2,3 proc (najniżej w najnowszej historii), wobec średnio 7,6 proc. rocznie w latach powojennej ekspansji 1950-1953.

Odształcenie cyklu (długa, ale wolniejsza ekspansja; krótsze recesje) ma znaczenie dla wielu agregatów makro istotnych dla polityki gospodarczej, w tym dla poziomu neutralnej stopy procentowej. W 2015 r. FED szacował stopę bezrobocia na 4,9 proc. i długoterminową stopę procentową na 3,5 proc. Teraz bezrobocie wynosi 3,6 proc. stopa procentowa ok. 2,4 proc. a inflacja utrzymuje się poniżej 2 proc. W takich warunkach wzrostowi deficytu i zadłużenia towarzyszy spadek rentowności długu publicznego i prywatnego. Mamy więc do czynienia z odwróceniem klasycznych reguł makroekonomicznych.

Możliwym wyjaśnieniem sytuacji, w której utrzymywaniu się względnie dobrej ogólnej koniunktury towarzyszy pogarszanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury w przemyśle, jest to, że w ostatnich dekadach popyt na dobra przemysłowe zależał w rosnącym stopniu od sytuacji na rynkach globalnych (w wyniku stałego zwiększania się roli międzynarodowych sieci produkcyjnych), podczas gdy popyt na usługi zależał nadal w głównej mierze od konsumpcji krajowej. W warunkach, w których zdecydowana większość nowych miejsc pracy powstaje właśnie w usługach, występuje zjawisko jednoczesnego słabnięcia koniunktury w przemyśle i słabszego wzrostu ogólnego zatrudnienia. To swoiste „oderwanie się” sytuacji na rynku pracy od koniunktury w przemyśle nastąpiło dlatego, że pogorszenie koniunktury w przemyśle nie było w poszczególnych krajach na tyle głębokie i trwałe, by wywołać znaczny spadek produkcji w usługach. Kosztem takiej struktury wzrostu jest jednak wolniejszy wzrost produktywności gospodarki.

Powstaje zatem pytanie, czy znaczne pogorszenie koniunktury w przemyśle może jednak nastąpić. Wydaje się, że ryzyko takie mogłoby się zmaterializować, gdyby znacznie przedłużyły się i zaostrzyły negocjacje w sprawie wysokości taryf importowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i ich głównymi partnerami handlowymi.

Długofalowym problemem Niemiec jest to, że popyt na samochody na rynku globalnym stopniowo słabnie, w tym także w Chinach. Tymczasem przy 25-procentowym udziale przemysłu motoryzacyjnego w eksporcie Niemiec do USA znaczące podniesienie przez władze amerykańskie ceł na import europejskich samochodów przyniosłoby ponowne pogorszenie się wskaźników zaufania w niemieckim przemyśle, a w konsekwencji spadek tempa wzrostu PKB. Dodatkowym czynnikiem wzmożenia się napięć w negocjacjach handlowych pomiędzy Europą i Stanami Zjednoczonymi jest podnoszony przez stronę amerykańską problem dotacji dla Airbusa.

Biorąc pod uwagę, że pomimo nakładania przez władze amerykańskie kolejnych ceł importowych, wielkość deficytu handlowego USA, w tym zwłaszcza z Chinami, nadal nie ulega zmniejszeniu, należy liczyć się z kontynuacją „wojny handlowej”, co może zwiększyć niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury i obniżyć tempo wzrostu w całej gospodarce światowej. Podobnie niekorzystnie oddziałuje na gospodarkę brytyjską i inne gospodarki europejskie niepewność dotycząca warunków, na jakich Wielka Brytania opuści Unię Europejską.

Pomimo ryzyka, że przedłużanie się negocjacji w sprawie tariff importowych może zwiększyć poziom niepewności i rodzić obawy o przyszłą koniunkturę, w gospodarce światowej utrzymuje się nadal względnie dobra sytuacja, jakkolwiek poszczególne kraje zwiększają ekspansywność polityki monetarnej i fiskalnej, by stabilizować tempo wzrostu. Jest rzeczą znaną, że zarówno Rezerwa Federalna jak i Europejski Bank Centralny zrezygnowały z wcześniejszych planów zmniejszania swych bilansów. Oznacza to, że będą reinwestować płacone im przez rządy raty kapitałowe w zakup nowych obligacji – tak, by zachować ich dotychczasowy stan posiadania – co zwiększy pole manewru dla polityki fiskalnej.

Przy rosnącej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury, wnioski z analiz przeprowadzonych przez nasz zespół w kolejnym X cyklu badawczym formułować należy z większą niż zwykle ostrożnością, tym bardziej, że aktualizacja danych dotyczy tylko dwóch miesięcy i nie obejmuje przedsiębiorstw małych. Pełniejszy obraz uzyskamy dopiero w kolejnej kwartalnej edycji analiz.

Uzyskane obecnie dane potwierdzają zasadniczo tendencje obserwowane w maju. Podtrzymujemy prognozę obniżenia dynamiki PKB do poziomu 3 proc. w horyzoncie prognozy (na przełomie II i III kwartału 2020 r.). Nie korygujemy tym samym podstawowej ścieżki spowolnienia gospodarczego, choć wskazujemy, że aktualnie rysuje się ona jako nieco dłuższa i mniej stroma.

Nową istotną informacją jest wyraźnie wyższa dynamika inwestycji przedsiębiorstw w pierwszych miesiącach br. To niewątpliwie sygnał pozytywny i długo oczekiwany. Podtrzymanie tej tendencji ma kluczowe znaczenie dla perspektywy powrotu polskiej gospodarki na wyższą ścieżkę wzrostu (powyżej 4 proc. PKB r/r w roku 2022 i kolejnych latach). Analizując korzystne kształtowanie się dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, należy jednak

zwrócić uwagę, że obserwowane jej podwyższenie do poziomu dwucyfrowego wynika przede wszystkim ze skokowego wzrostu nakładów inwestycyjnych w dużych spółkach skarbu państwa. Wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w I kwartale br. dotyczył głównie sekcji energetyki oraz transportu i mógł mieć, na tę skalę, charakter incydentalny. A są to sektory o dominującym lub dużym udziale spółek publicznych. Nie jest tak dobrze w sektorach, w których dominuje kapitał prywatny. Na co wskazuje niski udział nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe (w I kwartale br. był to drugi najniższy wskaźnik w UE; mniejszy miała tylko Grecja).

Rodzi to pytanie o efektywność obecnie podejmowanych inwestycji. To pytanie uzasadnia w szczególności przedstawione po raz pierwszy w raporcie makroekonomicznym porównanie dynamiki produkcji w sektorze wysokich technologii w różnych krajach europejskich, w tym w ramach naszej grupy rówieśniczej (Czechy, Polska, Węgry). Ta dynamika w latach 2010-2017 jest w naszej gospodarce bardzo niska w odróżnieniu od gospodarek porównywanych krajów. I jeśli nie uda się tej niekorzystnej sytuacji odwrócić, to wzrost produktywności w Polsce może się okazać niewielki, pomimo odczuwalnego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Utwierdzają nas w tym analizy mikroekonomiczne, z których wynika, że stopniowo obniża się wartość dodana wytwarzana w przedsiębiorstwach. To sygnał świadczący o niskiej dynamice produktywności przedsiębiorstw, które nie wykorzystały okresu dobrej koniunktury w tym zakresie.

Do tego obrazu trzeba też dodać niepokojącą informację o odczuwalnie zmniejszającym się kredytowaniu przedsiębiorstw przez banki. Coraz bardziej koncentrują się one na kredytowaniu państwa, poprzez rosnący zakup papierów skarbowych, co jest dla nich obecnie bardziej zyskowne i bezpieczne oraz na oferowaniu wysokomarżowych produktów konsumpcyjnych. Choć banki przynoszą wciąż wysoki zysk, to jednak ich rentowność się obniża. Jednocześnie coraz większym zagrożeniem stają się dla nich wielkie platformy płatnicze oraz banki zagraniczne, zwłaszcza chińskie, których nie dotyczą europejskie regulacje, w tym wymogi mikro i makroostrożnościowe. Należy zatem przyjąć, że nasze banki w przyszłości nie będą mogły bezpośrednio finansować znacznej części planowanych wielkich publicznych przedsięwzięć inwestycyjnych, które są w planach rządu. Zwracamy zatem uwagę na problem, który polega na tym, że w naszym kraju obserwowany od dwóch lat silny i względnie trwały wzrost gospodarczy ani nie determinuje, ani nie jest zdeterminowany przez silną akcję kredytową.

Weszliśmy w okres zmniejszającego się napływu środków unijnych, co wynika z finalizowania obecnej unijnej perspektywy budżetowej. To oznaczać będzie ograniczenie dynamiki inwestycji publicznych. Pierwsze tego skutki są już widoczne we wskaźniku dynamiki budownictwa, który wyraźnie się obniżył. Co koresponduje także ze spadkiem produkcji materiałów budowlanych, w tym betonu. Może się zatem okazać, że wyższa dynamika inwestycji przedsiębiorstw nie zrekompensuje obniżonej dynamiki inwestycji publicznych. A tym samym wkład inwestycji do dynamiki PKB nie wzrośnie, czego od dawna oczekiwaliśmy, w przekonaniu, że napędzanie wzrostu gospodarczego głównie konsumpcją ma swoje

ograniczenia i niekorzystne następstwa makroekonomiczne, m.in. w formie narastania presji inflacyjnej.

Inną ważną obserwacją wynikającą z przeprowadzonych teraz analiz jest pogłębianie się także w Polsce desynchronizacji cyklu koniunkturalnego, tak w wymiarze makro, jak i mikro. W wymiarze makro świadectwem desynchronizacji jest niespójność danych o bieżącej aktywności gospodarczej oraz o wyprzedzających wskaźnikach koniunktury. Te pierwsze są w odniesieniu do przedsiębiorstw nadal korzystne, te drugie od szeregu miesięcy (PMI jest niższy od poziomu 50 punktów przez 8 kolejnych miesięcy) wyraźnie wskazują na niekorzystne perspektywy.

Desynchronizacja cyklu koniunkturalnego w wymiarze mikro ujawnia się w m.in. w tym, że obecnie obserwujemy w znaczącej liczbie analizowanych sektorów gospodarki (sekcje PKD) odmienne tendencje: wiele z nich pozostaje w fazie ekspansji, podczas gdy wiele innych jest w fazie recesji. I liczba takich przypadków jest wyraźnie wyższa niż we wcześniejszych fazach spowolnienia gospodarczego. Potwierdzałoby to przypuszczenie, że w nowoczesnej gospodarce możemy mieć do czynienia z trwałym odkształceniem się cyklu koniunkturalnego, który staje się dłuższy i wahania koniunktury są mniejsze. Na weryfikację tej hipotezy jest jednak zdecydowanie za wcześnie.

Obserwacja wskazanych, a także innych, przejawów desynchronizacji cyklu koniunkturalnego nie powinna zwalniać analityków i decydentów gospodarczych od obowiązku refleksji dotyczącej czynników i struktury wzrostu gospodarczego – obecnie i w przyszłości. Mówiąc wprost błędem byłoby zadowalanie się dobrymi bieżącymi wynikami gospodarczymi i nie zastanawianie się nad tym, czy są one do podtrzymania. Oczywiście to, że wysoka dynamika wzrostu gospodarczego, pomimo prognozowanego od jakiegoś czasu jej spowolnienia, cieszy. Tym bardziej jednak trzeba troszczyć się o to, aby nie pogłębiały się te problemy strukturalne, zarówno makro-, jak i mikroekonomiczne, które skumulowane mogą polską gospodarkę wstrząsnąć. I to traktujemy jako podstawowe swoje zadanie badawcze, aby tego rodzaju zagrożenia możliwie wcześnie wychwycić, opisać i sformułować odpowiednie rekomendacje dla decydentów gospodarczych.

Obserwowana desynchronizacja cyklu koniunkturalnego niewątpliwie utrudnia wychwycenie takich zagrożeń w skali całej gospodarki, ale nie zwalnia z obowiązku ich wyprzedzającego dostrzeżenia. I nasze analizy, także przeprowadzone w referowanym cyklu badawczym, je sygnalizują.

Podstawowym czynnikiem spowolnienia wzrostu PKB po stronie podażowej ma być osłabienie dynamiki wartości dodanej w przemyśle do poziomu 4 proc. r/r w drugim/trzecim kwartale 2020 r. Z kolei po stronie popytowej tempo wzrostu finalnego popytu krajowego ma zejść do 1 proc. r/r (model z włączonym regularnym komponentem cyklicznym). Sugeruje to potrzebę szybko rosnącego dodatniego wkładu we wzrost PKB ze strony handlu zagranicznego. To jednak będzie zależne od koniunktury w Niemczech, której perspektywy nie są korzystne.

W wymiarze makro zwraca uwagę spadek liczby pracujących według BAEL-u (spadła ona o 0,4 proc. r/r w I kw. 2019 r.). To oznacza, że wysoka dynamika konsumpcji krajowej nie będzie już mogła wynikać z obserwowanego przez szereg lat systematycznego wzrostu zatrudnienia. Może się do tego przyczyniać nadal relatywnie wysoki wzrost wynagrodzeń. Z tym, że gdyby tak miało być, to wzrosnie presja inflacyjna, i zapewne przyspieszy inflacja, która wyhamuje wzrost konsumpcji.

W *Raporcie Mikro* szczególnie podkreślamy wzrost stopnia zagrożenia upadłością w klasie przedsiębiorstw dużych, zbliżający się obecnie do stopnia wysokiego. Dotyczy to głównie sekcji produkcyjnych (ale nie z powodu sytuacji w przetwórstwie przemysłowym, która jest niezła, lecz przede wszystkim ze względu na wysoki poziom zagrożenia w energetyce i górnictwie węglowym).

Te dwa sektory należy aktualnie potraktować jako sektory krytyczne, które wymagają szczególnego zainteresowania ze strony centrum polityki gospodarczej, a nie tylko ministerstwa energetyki. Ich problemy nie wynikają tylko ze zjawisk koniunkturalnych i nie są tylko odzwierciedleniem sytuacji na rynkach. Tu mocno wazą nawarstwiający się problemy strukturalne, które bardzo komplikują ekonomiczne relacje, w tym cenowe, między tymi silnie powiązаныmi sektorami. Mamy więc do czynienia nie tyle z dwoma odrębnymi sektorami, lecz z kluczowym segmentem polskiej gospodarki, który wpływa na produktywność i konkurencyjność całej gospodarki, szczególnie zaś przemysłu. Jednym z problemów, który wymaga pilnego rozwiązania jest kwestia sposobu kształtowania cen energii elektrycznej i innych skojarzonych z nią form energii. Pogorszenie wyników spółek energetycznych wynika m.in. z administracyjnego blokowania wzrostu cen energii i autonomicznego dostosowywania się ich poziomu do warunków rynkowych. Na dłuższą metę nie da się ceny energii utrzymać na obecnym poziomie. Grozi nam jej skokowy wzrost. Problem w tym, czy przedsiębiorstwa, działając w coraz trudniejszych warunkach, potrafią się do tego dostosować. Byłoby to łatwiejsze w sytuacji płynnego i rynkowego kształtowania się cen. Nie wolno też pominąć w podejściu do tych sektorów faktu coraz silniejszego strumienia importu węgla energetycznego oraz mocno rosnących kosztów związanych z dostosowaniem polskiej gospodarki do zobowiązań klimatycznych.

Gdy idzie o inne kluczowe dla polskiej gospodarki i jej międzynarodowej pozycji sektory, niepokoi wysoki stopień zagrożenia w firmach dużych w przemyśle motoryzacyjnym oraz w magazynowaniu i działalności usługowej wspomagającej transport.

Według naszych analiz zagrożonymi sektorami jest ponadto produkcja odzieży i produkcja wyrobów skórzanych oraz produkcja leków i wyrobów farmaceutycznych. Sytuacja w tych sektorach wymaga szczegółowego rozpoznania i monitorowania.

W analizie wskaźników kondycji ekonomiczno-finansowej zwracamy uwagę na wyraźne pogorszenie w I kwartale br. wskaźnika cyklu należności w przedsiębiorstwach średnich (co sygnalizuje narastające problemy z płynnością) oraz wskaźnika rentowności operacyjnej sprzedaży i wskaźnika samofinansowania w firmach dużych (co z kolei może mieć negatywny

wpływ na ich popyt inwestycyjny). Pogorszył się też wskaźnik produktywności majątku w obu klasach firm.

Generalnie podtrzymujemy ostrzeżenie dla przedsiębiorstw średnich. Pogorszenie sytuacji dotyczyło wszystkich rodzajów działalności, a najbardziej intensywne w usługach. W ich przypadku oczekiwane jest w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. zwiększenie średniego rocznego stopnia zagrożenia upadłością.

Dla przedsiębiorstw dużych wyniki także się pogorszyły (są obecnie bliskie poziomowi wysokiemu). Wzrost zagrożenia spowodowany był niekorzystnymi zmianami w produkcji. W mniejszym stopniu dotyczyło to handlu. W usługach ostatni odczyt był pozytywny, ale średniokresowa ścieżka wzrostu zagrożenia będzie prawdopodobnie kontynuowana. Dla przedsiębiorstw dużych ogółem oczekiwane jest w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r. dalsze, ale niewielkie zwiększenie stopnia zagrożenia upadłością.

Dla perspektyw dynamiki polskiej gospodarki zasadnicze znaczenie ma to jaką ścieżkę dostosowania do trudniejszych warunków rynkowych przyjmą menedżerowie przedsiębiorstw. Czy będzie to postawa pasywna, chęć przeczekania gorszego okresu i skoncentrowanie się na ograniczaniu wydatków i cięciu kosztów oraz dopasowaniu cenowym, czy też postawa aktywna, polegająca na proproduktywnej restrukturyzacji przedsiębiorstwa i przygotowanie go do kolejnej fazy rynkowej ekspansji. Polityka gospodarcza powinna być tak obecnie ukierunkowana, aby wspierać upowszechnienie się tej drugiej postawy i ścieżki dostosowania. Z pewnością nie będzie temu sprzyjać etatyzacja i fiskalizacja gospodarki.

Zasadnicza myśl, która wynika z przeprowadzonych w tym kwartale badań i analiz sprowadza się do tego, że wskazana powyżej desynchronizacja cyklu koniunkturalnego może w kolejnych kwartałach, przy braku odpowiedniej reakcji po stronie polityki gospodarczej, spowodować, że wystąpi po roku 2020 opóźniony i głębszy niż spodziewany spadek dynamiki PKB, przy jednoczesnym wzroście inflacji powyżej górnej granicy celu inflacyjnego NBP. W takiej sytuacji pole manewru w polityce makroekonomicznej byłoby niewielkie i dalszy rozwój sytuacji zależałby zasadniczo od otoczenia międzynarodowego i dynamiki eksportu.

Prawdopodobieństwo tego scenariusza będzie wyraźnie wyższe, jeśli wzrośnie zagrożenie wystąpienia globalnej recesji. A tego wykluczyć nie można. Nie tylko inwersja krzywej dochodowości w USA i brak pola manewru w polityce makro w strefie euro, sygnalizują jej nadejście. Sygnałów jest więcej. W ostatniej lipcowej ankiecie *Absolute Strategy Research* (prowadzonej od 2014 r. wśród ponad 200 globalnych funduszy kontrolujących aktywa o wartości 4 bln USD) aż 45 proc. ankietowanych menedżerów spodziewa się recesji w okresie 12 najbliższych miesięcy, co jest wskazaniem najwyższym od uruchomienia badania).