



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



**Autor:**

**Piotr Boguszewski**



MINISTERSTWO  
ROZWOJU

**Unia Europejska**  
Europejski Fundusz  
Rozwoju Regionalnego



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



## SPIS TREŚCI

|  |           |
|--|-----------|
| SYNTEZA .....  | 9         |
| WPROWADZENIE .....   | 16        |
| <b>I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW .....</b>                             | <b>18</b> |
| 1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....  | 18        |
| 1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI .....  | 18        |
| 1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ .....   | 26        |
| 1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI .....  | 28        |
| 1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH .....  | 36        |
| 1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW .....  | 37        |
| <b>II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....</b>                         | <b>41</b> |
| 2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....  | 41        |
| 2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE..... | 42        |
| 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB .....  | 43        |
| 2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM.....              | 46        |
| 2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ .....  | 47        |
| <b>III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW .....</b>   | <b>50</b> |
| 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....  | 50        |
| 3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON .....   | 50        |
| 3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU.....   | 51        |
| 3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH .....   | 53        |
| <b>IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>                                    | <b>55</b> |
| 4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....  | 55        |
| 4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA .....                                 | 55        |
| <b>V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>   | <b>61</b> |
| 5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....   | 61        |
| 5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....   | 61        |
| 5.3 TOP 10.....  | 63        |
| SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....  | 79        |
| LITERATURA .....   | 83        |
| SPIS TABEL .....   | 84        |
| SPIS RYSUNKÓW .....  | 84        |



*„IX Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – raport łączny”* jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych oraz własnych badań, wyniki następujących edycji raportów: *„IX Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018– 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 *„IX Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Łukasz Lenart**<sup>4</sup>, dr **Błażej Mazur**<sup>5</sup>, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**<sup>6</sup>). Opracowania tekstu dokonał dr **Piotr Boguszewski**<sup>7</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 Matematyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

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

<sup>6</sup> Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>7</sup> Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.





## SYNTEZA

Najnowsze dane potwierdzają bardzo korzystny obraz bieżącej sytuacji makroekonomicznej polskiej gospodarki. Nie uległ on też większym zmianom w stosunku do zarysowanego w czterech poprzednich edycjach badania. Utrzymała się wysoka dynamika PKB, wynosząca (według wstępnych szacunków GUS) w IV kw. 2018 r. ok. 4,9% r/r. W świetle dostępnych danych można również przypuszczać, że dynamika wzrostu PKB w całym 2018 r. także będzie zbliżona do 5% r/r. Wciąż wspiera ją przede wszystkim wysoki popyt krajowy, którego zasadniczym filarem jest spożycie; głównie w sektorze gospodarstw domowych. Dane za IV kw. 2018 r. potwierdzają również widoczny wzrost znaczenia akumulacji - aktywności inwestycyjnej. Także wkład eksportu netto do PKB, odmiennie niż kwartał wcześniej, okazał się dodatni (choć nieznacznie).

Utrzymuje się bardzo dobra koniunktura na rynku pracy i związana z nią korzystna, stabilizująca spożycie, sytuacja dochodowa gospodarstw domowych. Wprawdzie firmy nadal sygnalizują występowanie niedoborów pracowników w niektórych regionach, zawodach etc. ale są one, przynajmniej częściowo, łagodzone dopływem imigrantów zarobkowych. Badania koniunktury sugerują też, że najgorętszy okres na rynku pracy mamy pewnie za sobą (choć istnieją branże, w których braki te są wciąż duże). Mimo „deficytów” na rynku pracy nie obserwujemy więc, i w krótkim horyzoncie prawdopodobnie nie zaobserwujemy, nadmiernego wzrostu płac w sektorze prywatnym – nominalna dynamika płac oscyluje wokół ok. 7% r/r. Również niemal 3% roczna dynamika zatrudnienia w I kw. br., po spadkach w zeszłym roku, nie wskazuje, by bliska była bariera podaży pracy. Zbliży się wprawdzie także termin szerszego otwarcia niemieckiego rynku pracy, nie wydaje się jednak, by skutki nowych regulacji doprowadziły, w horyzoncie Raportu, do szybkiego odpływu dużej liczby imigrantów z Polski. Będzie to raczej, przynajmniej początkowo, proces stopniowy. Nasila się natomiast presja płacowa w niektórych obszarach sektora publicznego.

Powstaje pytanie, jak powyższa sytuacja przekładać się będzie na spożycie prywatne w najbliższej perspektywie? Niewątpliwie będzie ona wspierać dobre tempo konsumpcji prywatnej. Zauważmy jednak, że efekty mnożnikowe programu 500+ słabną. Powstaje więc pytanie: czy nowa stymulacja fiskalna tzw. Piątka Kaczyńskiego w dostatecznym stopniu zadziała kompensująco? Wskazać tu można na dwa procesy. Z jednej strony tego typu programy ewidentnie wspierają dobre nastroje społeczne, a więc i skłonność do konsumpcji. Z drugiej – trafiają do konsumentów, których bardziej podstawowe potrzeby w znacznym stopniu zaspokoili już transfery w ramach programu 500+. Te dodatkowe środki mogą więc być przeznaczane na bardziej luksusowe dobra, w tym z importu. Oznaczałoby to pewne ryzyko wzrostu deficytu bilansu handlowego. Część tych środków może jednak zwiększać wydatki inwestycyjne gospodarstw domowych. W sumie, znaczenie tego programu dla dynamiki PKB będzie zapewne dodatnie, ale raczej słabsze niż pakietu 500+.

Najnowsze dane GUS pokazują także, że w 2018 r. zaobserwowano widoczny wzrost nakładów inwestycyjnych. Kontynuacji tej tendencji sprzyja stabilny oraz wciąż niski poziom stóp procentowych. Zmalała jednak dostępność kredytu dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych i tendencję tę banki utrzymają prawdopodobnie także w II kw. br. Działania te spowodują jednak raczej racjonalizację popytu na kredyt w niektórych segmentach gospodarki niż jego wyraźniejsze ograniczenie, co w sumie, poprzez redukcję ryzyka finansowego/baniek na tym rynku, raczej sprzyja planom rozwojowym przedsiębiorstw. Stymulująco na aktywność inwestycyjną może też wpływać tzw. cykl polityczny, związany z dwoma kampaniami wyborczymi w 2019 r. Do większej aktywności inwestycyjnej, skoncentrowanej na działaniach modernizacyjnych i restrukturyzacji, przyczyniać się też może wzrost kosztów niektórych czynników produkcji, w tym płac. Wzrost kosztów w branżach/firmach o obecnie

niższej już rentowności może także jednak działać ograniczająco na poziom aktywności inwestycyjnej tych podmiotów. Zwróćmy bowiem uwagę na spory spadek wyniku finansowego sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2018 r. Istotniejszym problemem może okazać się również wzrost cen energii. Jest on z jednej strony „pchany” przez sytuację na rynku ropy naftowej, z drugiej przez wzrosty cen energii elektrycznej. Wprawdzie niektóre analizy pokazują, że część tego wzrostu już została przez firmy poniesiona, co łagodziłoby efekty tego szoku w przyszłości, wątpliwy jest jednak spadek cen certyfikatów CO<sub>2</sub> w horyzoncie predykcji Raportu Łącznego. Hamująco na aktywność inwestycyjną może działać także brak ostatecznych rozwojowych planów strategicznych dla niektórych branż. Ze względu na ryzyka międzynarodowe, czy wspomniane problemy z pozyskaniem pracowników w niektórych branżach, ożywienie inwestycji wciąż będzie jednak zapewne racjonalnie ostrożne; bez ryzyka przegrzania koniunktury. Nadal w dużym stopniu ożywienie to dotyczyć będzie przedsięwzięć publicznych.

Pozytywnie na klimat inwestycyjny w najbliższych kwartałach będzie oddziaływało też to, że w warunkach utrzymującej się przez długi czas wysokiej dynamiki PKB, polska gospodarka nadal znajduje się na ścieżce stabilnego i inkluzywnego wzrostu. Wprawdzie w kwietniu 2019 r. wyraźniej przyspieszyła inflacja, ale znajduje się ona w paśmie dopuszczalnych odchyień i poniżej jego środka. Jej wzrost w części wynikał też z czynników jednorazowych; w tym związanych z suszą wzrostów niektórych cen produktów żywnościowych. W perspektywie historycznej jako bardzo dobrą należy oceniać także aktualną sytuację budżetu. Interpretując ten rezultat pamiętać jednak trzeba, że częściowo wynika on z dość dobrej koniunktury zewnętrznej, a sytuacja budżetu w niektórych krajach UE była jeszcze lepsza. Myśląc o perspektywach powinno się też uwzględniać istnienie barier uszczelniania systemu podatkowego, które było, obok dynamicznego wzrostu gospodarki, jednym z głównych źródeł tej dobrej sytuacji fiskalnej Polski.

Ze względu na dość nadal pesymistyczne sygnały dotyczące stanu koniunktury zewnętrznej, m.in. w Niemczech i Chinach, można się spodziewać, że trudno będzie w najbliższej przyszłości uzyskać widoczną dynamizację eksportu. Towarzyszyć temu może jednak rosnący import – ze względu na przyspieszenie inwestycji i wysokie spożycie gospodarstw domowych. Dodatkowo, jak wspomniano, część popytu, wygenerowana impulsem fiskalnym, związanym z tzw. Piątką Kaczyńskiego, może skierować się na rynek dóbr i usług importowanych. Paradoksalnie pozytywnie może natomiast oddziaływać na polski eksport tzw. wojna celna pomiędzy USA a Chinami. Powoduje ona mianowicie powstawanie pewnych luk w handlu międzynarodowym, w które może wejść część krajów spoza tego sporu, w tym Polska. Korzysta na tym prawdopodobnie także gospodarka niemiecka, co pośrednio wpływa pozytywnie także na naszą.

Nie uległy większym zmianom, w stosunku do poprzedniego Raportu Łącznego (RŁ), uwarunkowania zewnętrzne polskiej gospodarki. Choć nadal przewiduje się, że stan gospodarki światowej będzie w 2019 r. dość dobry, spodziewane jest jednak gradualne osłabienie dynamiki jej wzrostu. Mieszane sygnały wciąż płyną też od największego partnera handlowego Polski – Niemiec. Nadal kraj ten może otrzeć się o tzw. recesję techniczną. Także w niektórych innych krajach europejskich pojawiają się oznaki cyklicznego osłabienia koniunktury – wskazują na to m.in. pogarszające się odczyty PKB w IV kw. 2018 r. i części indyktorów wyprzedzających. Pewną zagadką wciąż jest stan koniunktury w Chinach. Nie rozwiązany pozostaje problem Brexitu. Wprawdzie ryzyko to zostało odsunięte w czasie, ale nie ma obecnie twardych przesłanek do oceny przyszłego kształtu relacji gospodarczych Wielkiej Brytanii z pozostałymi krajami UE. Nowym elementem w tym obszarze jest natomiast już dobrze widoczna odporność polskiej gospodarki na te zaburzenia. Można oceniać, że wynika ona m.in. z silniejszych jej powiązań nie tylko z krajami UE, ale poprzez bezpośredni lub pośredni udział wielu krajowych podmiotów w globalnym łańcuchu wartości, właśnie z gospodarką globalną. Można

zatem oczekiwać, że tak długo jak jej stan będzie pozytywny, tak długo i koniunktura w naszym kraju będzie mniej wrażliwa na sytuację krajów UE, w tym Niemiec.

Reasumując, biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania można spodziewać się, że w najbliższym okresie kondycja makroekonomiczna polskiej gospodarki nadal będzie bardzo dobra, a jej prawdopodobne wejście w fazę spowolnienia – bardzo łagodne w 2019 r. Na taki scenariusz wskazują nie tylko prognozy zawarte w Raporcie Makro, czy innych, uwzględnianych w RŁ ośrodków, ale też bardzo dobre odczyty szeregu miesięcznych wskaźników w I kw. br. i wstępna ocena GUS dynamiki PKB za ten okres. Gdyby miała się ona potwierdzić, to obecnie wciąż mielibyśmy raczej do czynienia z fazą *plateau* cyklu niż spadkiem koniunktury. Można więc też oceniać, że uwarunkowania makroekonomiczne w najbliższych kwartałach będą raczej neutralne lub jedynie lekko niekorzystne z punktu widzenia stopnia zagrożenia upadłością w polskiej gospodarce. Lekkie osłabienie koniunktury może nawet podziałać tu pozytywnie, gdyż aktywność części podmiotów znajdzie się w takiej sytuacji bliżej ich potencjału. Słabsza obecnie wydaje się natomiast kondycja mikroekonomiczna przedsiębiorstw. Przede wszystkim nie jest jasne, czy znaczące pogorszenie wyniku finansowego tego sektora w IV kw. 2018 r. było „wypadkiem” jednorazowym. Zdecyduje o tym m.in. faktyczna zdolność przedsiębiorstw do absorpcji niektórych kosztów – zwłaszcza energii i części surowców, a także w pewnym stopniu i kosztów pracy. Okaze się również, jaki w dłuższym horyzoncie jest potencjał polskich eksporterów do lokowania produkcji także poza „tradycyjnymi” rynkami europejskimi; zwłaszcza niemieckim.

Powyższy jakościowy obraz ogólny stanu obecnego uzupełniają, o elementy prognostyczne o dłuższym horyzoncie, bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe. Przede wszystkim należy podkreślić, że podobnie jak w przypadku ocen jakościowych, zasadnicze wnioski z analiz prowadzonych w tej edycji pokrywają się z tymi, które zaprezentowano w poprzednim raporcie. W szczególności, nowe dane dotyczące dynamiki rozwoju gospodarki nie zmieniły zasadniczych konkluzji omawianych poprzednio.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na przeważające szanse dodatniego tempa wzrostu w okresie predykcji. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej wykazują na nieznaczny trend spadkowy i oscylują wokół wartości 5% r/r, jednak obarczone są niepewnością dopuszczającą znaczne odchylenia zarówno w dół jak i w górę, przy czym dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od lipca br. W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej prognozy pokazują nieco silniej zarysowaną (w porównaniu z wynikami z poprzedniej edycji) tendencję wzrostową w dynamice r/r od stycznia 2020 r. W pierwszym półroczu 2019 r. może więc nastąpić wyhamowanie dynamiki tego wskaźnika, choć prognozy punktowe tempa wzrostu w całym okresie prognozy są dodatnie. Dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od czerwca br.

Analiza cyklu odchyłań wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych pokazuje, że od połowy 2016 r. do końca okresu analizy widoczny był wzrost wartości tych odchyłań, wskazujący na przejście przez dolny punkt zwrotny cyklu (w połowie 2016 r.) i wejście w fazę poprawy koniunktury. Obecnie obserwujemy przejście przez górny punkt zwrotny i wejście w fazę wyhamowania, podobnie jak w poprzednim raporcie. Ważnym efektem jest trwale utrzymująca się niska amplituda wahań. Obserwowany obecnie górny punkt zwrotny wyznaczył jednak dodatnie odchylenie od długookresowej linii trendu o największej wartości w ciągu ostatnich siedmiu lat. Opisywana powyżej sytuacja, w której sektor produkcji znajduje się w fazie wyhamowania znajduje silniejsze niż dotychczas potwierdzenie w analizach działów. W bieżącym okresie 23 działy produkcji znajduje się w recesji, to jest o osiem działów więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie. Okres ekspansji należy przypisać 8 działom produkcji, co oznacza pogorszenie

koniunktury w porównaniu z poprzednią edycją raportu, gdzie informowano o 12 działach w fazie ekspansji. W fazie odbudowy lub wyhamowania znajdują się pozostałe działy produkcji.

Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, są nadal sekcje: „Dobra związane z energią poza sekcją D i E” oraz „Produkcja wyrobów farmaceutycznych oraz leków”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest tu wysokie, na co wskazywano też w dwóch poprzednich edycjach raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej także wskazuje na silne wyhamowanie koniunktury. Poważnie zagrożona wydaje się również sekcja „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego”, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,84 w analizowanym horyzoncie.

W handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy nadal przypisać „Sprzedaży detalicznej paliw w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może wynosić 0,64 (w poprzedniej edycji raportu 0,8). To wysokie prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy czerwca 2019 r. Od tego miesiąca do końca horyzontu prognozy analizowane prawdopodobieństwo oscyluje wokół wartości 0,5 pozostawiając wiele niepewności co do kierunku rozwoju branży. Najlepsze perspektywy rozwojowe, odbiegające od pozostałych działów, należy natomiast przypisać „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw” oraz „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”. Opisane powyżej tendencje rozwojowe 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 budownictwie dobre tendencje rozwojowe mogą być obserwowane jedynie w pierwszym półroczu 2019 r. Sytuacja w działach, jak i w budownictwie ogółem, będzie się pogarszać. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza jednak wartości 0,56 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,36 w poprzedniej edycji raportu). W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem może charakteryzować się wyhamowaniem rozwoju od drugiej połowy 2019 roku.

Dla zmiennych obserwowanych z częstością kwartalną, tendencja centralna prognozy makroekonomicznej przewiduje utrzymanie się wysokiego (tj. zbliżonego do ostatnich odczytów) tempa wzrostu PKB w IV kwartale 2018 r., a następnie systematyczne wyhamowanie, do wartości ok. 3% w ostatnim okresie horyzontu prognozy (tj. w drugim kwartale 2020 r.). Prognozy punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują też wystąpienie górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB w trzecim kwartale 2018 r., przy czym kolejny dolny punkt zwrotny leży poza rozpatrywanym tu horyzontem prognozy. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy pozostają dodatnie w całym horyzoncie predykcji (choć w pierwszym kwartale 2020 r. zbliżają się do zera). Warto podkreślić, że przewidywania te są zgodne z prognozami innych ośrodków dla polskiej gospodarki.

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach 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 dotyczące upadłości sądowych wskazują jednak na ok. 12% wzrost ich liczby w I kw. 2019 r. Według międzynarodowych prognoz Euler-Hermes nasz kraj charakteryzować może jedna z wyższych dynamik upadłości w 2019 r. Choć wciąż na obraz statystyczny mają tu wpływ zmiany prawa

upadłościowego i dlatego dynamika ta nie wydaje się alarmująco wysoka, powstaje jednak pytanie o przyczyny tej sytuacji. Większość powodów ma charakter mikroekonomiczny lub takie podłoże i nimi obecnie się zajmujemy.

Przede wszystkim zauważmy, że swoiste „pułapki” tworzy – paradoksalnie – bardzo dobra koniunktura. W takich warunkach część przedsiębiorstw ma skłonność do podejmowania mniej ostrożnych decyzji, rozrzutniej gospodaruje zasobami, angażuje nadmierne kapitały obrotowe etc. Może powodować to wzrost kosztów działalności, nadmierne straty, czy problemy z płynnością. Zjawiska te nie ujawniłyby się w przypadku przedsiębiorstw silnych kapitałowo. Niestety, wrażliwość grup firm na taką sytuację dowodzi ich słabości w tym obszarze. W szczególności, wyraźny wzrost skali działalności w naturalny sposób przekłada się na rosnący popyt na kapitał obrotowy. Jeśli firma nie posiada dostatecznych własnych środków i jednocześnie nie ma dostępu do finansowania zewnętrznego, taki rozwój łatwo może przekształcić się w scenariusz negatywny.

Mimo bardzo dobrej sytuacji makroekonomicznej, Raport Mikro identyfikuje więc obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością, wynikającego m.in. z pogarszającej się sytuacji finansowej pewnych grup przedsiębiorstw. W dodatku obszary te mogą wskazywać na pewne problemy strukturalne. Wykonane w komponencie mikro analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości, są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak i – co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe zakreślają trend dalszego, choć słabego wzrostu zagrożenia.

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

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

utrzymywanie się kluczowych czynników ryzyka w działalności przedsiębiorstw, należy uznać za mniej prawdopodobny.

Stopień zagrożenia upadłością jest także w badanej populacji nierównomiernie rozłożony w poszczególnych grupach podmiotów, choć we wszystkich nastąpił wzrost zagrożenia upadłością. Analizując sytuację w klasach wielkości można mianowicie stwierdzić, że w I p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały wzrost r/r stopnia zagrożenia. Spowodowane to było niekorzystną sytuacją w usługach. Prognozowana jest natomiast względna stabilizacja sytuacji w tej grupie w perspektywie 2019 roku. Także przedsiębiorstwa średnie w IV kw. 2018 r. wykazały wzrost stopnia zagrożenia r/r. Ocena sytuacji uzasadnia podtrzymanie ostrzeżenia, głównie z powodu sytuacji w usługach. Oczekiwane jest w okresie I-IV kw. 2019 r. niewielkie zwiększenie średniego rocznego stopnia zagrożenia. Również przedsiębiorstwa duże w IV kw. 2018 r. odnotowały wzrost stopnia zagrożenia r/r, a jego poziom (ostrzegawczy) wykazuje długookresową tendencję wzrostu. Wzrost zagrożenia spowodowany niekorzystnymi zmianami w produkcji i usługach. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do progu wysokiego stopnia zagrożenia. Oczekiwane jest także – w okresie I-IV kw. 2019 r. – zwiększenie stopnia zagrożenia.

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

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

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

- dla przedsiębiorstw małych (II p. 2018 r.):
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
  - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);
  
- dla przedsiębiorstw średnich (II p. 2018 r.):
  - produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych (22),
  - działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów (38),
  - transport lądowy oraz rurociągowy (49),
  - działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (68),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - działalność związana z zatrudnieniem (78);
  
- dla przedsiębiorstw dużych (II p. 2018 r.):
  - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
  - 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),
  - działalność detektywistyczna i ochroniarska (80),
  - działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (81).

## WPROWADZENIE

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

- *IX Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny*<sup>8</sup>,
- *IX Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent mikroekonomiczny*<sup>9</sup>.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15<sup>10</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>11</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 (44 789 podmiotów ogółem w II p. 2018 r., w tym: 28 108 małych oraz 13 304 średnich i 3 377 dużych).

---

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

<sup>9</sup> Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Mikro*.

<sup>10</sup> I szczególnie tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

<sup>11</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.



W opracowaniu przyjęto – zgodne z istotą systemów wczesnego ostrzegania – zasady ustalania tzw. punktu *cut-off*. W ramach takich systemów kluczowe jest możliwie wczesne wykorzystywanie relewantnych informacji. O doborze tego punktu decydowały więc wyłącznie właściwości/ograniczenia stosowanych narzędzi, skonfrontowane z terminarzami publikacji danych źródłowych. W przypadku *Raportu Mikro* jest to II p. 2018 r. dla pełnej zbiorowości i firm małych oraz dla przedsiębiorstw średnich i dużych<sup>12</sup>. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do IV kw. 2018 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do stycznia 2019 r. dla działów produkcji oraz do marca 2019 r. dla agregatów. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 15 maja 2019 r. (dla danych miesięcznych) i IV kw. 2018 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 są prace porządkujące, które mogą przejściowo zniekształcać niektóre wyniki. Obecnie są to więc informacje głównie o przeznaczeniu wspomagającym.

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

W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 10 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (Top 10). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak 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.

---

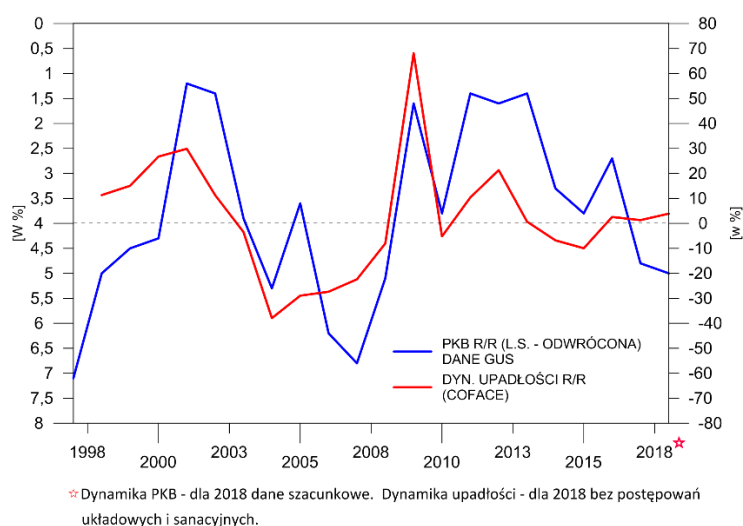
<sup>12</sup> Dane F-01 GUS w przypadku kwartałów parzystych obejmują jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie.

# 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.

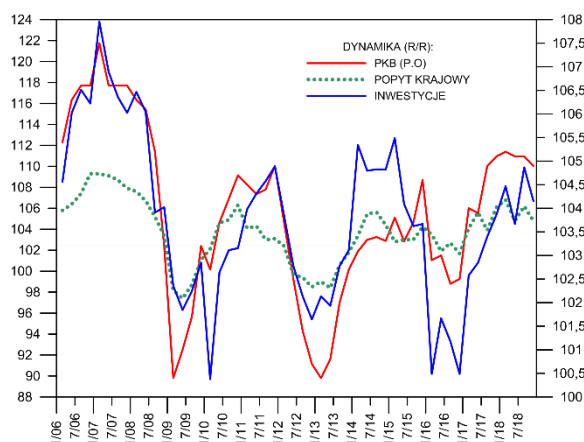
## 1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Według wstępnych szacunków GUS dynamika PKB Polski w IV kw. 2018 r. była podobna jak w poprzednim i wyniosła ok. 4,9% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – tak jak w okresie ostatnich dwudziestu kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 4,8% r/r – co jest jednak odczytem niższym niż w poprzednim kwartale). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,2% r/r, przy czym tylko nieco szybciej w sektorze gospodarstw domowych (4,3% r/r) niż w sektorze publicznym (4,0% r/r).

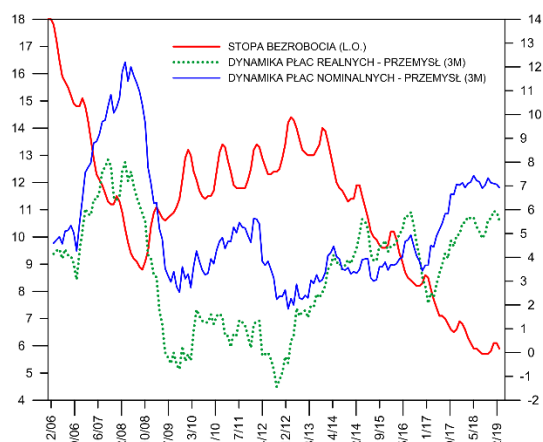
Rezultaty IV kw. 2018 r. utrwalają obraz poprawy aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły bowiem o 6,7% r/r – według wstępnych szacunków wolniej jednak niż w poprzednim kwartale (9,9% r/r). Na ostateczną ocenę poziomu aktywności inwestycyjnej trzeba jednak poczekać do czasu publikacji bardziej szczegółowych danych za cały 2018 r.; w szczególności dotyczących

aktywności sektora prywatnego, w tym krajowego. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu neutralny był wkład zapasów (0,0 p.p.).

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

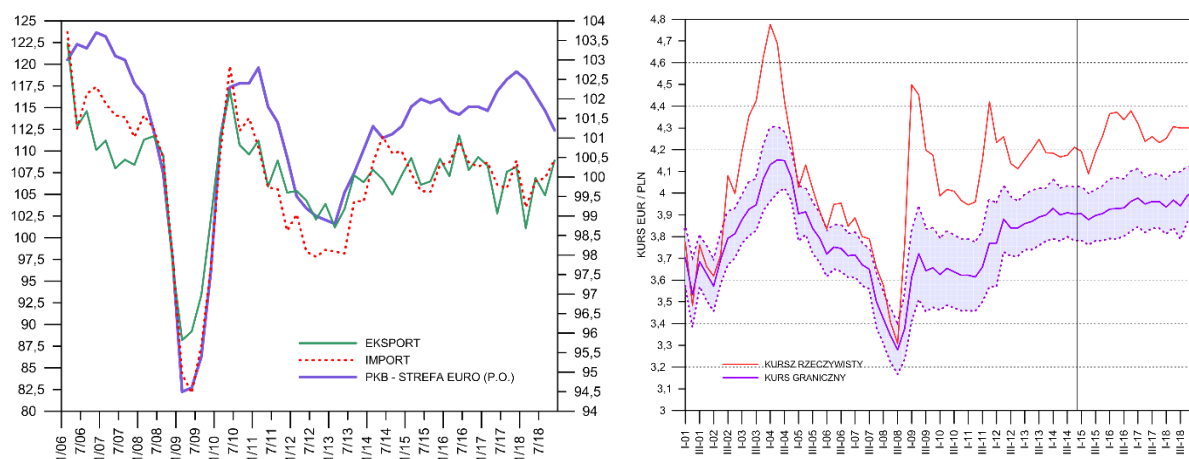


*Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

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



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS.

W IV kw. 2018 r. lekko dodatnia okazała się natomiast kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB (0,2 p.p.). W okresie tym eksport wzrósł o 8,9 % r/r, a import – o 9,0% r/r.

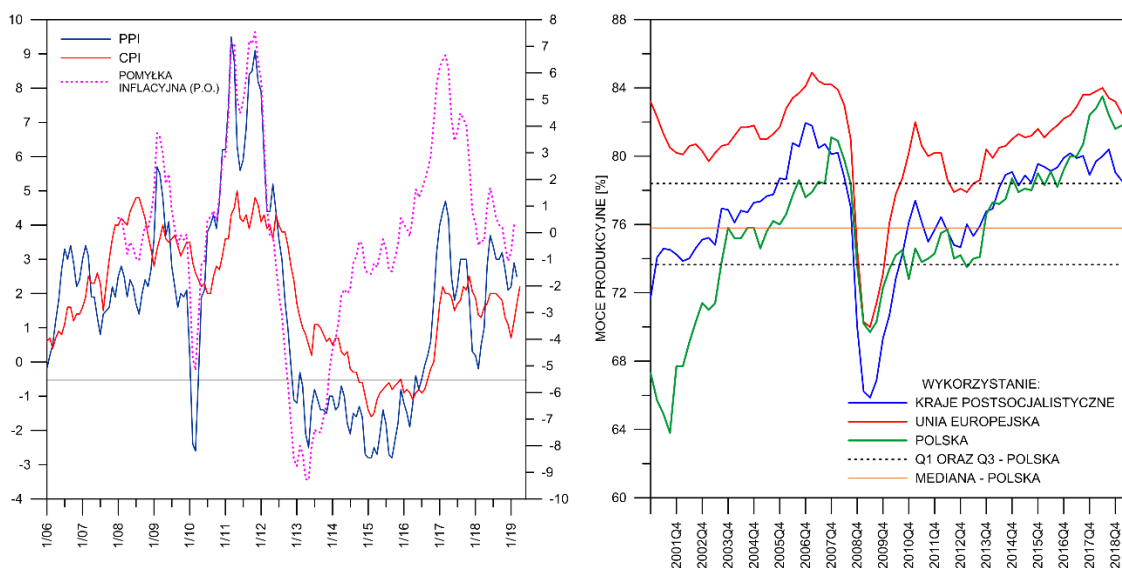
Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że solidne – i bardzo podobne – tempo wzrostu PKB utrzymało się również<sup>13</sup> w I kw. 2019 r. Od strony popytowej świadczyć o tym może m.in.: bardzo niskie bezrobocie, czy nadal dość wysoka dynamika wynagrodzeń w przemyśle. Wysoka jest też aktywność budownictwa, zazwyczaj silnie przekładająca się na ogólną kondycję gospodarek. Również silna jest dynamika sprzedaży detalicznej – choć odczyt marcowy był niski, zapewne spory wpływ miał na to kalendarz świąt w obu okresach.

Wyniki IV kw. 2018 r. oraz tegoroczne dane miesięczne pozwalają więc wciąż dość optymistycznie patrzeć na rezultaty I kw. 2019 r. Istnieje jednak kilka wskaźników, które mogą zapowiadać wejście gospodarki w fazę lekkiego wyhamowania koniunktury. Choć wciąż utrzymują się dobre nastroje konsumentów, są one w kwietniu br. niższe niż w poprzednim miesiącu. Nadal poniżej 50 p. są odczyty

<sup>13</sup> Szybki szacunek GUS PKB za I kw. 2019 r. sugeruje, że było identyczne.

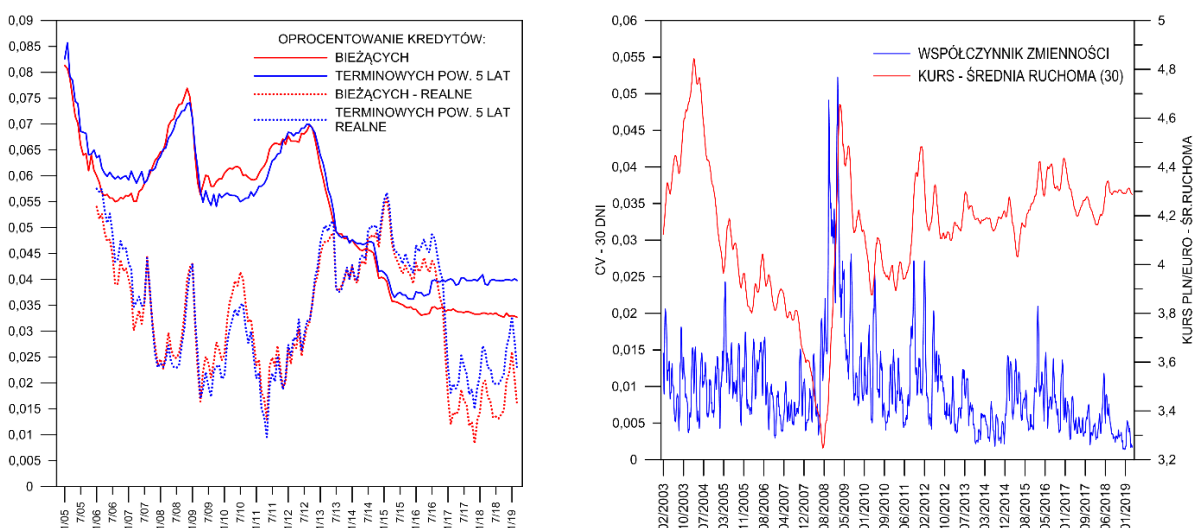
wskaźnika PMI (choć na dobrym poziomie ukształtowała się produkcja sprzedana przemysłu). Roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal jest wysoka, ustabilizowała się w I kw. br. na poziomie ok 3% r/r. Wbrew wcześniejszym wątpliwościom nie jest to jednak wynik, który już teraz może świadczyć o istotnym przybliżeniu się gospodarki do bariery zatrudnienia. Choć występujący od dłuższego czasu w niektórych branżach deficyt rąk do pracy był łagodzony – przynajmniej częściowo i dotychczas dość skutecznie – importem siły roboczej, nadal ważne jest jednak pytanie: czy i kiedy to zewnętrzne źródło ulegnie wyczerpaniu? Z drugiej strony ważna jest tu kwestia dalszej aktywizacji części rodzimego zasobu pracy; zwłaszcza tzw. ukrytego bezrobocia na wsi. to duża grupa osób, potencjalnie zdolnych do złagodzenia napięć na niektórych segmentach rynku pracy.

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



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz NBP.

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



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

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

programu będzie jednak zapewne częściowo kompensowany skutkami wprowadzenia programu tzw. Piątki Kaczyńskiego. Nie jest natomiast pewne, czy program ten zadziała podobnie jak wcześniejszy 500+; zwłaszcza na import i konsumpcję gospodarstw domowych.

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

Wydaje się, że bardziej pozytywna – niż we wcześniejszych raportach – powinna być ocena aktywności inwestycyjnej. Wprawdzie nie ułatwiają tu analiz rewizje danych GUS, ale w przypadku inwestycji są one obecnie „w górę”. Warto też pamiętać, że we współczesnych gospodarkach własność środków trwałych często zastępowana jest ich wypożyczaniem (leasing) czy współdzieleniem. Są to pozycje często nieoszacowywane w bilansach firm. Wprawdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych wciąż jest w polskiej gospodarce wysokie (Rysunek 5), ale kształtuje się widocznie poniżej niedawnych maksimów. Warto także pamiętać, że przedsiębiorstwa mają szereg pozainwestycyjnych możliwości rozwiązywania problemu braku wolnych mocy produkcyjnych: selekcję zleceń, delegowanie produkcji do innych firm (także zagranicznych), wydłużanie czasu pracy, wprowadzanie dodatkowych zmian, poprawę organizacji pracy itd.

Często, w kontekście oceny aktywności inwestycyjnej, przywołuje się argument o występowaniu luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce. Dane za 2018 r. nie wskazują, by mogła być ona zbyt duża. Warto więc tylko przypomnieć (Rysunek 9), że w dłuższym horyzoncie wzrost inwestycji w Polsce był wyraźnie wyższy niż krajach postsocjalistycznych czy całej UE. Dane za 2018 r. nie zmieniają tej relacji. Również badania EBI<sup>14</sup> nie potwierdziły istnienia tej luki w formie „ekstensywnej<sup>15</sup>” (Rysunek 10). Także ze względu na perspektywę pewnego osłabienia aktywności gospodarczej i już widocznego odwrócenia trendu wykorzystania mocy produkcyjnych problem ten, w horyzoncie prognoz RŁ, nie powinien się nasilać<sup>16</sup>.

Wydaje się także, że krajowe ryzyko makroekonomiczne nadal jest relatywnie dość niskie i nie jest czynnikiem istotniej zniechęcającym rodzimych inwestorów. W szczególności takie indykatory, jak: względnie niski (choć lekko ostatnio rosnący) poziom rentowności polskich obligacji długookresowych, niskie i stabilne w dłuższym horyzoncie stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, czy bardzo dobre bieżące wyniki budżetu są raczej pozytywnie oceniane przez przedsiębiorców (Rysunek 6, Rysunek 7). Z drugiej nie można nie zauważyć, że w ostatnim okresie niektóre indeksy ryzyka wyraźnie rosną (Rysunek 11). Nieco gorsze, choć nadal bardzo dobre, są też nastroje i oczekiwania przedsiębiorców (Rysunek 14, Rysunek 15).

Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają też wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (Rysunek 6), które ze względu na przyspieszenie inflacji wykazują dodatkowo spadek w wymiarze realnym. Poziom dostępności kredytu dla sektora MSP również można uznać za zadawalający, choć w świetle *Sytuacji na rynku kredytowym – II kw. 2019 r.* NBP w I kw. br. nastąpiło wyraźniejsze zaostrzenie

---

<sup>14</sup> Gereben A. (2017). "Poland overview. EIB Investment Survey". [EIB](#).

<sup>15</sup> Rozumianej jako stopa inwestycji, która jest niedostateczna z punktu widzenia utrzymania gospodarki na historycznej ścieżce długookresowego wzrostu.

<sup>16</sup> Nie ulega natomiast wątpliwości (por. Gereben 2017), że stopa inwestycji niezbędna dla poprawy efektywności gospodarki i długookresowego przyspieszenia wzrostu potencjału powinna być wyraźnie wyższa. Uzyskanie tych efektów jest jednak trudnym i zapewne wieloletnim zadaniem polityki gospodarczej; słusznie zresztą wysoko pozycjonowanym w SOR.

kryteriów (po raz pierwszy od 2014 r.), które będzie prawdopodobnie kontynuowane w II kw. 2019 r. Pozytywnym prognozom w tym obszarze sprzyja natomiast fakt, że w warunkach znajdującej się w dopuszczalnym paśmie wahań inflacji, można przypuszczać, iż stopy te będą stabilne także w kolejnych kwartałach.

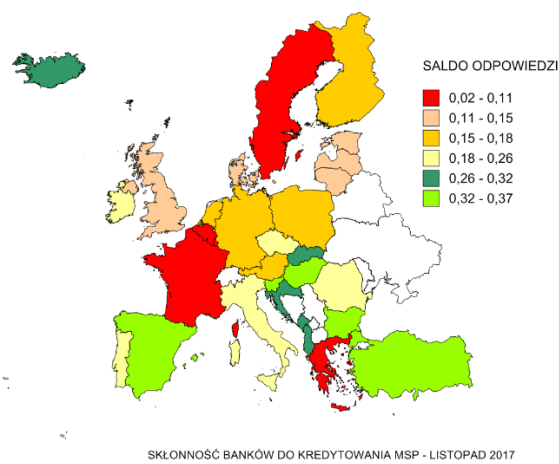
Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu czynników – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że problemem może być osłabienie wzrostu w niektórych krajach europejskich, w tym u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Wciąż niepewna, choć z symptomami pewnej poprawy, jest zwłaszcza sytuacja w Niemczech, które balansują na krawędzi tzw. recesji technicznej.

Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



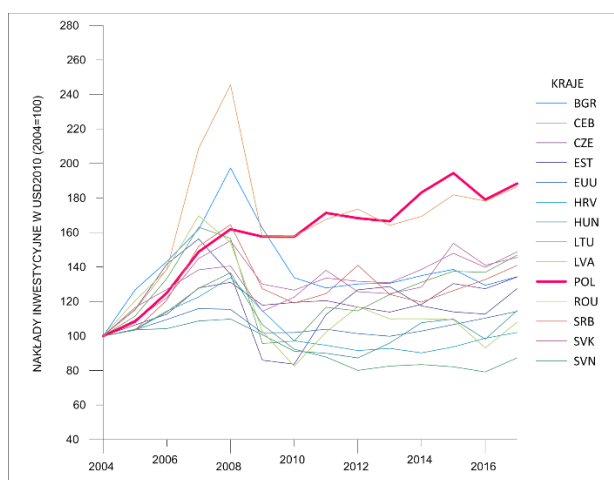
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych.

Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP



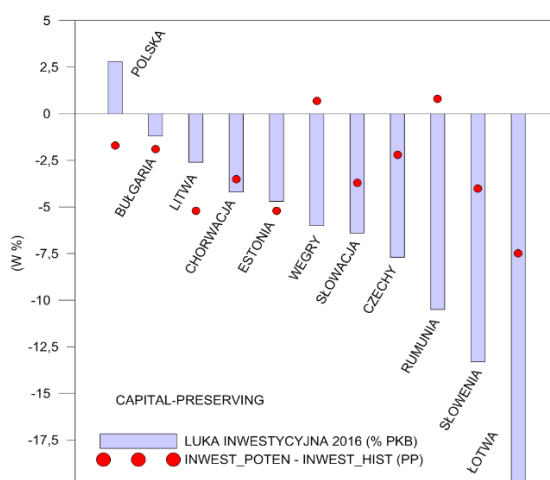
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych SAFE – ECB.

Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-17 (ceny 2010 r.)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego.

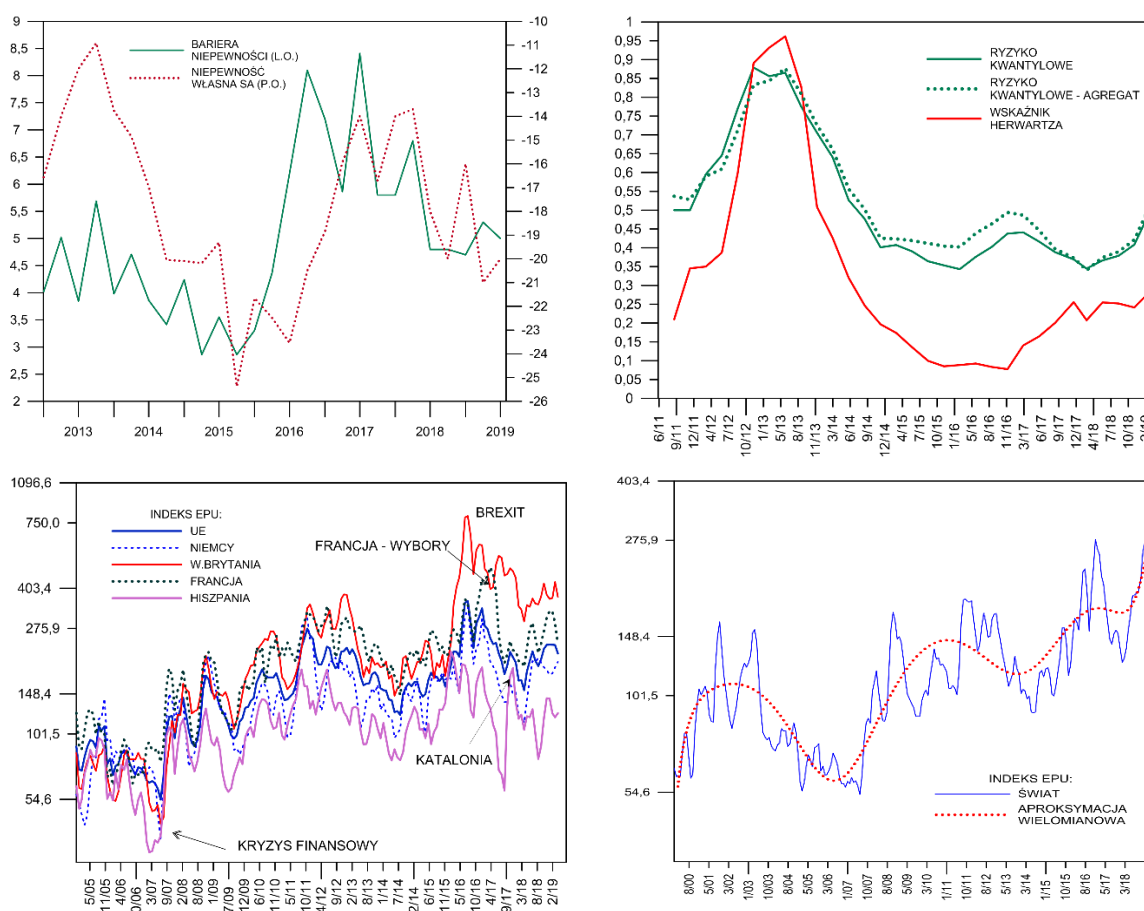
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)



Źródło: Zestawienie na podstawie danych EIB.

Powstaje oczywiście pytanie, jak równoległe będzie kształtował się polski import. Przede wszystkim stymulująco na jego dynamikę mogą oddziaływać inwestycje. Można przypuszczać, że tak będzie też działał impuls fiskalny, związany z tzw. Piątką Kaczyńskiego – część popytu gospodarstw domowych może skierować się na rynek dóbr i usług importowanych. Ze względu na słabszą koniunkturę w gospodarce światowej, w tym w Niemczech, trudniejsze może być natomiast utrzymanie wyższej dynamiki eksportu. Nie jest to jednak hipoteza pozbawiona znaków zapytania. Po pierwsze, gorsza sytuacja ekonomiczna w Niemczech może jeszcze zwiększyć tam zainteresowanie częścią polskich produktów – o dobrej przecież jakości, a niższej cenie. Takie zjawisko już obserwowaliśmy. Po drugie, paradoksalnie, także na gospodarkę niemiecką, pozytywnie może tu wpływać wojna handlowa USA-Chiny. Może mianowicie ona ułatwiać wchodzenie w powstałą tu lukę i pobudzać wzrost eksportu krajów spoza osi tego konfliktu. Reasumując, choć prawdopodobne jest, że w bliższym horyzoncie kontrybucja eksportu netto do PKB mogłaby okazać się ujemna, to realistyczny jest też scenariusz odwrotny. Ryzyko to jest też wyraźnie widoczne w modelowych prognozach eksportu Raportu Makro.

*Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP<sup>17</sup> – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna)*



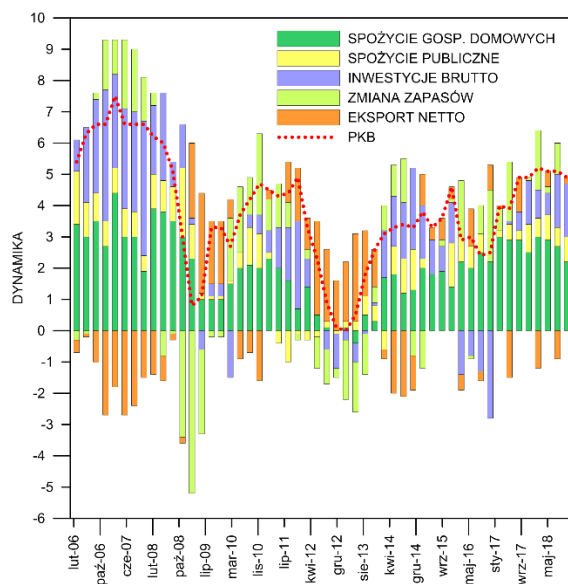
Źródło: obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo wysokiej dynamiki wzrostu, gospodarka ta wciąż znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. W warunkach dość wysokiej dynamiki płac realnych oraz niskiej stopy bezrobocia inflacja – pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, w tym

<sup>17</sup> Opis konstrukcji wskaźnika Herwartz znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

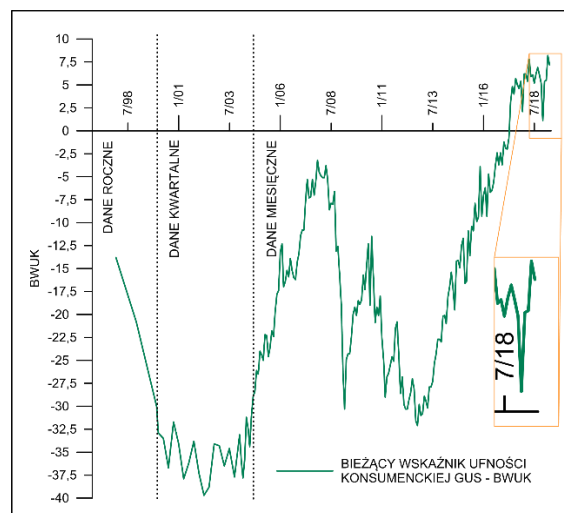
popytu krajowego - znajduje się w paśmie odchyień. Choć poziom stóp procentowych jest relatywnie niski, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych są zbliżone do dynamiki nominalnego wzrostu PKB. Nie ma tu więc symptomów powstawania tzw. baniek kredytowych.

Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS

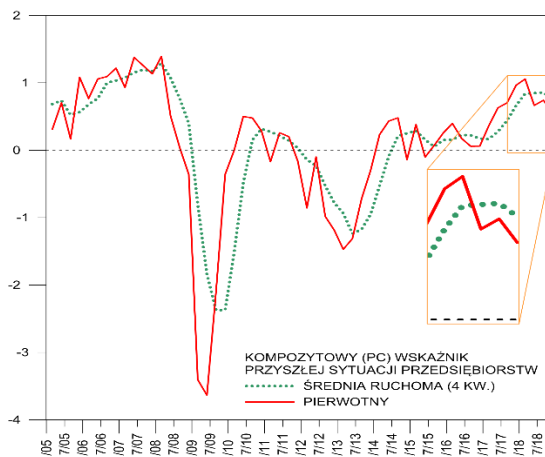


Rysunek 14 Kompozytowy indeks koniunktury GUS



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

Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP\_SM\_NBP)



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



ważne uwarunkowania sytuacji makroekonomicznej. Po pierwsze, zdecydowana większość prognoz na ten rok oscyluje wokół 4% wzrostu PKB (r/r). Po drugie, zgodnie z tymi scenariuszami osłabienie obecnego tempa wzrostu będzie gradualne. Po trzecie, żadna z prognoz nie przewiduje zejścia dynamiki wzrostu w 2020 r. poniżej 3,0%. Można to więc podsumować tak, że słabnące tempo wzrostu polskiej gospodarki nie powinno przekładać się *per se* na wzrost zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w horyzoncie do 2020 r.

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

Po pierwsze, wysoka dynamika PKB zazwyczaj sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Pokazują to zarówno dane krajowe (Rysunek 1), jak i międzynarodowe (Rysunek 43). W Polsce w latach 2016-18 raczej nie obserwowano jednak tej zależności. Powstaje więc pytanie o przyczyny.

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

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

1/ Mediana

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

Wydaje się, że obecnie wciąż ważne są tu cztery czynniki. Po pierwsze, zmiany w prawie upadłościowym, w tym wprowadzenie procedur sanacyjnych i uelastycznienie pozostałych rozwiązań. Zwiększa to zainteresowanie zarówno wierzycieli, jak i dłużników tego typu postępowaniami. Trzeba jednak podkreślić, że oddziaływanie tego czynnika będzie słabło. Po drugie, mimo generalnie ujemnej zależności koniunktury i stopy upadłości warto wciąż pamiętać, że długi okres dynamicznego wzrostu może prowadzić do nadmiernego optymizmu podmiotów gospodarczych, w tym przedsiębiorstw niefinansowych. W Polsce aktualnie nie przejawia się on jednak w częstym, w takiej sytuacji, zjawisku boomu inwestycyjnego. Można jednak przypuszczać, że dobra sytuacja gospodarcza jest w stanie „usypiać czujność” przedsiębiorstw i prowadzić np. do zbyt niskich nakładów na przedsięwzięcia innowacyjno-rozwojowe, racjonalizację kosztów i inne działania zabezpieczające, niezbędne w sytuacji pojawienia się w przyszłości negatywnych szoków gospodarczych. Widać to do pewnego stopnia w danych dotyczących efektywności sektora przedsiębiorstw – jego kondycję w bardzo dobrym otoczeniu makroekonomicznym można oceniać jako przeciętną, a np. rentowność wyraźnie i długookresowo niższą niż w wielu krajach rozwiniętych o niższym tempie wzrostu. Po trzecie, kolejnym paradoksalnym skutkiem dłuższego okresu wzrostu gospodarczego, zwiększającym zagrożenie upadłością, nadal jest sytuacja na rynku pracy. Jeśli prowadzi ona do sekularnego wzrostu płac, to po pewnym czasie – o ile przedsiębiorstwo nie poradzi sobie z poprawą wydajności – następuje wzrost kosztów wytwarzania, spadek marż i pogarszanie się innych elementów sytuacji finansowej tych

podmiotów. Zazwyczaj taki mechanizm nie działa bardzo szybko, ale w perspektywie kilku lat wzrost płac bez stosownego wzrostu wydajności pracy będzie nieuchronnie zwiększał takie ryzyko. Potęguje je to, że ze względu na sytuację globalną musimy także liczyć się z innymi źródłami presji kosztowej – głównie wzrostem cen nośników energii (np. silny wzrost cen ropy naftowej obserwujemy od końca 2018 r.). W efekcie, w polskich przedsiębiorstwach od pewnego czasu obserwujemy wyższą dynamikę kosztów niż przychodów. W grupie firm mniej konkurencyjnych może nie być już miejsca na dalszy spadek marż. Podobnie w przemysłach nisko marżowych/energochłonnych. Dynamika płac realnych w sektorze przedsiębiorstw nie przekracza jednak 7% r/r. Nadal otwartym problemem mogą być jednak skutki szerszego otwarcia rynku pracy w Niemczech. Wprawdzie nie spowoduje to zapewne szybkiego odpływu imigrantów, zwłaszcza Ukraińców, z Polski – rozwiązania niemieckie nakładają np. wymagania dotyczące znajomości języka – ale w dłuższym okresie proces ten może przyspieszyć. W dodatku te wymogi mogą spowodować, że w pierwszej kolejności wyjeżdżać będą osoby najlepiej wykształcone, niejednokrotnie już w okresie pobytu w Polsce. Ostatnim elementem wydaje się być tu kwestia niskiej siły kapitałowej wielu polskich firm. Przedsiębiorstwa takie niejednokrotnie łatwo stają się ofiarą własnego sukcesu – gdy nie mają środków obrotowych czy inwestycyjnych, niezbędnych do finansowania rosnącej skali działalności.

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

### 1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

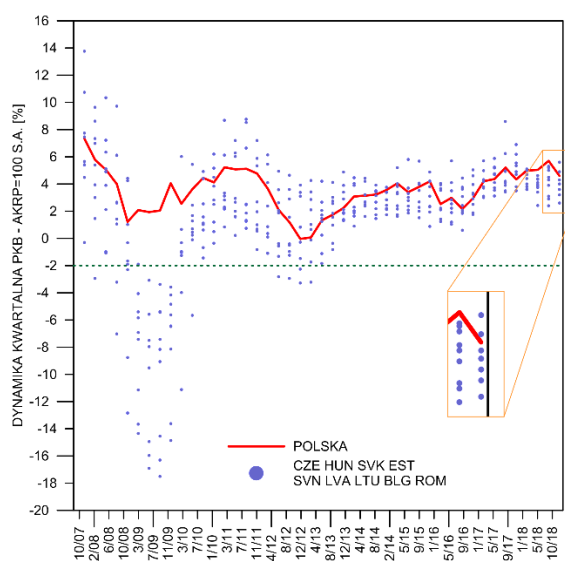
Dostępne dane i prognozy potwierdziły dobre oceny stanu gospodarki światowej w 2018 r. i pozytywne, choć z możliwością pewnego osłabienia, perspektywy na 2019 r. Można przewidywać, że przez najbliższy okres jej dynamika będzie zbliżona do 3,3 r/r. OECD większość prognoz na lata 2019-20 korygowało jednak nieco w dół. Wysoką dynamikę osiągną także kraje rozwijające się (tab. 2). Pozytywne są również oceny stanu gospodarki amerykańskiej. Nadal względnie dobra, choć lekko słabnąca, jest kondycja strefy euro. Część danych sugeruje jednak możliwość wyraźniejszego pogorszenia sytuacji (por. Rysunek 18, Rysunek 19). W szczególności może ono dotyczyć tak ważnej dla koniunktury w Polsce gospodarki Niemiec – m.in. odczyty indeksów PMI nie są pozytywne.

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

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

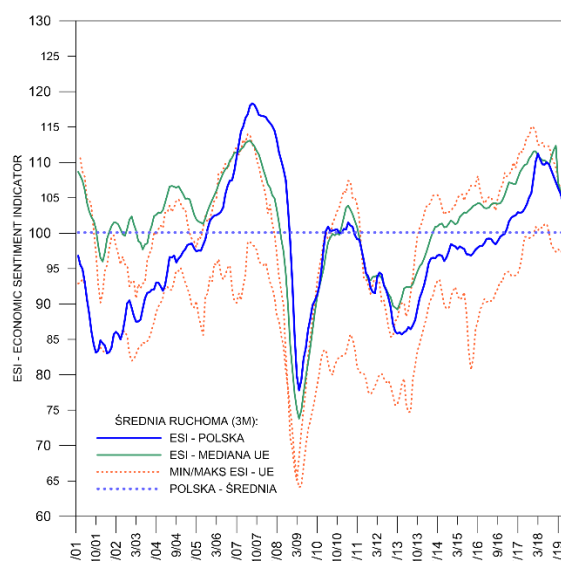
Źródło: zestawienie na podstawie: OECD Interim Outlook Forecasts March 2019/September 2018.

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



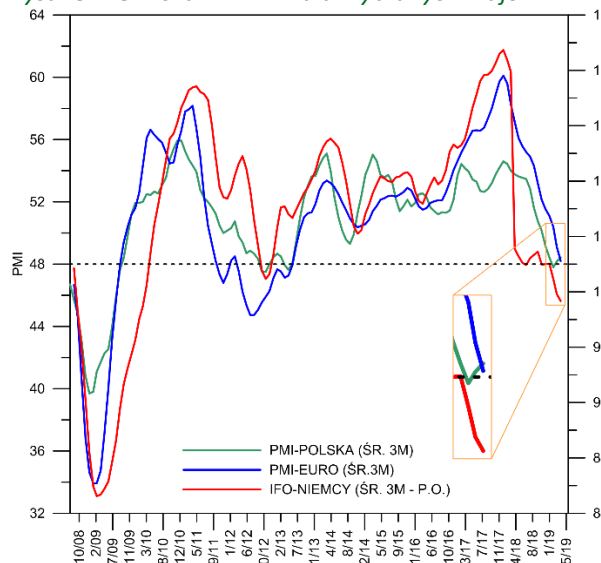
Źródło: zestawienie na podstawie danych IMF.

Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI



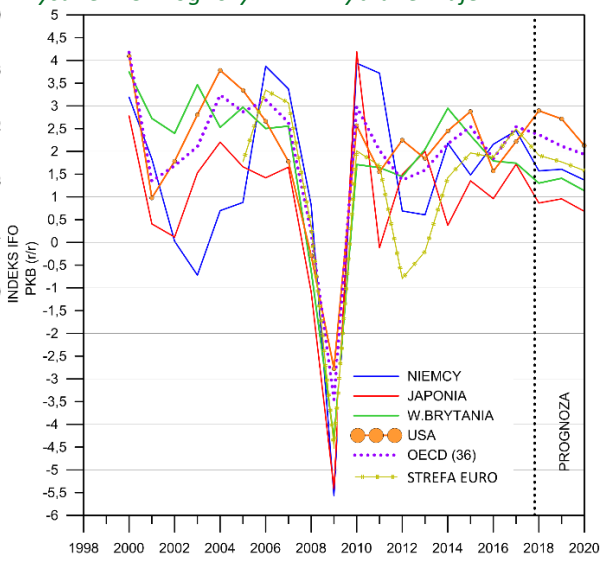
Źródło: zestawienie na podstawie danych Eurostatu

Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



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

Rysunek 19 Prognozy PKB – wybrane kraje



Od pewnego czasu utrzymuje się kilka stałych przyczyn, dla których w nadchodzących latach rozwój części krajów może zostać spowolniony. Po pierwsze, wciąż niestabilny jest klimat polityczny w niektórych obszarach świata. Niepokoić może m.in. sytuacja Iranu i Wenezueli. Po drugie, trudno obecnie przewidzieć, na ile poważne będą konsekwencje problemów w relacjach gospodarczych i politycznych pomiędzy USA i Chinami. Aktualnie obserwujemy zaostrzenie tzw. wojny celnej pomiędzy tymi krajami. W szczególności, kraje te ostatnio wprowadziły nowe cła o dość znacznej wartości. Jak już wspomniano może to jednak stymulować wymianę handlową krajów trzecich, w tym Polski. Po trzecie, problem Brexitu nie został rozwiązany, a tylko przesunięty w czasie. Wciąż więc nie ma konkretnych decyzji o potencjalnie istotnych skutkach ekonomicznych. Rośnie więc groźba tzw. twardego wariantu tej operacji pod koniec tego roku. Po czwarte, część wiodących banków centralnych, w tym FED, wyraźniej odchodzi od luźnej polityki pieniężnej. Może to powodować

m.in. spadki cen niektórych aktywów, w tym akcji przedsiębiorstw, pogarszając także globalny klimat inwestycyjny. Jest to jednak ryzyko ograniczone gdyż te banki centralne uważnie analizują ewentualne uboczne skutki swoich działań.

Na tle UE i europejskich krajów postsocjalistycznych, polska gospodarka rozwija się nadal bardzo dynamicznie i jest liderem. Warto jednak podkreślić, że w IV kw. 2018 r. kolejny raz zaobserwowano lekki spadek dynamiki wzrostu PKB w niektórych krajach tej grupy państw.

#### 1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI

Ocena pozycji cyklicznej polskiej gospodarki jest prowadzona na podstawie analizy i interpretacji zarówno cyklu odchyień<sup>18</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>19</sup> (indeks miesięczny, o stałej podstawie: 2010=100, z wahaniami sezonowymi oraz oczyszczony z wahań sezonowych) oraz indeks PKB<sup>20</sup> i jego składowe (indeks kwartalny, z wahaniami sezonowymi, o stałej podstawie: 2010=100)<sup>21</sup>. Opis metodologii prowadzącej do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień zawiera *Raport metodologiczny zespołu makroekonomicznego*<sup>22</sup> projektu ISR.

W pierwszym etapie analizy wahań cyklicznych rozważono indeks produkcji przemysłowej (górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, elektryczność, gaz, para wodna i gorąca woda) w ujęciu miesięcznym<sup>23</sup>. Wyniki tej analizy sugerują (Rysunek 20 – górny panel) występowanie trzech kolejnych (istotnych ze statystycznego punktu widzenia) długości cyklu dla indeksu produkcji przemysłowej: cyklu o estymowanej długości ok. 2 lata, cyklu o estymowanej długości ok. 3,5 roku oraz cyklu o estymowanej długości ok. 6-7 lat. Cykl o estymowanej długości ok. 13-14 lat obarczony jest dużą niepewnością estymacji. Estymowane wielkości dwukrotności amplitudy dla zidentyfikowanych cykli o długościach ok. 2; 3,5 oraz 6-7 lat wynoszą odpowiednio: ok. 3%, ok. 6-7% oraz ok. 6-7%.

Wyodrębniony cykl odchyień dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 20 (dolny panel). Zaznaczono na nim również okresy pogarszania koniunktury<sup>24</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 odchyień, biorąc pod uwagę zidentyfikowane punkty zwrotne dla wszystkich rozważanych parametrów wygładzania.

---

<sup>18</sup> Cykl odchyień to współcześnie znany cykl wzrostowy (czyli odchyień od długookresowej tendencji rozwojowej).

<sup>19</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

<sup>20</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

<sup>21</sup> Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

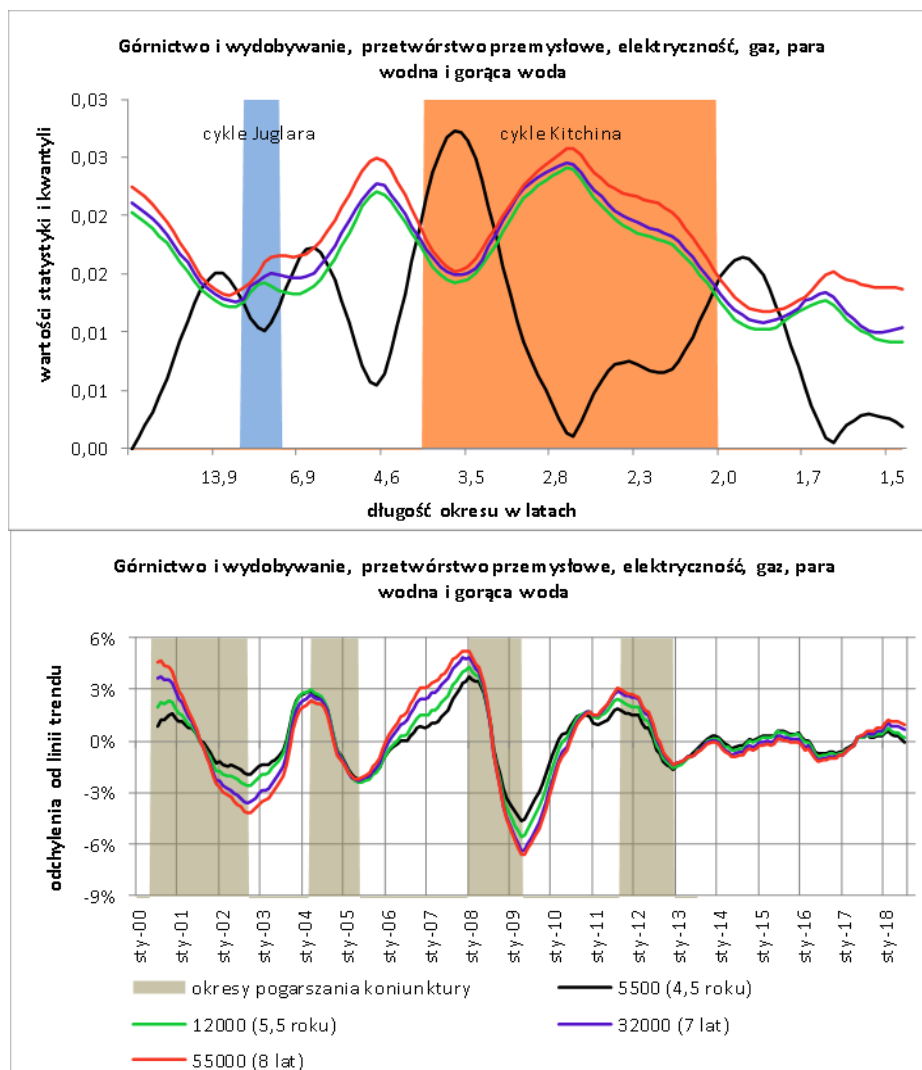
<sup>22</sup> Patrz również: Lenart Ł., Pipień M. (2013), *Almost Periodically Correlated Time Series in Business Fluctuations Analysis*, Acta Physica Polonica A. – vol. 123, no. 3 (2013), s. 567-583.

<sup>23</sup> Dane nieoczyszczone z wahań sezonowych.

<sup>24</sup> W niniejszym opracowaniu okres pogorszenia koniunktury jest rozumiany jako okres od górnego punktu zwrotnego do dolnego punktu zwrotnego cyklu odchyień (wyznaczonego tu metodą Hodricka i Prescottta), zaś okres od dolnego do górnego punktu zwrotnego jest okresem poprawy koniunktury. Okres poprawy koniunktury (wyznaczony na podstawie danej zmiennej) będziemy nazywać również (w nawiązaniu do terminologii występujących przy podziale faz cyklu klasycznego – poziomów) okresem ekspansji, zaś sytuację gwałtownego pogorszenia koniunktury – okresem recesji.

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 20 Cykl odchyłeń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do lipca 2018 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartości statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel)



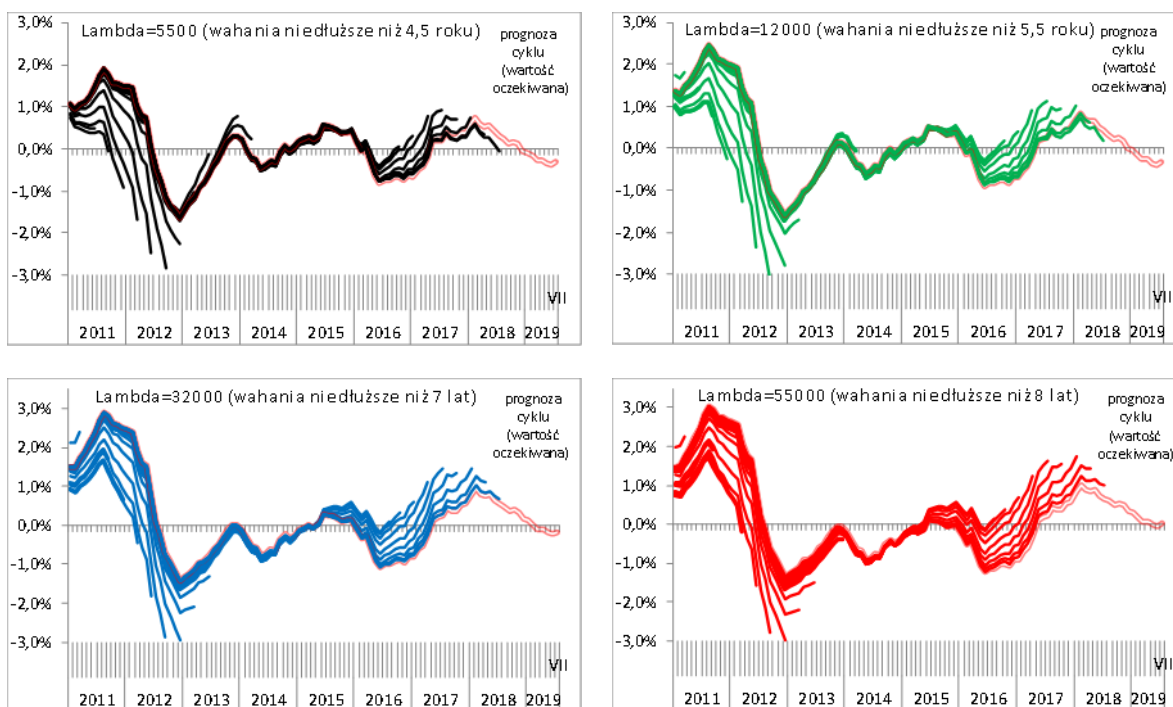
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 21 przedstawia wartości cykli odchyłeń od stycznia 2011 r., otrzymane w bieżącym i poprzednich raportach (oraz w raportach przygotowanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”) wraz z prognozą punktową cyklu (linia podwójna) wyznaczoną do lipca 2019 r. Nowo napływające obserwacje o produkcji przemysłowej (od listopada 2018 r. do stycznia 2019 r.) nie zmieniły znacząco położenia ścieżek wartości oczekiwanych cykli odchyłeń w odniesieniu do położenia tych ścieżek w poprzednim raporcie i obejmującym dane o produkcji przemysłowej do października 2018 r. Dla najniższych wartości parametru wygładzającego  $\lambda$  (tj. w przypadku, w którym uwzględnione są wahania cykliczne do ok. 4,5 oraz do ok. 5,5 roku) prognoza punktową cyklu odchyłeń (wartość

oczekiwana) wskazuje na ciągłe pogarszanie się koniunktury do końca okresu prognozy, tj. do lipca 2019 r. (wartości cyklu odchyień opadają do wartości poniżej zera). Z kolei dla wyższych wartości parametru wygładzającego  $\lambda$  (tj. w przypadku, w którym uwzględnione są wahania cykliczne do ok. 7 oraz 8 lat) prognoza punktowa cyklu odchyień (wartość oczekiwana) wskazuje na tendencję do spadku, jednak wartości ujemne cyklu odchyień przyjmowane są dopiero na końcu horyzontu prognozy.

Rysunek 22 przedstawia bieżące zegary wahań cyklicznych dla indeksu produkcji ogółem. Punkty zegara nie wykazują tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed rokiem 2014). W wariacie klasycznym ostatnie znajdują się w drugiej lub trzeciej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na przejście z okresu ekspansji do okresu spowolnienia. Punkty zegarów w wariacie 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 odchyień w ostatnich 4-5 latach, a przez to niższy udział tych wahań w tendencji rozwojowej. Zegary cyklu dla produkcji przemysłowej w wariacie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej (dla wszystkich parametrów wygładzania). Wskazuje to na systematyczny wzrost wielkości indeksu o stałej podstawie dla produkcji przemysłowej (z pominięciem wahań sezonowych) w rozważanym okresie.

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



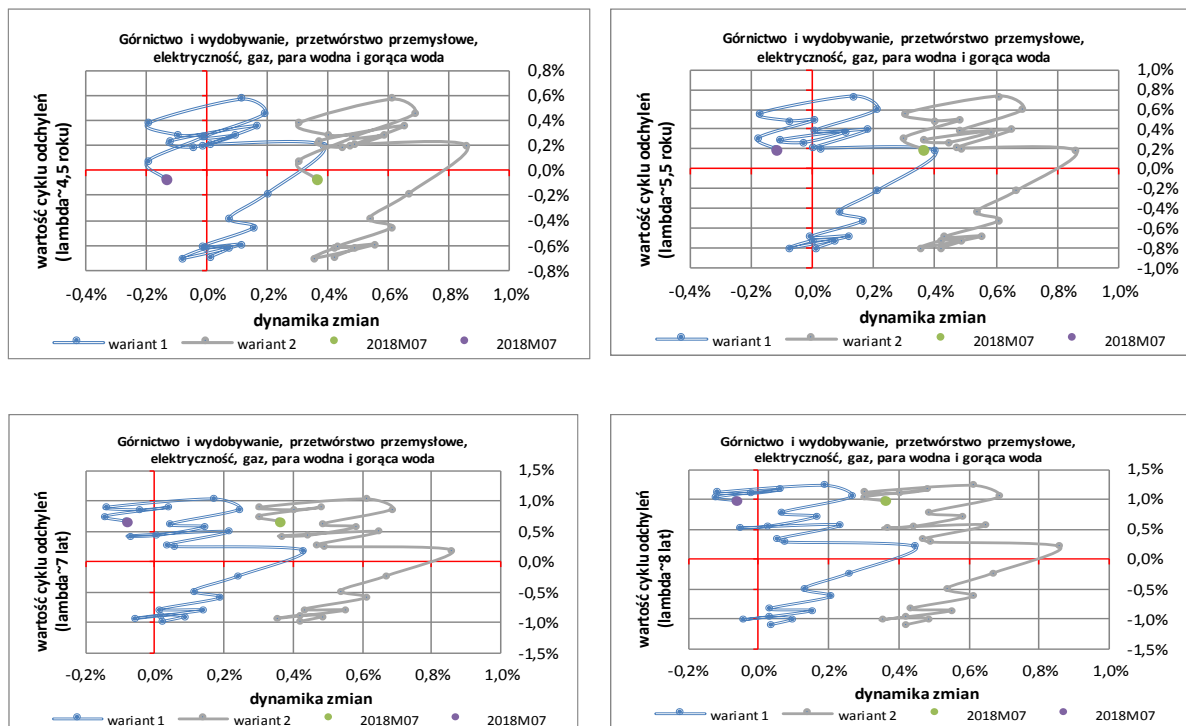
Źródło: *Raport Makro*.

W kolejnym kroku analizie poddano miesięczne wartości indeksu o stałej podstawie produkcji ogółem (2010=100), oczyszczonego z wahań sezonowych<sup>25</sup>. Analiza ta ma na celu próbę poszerzonego scharakteryzowania aktualnej pozycji cyklicznej w produkcji ogółem, poprzez uwzględnienie w cyklu odchyień dodatkowych obserwacji (do stycznia 2019 r.). Wyodrębniony cykl odchyień przedstawiono graficznie (por. Rysunek 23).

<sup>25</sup> Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

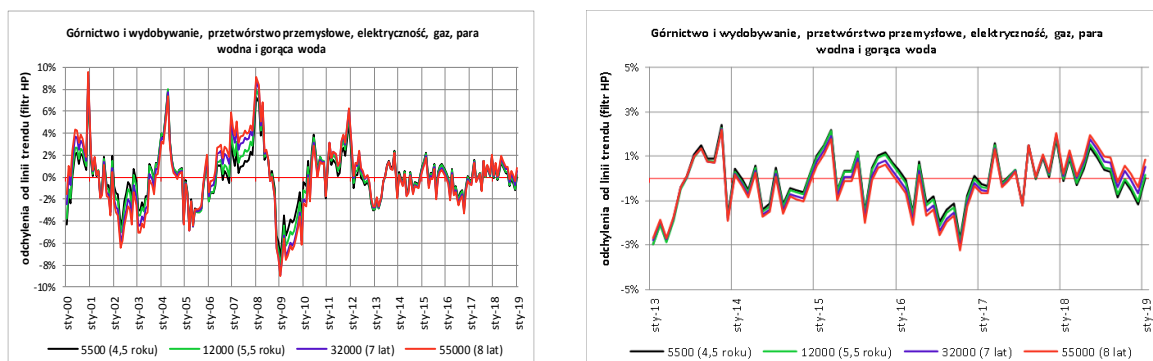
Analiza dynamiki cyklu odchyień wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych (por. Rysunek 23) pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich 4 lat (do stycznia 2019 r.) jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do ogólnej tendencji rozwojowej (wyznaczonej tu metodą filtracji HP), bez wyraźnych odstępstw (rozumianych jako wahania koniunkturalne) od tej tendencji, jakie miały miejsce w latach 2000-2012. Od drugiego kwartału 2018 r. widoczna jest tendencja do spadku wartości cyklu odchyień dla wszystkich parametrów wygładzających metody HP. Wskazuje to na prawdopodobne przejście przez górny punkt zwrotny cyklu w okolicy początku 2018 r. i wejście w okres pogarszania koniunktury.

Rysunek 22 Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 23 Cykl odchyień w okresie: styczeń 2000 r. – październik 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – styczeń 2019 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.





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

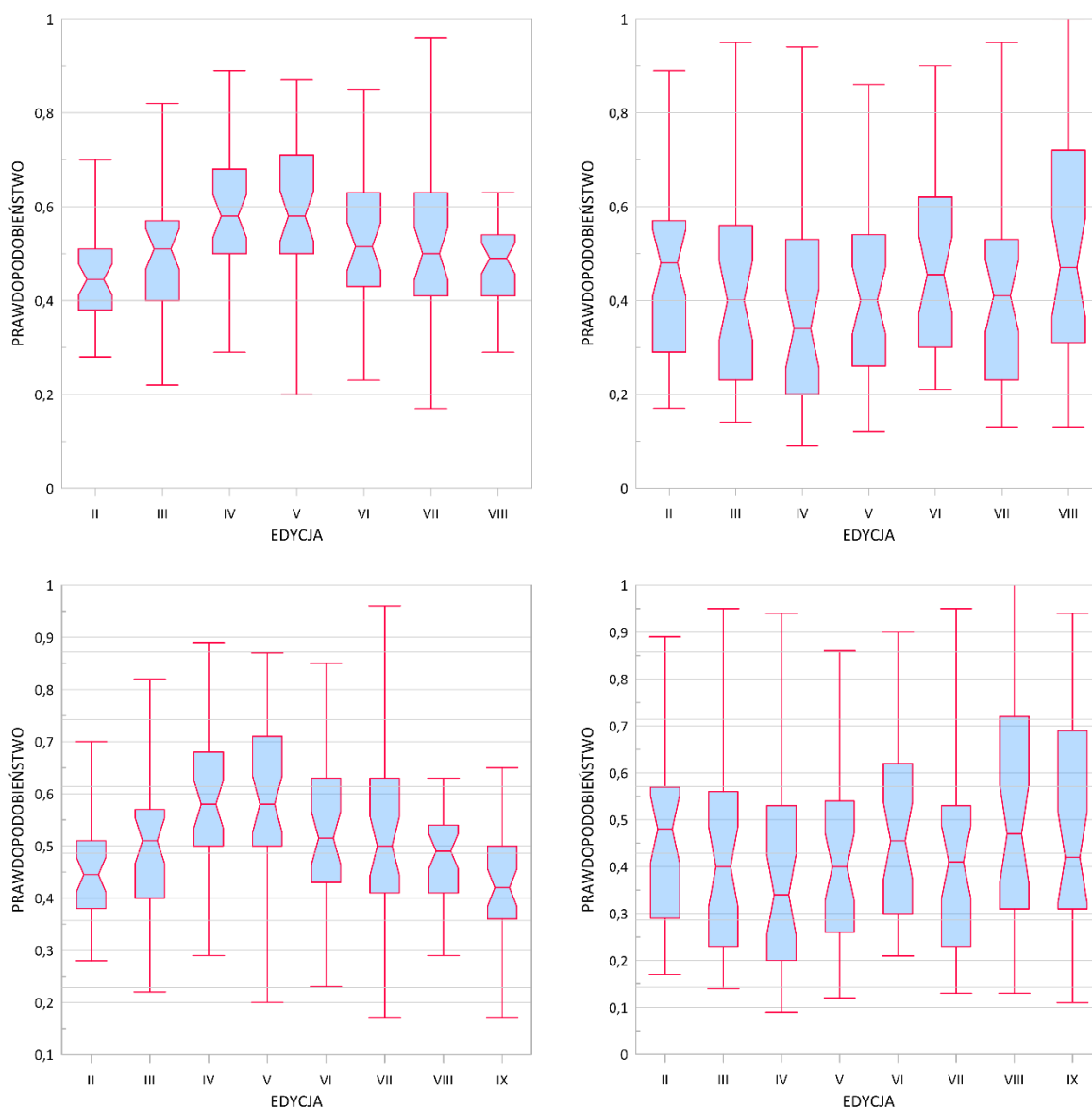
Ten sposób wizualizacji bardzo ułatwia syntetyczną ocenę stanu koniunktury w poszczególnych kwartałach. Przykładowo, wiersz „bardzo jasny” sygnalizuje kwartał, w którym w większości działów koniunktura jest dobra. W bieżącym okresie 23 działy produkcji znajduje się w recesji, to jest o osiem działów więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie. Okres ekspansji należy przypisać 8 działom produkcji, co oznacza pogorszenie koniunktury w porównaniu z poprzednią edycją raportu, gdzie informowano o 12 działach w fazie ekspansji. W fazie odbudowy lub wyhamowania znajdują się pozostałe działy produkcji.

Dodatkowo, dla każdego wiersza, łatwo można zliczyć liczby komórek o poszczególnych kolorach, co daje prostą zagregowaną miarę koniunktury w danym momencie czasu. Ta forma prezentacji umożliwia także śledzenie pewnych cech „topologicznych” cyklu koniunkturalnego. Duża, ciemna i spójna „plama” sugeruje, że w określonej grupie działów słabsza koniunktura utrzymywała się przez okres kilku kwartałów. Analogicznie można interpretować obszary „jasnych plam”. Dla poszczególnych obszarów również można zliczać liczby plam o określonych kolorach, co daje syntetyczną statystykę stanu koniunktury w danej grupie działów/sekcji w czasie.

Interpretując w niniejszy sposób powyższy wykres można zauważyć, że układ kolorów w jego górnej (początek obecnego stulecia) oraz dolnej części (okres ostatnich kilku lat) różni się. Po pierwsze, na dole rysunku mniej jest dużych obszarów o jednolitym kolorze. Po drugie, dominują „odcienie” jaśniejsze. Oznacza to, że obecny okres charakteryzuje lepszy stan koniunktury na poziomie sektorowym, a sytuacja w poszczególnych sektorach jest bardziej zdywersyfikowana. Powstaje zatem pytanie o przyczyny tej zmiany rozkładu sektorowego stanu koniunktury. Po trzecie, dolne wiersze mają charakter bardziej nieregularnej mozaiki o zróżnicowanych odcieniach. Świadczy to o możliwej desynchronizacji sytuacji ekonomicznej branż. Gdyby taka hipoteza potwierdziła się w kolejnych odczytach, miałyby bardzo istotne konsekwencje dla polityki gospodarczej. Z jednej strony mogłyby wskazywać na możliwość „dywersyfikacji” źródeł wzrostu produkcji tego sektora, co zwiększałoby odporność agregatu na potencjalne szoki. Z drugiej, wskazywałyby na celowość uzupełniania analiz na poziomie zagregowanym badaniami mezo-ekonomicznymi (branżowymi). Stabilny wzrost produkcji sektora nie musiałby bowiem świadczyć o braku poważnych problemów poszczególnych branż.

Analiza rozkładów prawdopodobieństw ujemnej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu (por. Rysunek 25) wskazuje na wzrost mediany i jednocześnie największy historycznie odstęp kwartyłowy przy wyraźnym przesunięciu w prawo tego rozkładu dla ostatniej edycji Raportu Makro. Jednocześnie relatywnie niska jest mediana rozkładu prawdopodobieństwa, przy dodatkowo małym rozrzucie, niższej dynamiki produkcji w drugim okresie. Obie te obserwacje mogą sugerować, że to w pierwszym półroczu prognozy nastąpi spadek dynamiki produkcji sprzedanej, ale to zjawisko nie nasili się w drugim okresie prognozy.

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



Źródło: Raporty Makro.

Analizy oparte na danych ankietowych pokazują, że od stycznia do marca 2019 r. ogólny klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym kształtują się w dalszym ciągu na dodatnim poziomie, jednak z tendencją do przyjmowania coraz niższych wartości. Wskazuje to na utrzymującą się przewagę odsetka przedsiębiorstw w przetwórstwie przemysłowym wskazujących na poprawę koniunktury, w odniesieniu do odsetka przedsiębiorstw wskazujących na pogorszenie ich sytuacji. W budownictwie wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w dalszym ciągu dodatni, z tendencją do wyhamowania wzrostu jego wartości. W handlu i naprawach pojazdów samochodowych, w transporcie i gospodarce magazynowej, w obsłudze rynku nieruchomości w lutym i marcu br. zarysowała się tendencja do spadku wartości wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury. Wskazuje to na mniej optymistyczną ocenę przedsiębiorców niż ta wynikająca z danych z ubiegłego raportu (uwzględniającego dane o wskaźnikach ogólnego klimatu koniunktury do grudnia 2018 r.).

W ramach badania pozycji cyklicznej kategorii makroekonomicznych analizie poddano także indeks PKB wraz z jego składowymi<sup>26</sup> (o stałej podstawie, 2010=100) niewyrównany sezonowo. Jej wyniki wskazują że:

- W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara (za II kwartał 2018 r.) w wariancie klasycznym kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych (dla wszystkich przyjętych wartości parametrów wygładzających), oddalając się jednocześnie od początku układu. Wskazuje to na dalszą poprawę koniunktury. Jednak odchylenie cyklu od ogólnej tendencji rozwojowej jest niewielkie, a niskie odchylenie cyklu jest dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki.
- Cykl odchyień produktu krajowego brutto wskazuje w dalszym ciągu (w odniesieniu do wyników prezentowanych w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”) na wyraźne występowanie w polskiej gospodarce cykli krótkich (tzw. cykli Kitchina), czyli cykli koniunkturalnych o długości około 3-4 lat.
- W ostatnich trzech latach wzrost PKB można scharakteryzować jako stabilny w czasie (zegary cyklu koniunkturalnego dla PKB w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej układu współrzędnych). Na podstawie położenia punktów zegara dla PKB w wariancie 2, średni kwartalny (z kwartału na kwartał) wzrost PKB w ostatnich trzech latach do drugiego kwartału 2018 r. włącznie – jest szacowany na ok. 1,1%.
- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy (dla niskich wartości parametrów wygładzających) zbliżenie się punktów zegara do początku układu współrzędnych, co utrudnia określenia fazy cyklu odchyień (o długości ok. 3-5 lat) dla spożycia prywatnego. W przypadku cykli uwzględniających wahania do 7 lub 8 lat zegary tych cykli wskazują na ekspansji w przypadku spożycia prywatnego. Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchyień tej składowej.
- W przypadku nakładów brutto na środki trwałe oraz akumulacji brutto ostatnie punkty zegara (II kwartał 2018 r.) kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych. Wskazuje to na dalszą poprawę koniunktury do II kwartału 2018 r. z oznakami wyhamowania tej tendencji.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 4-5 latach obserwujemy w dalszym ciągu bardzo niską amplitudę wahań cyklu odchyień. Zegary cyklu w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej, co wskazuje na wzrost (z kwartału na kwartał) indeksu o stałej podstawie dla eksportu oraz importu towarów i usług. Położenie ostatnich punktów zegara w wariancie klasycznym wskazuje na dalsze pogorszenie koniunktury w eksporcie oraz imporcie towarów i usług.

Przeanalizowano także indeks PKB o stałej podstawie 2010=100 wyrównany sezonowo. W tym przypadku przedstawiono wartości wyodrębnionych cykli odchyień analizowanych zmiennych (PKB i jego składowych) do IV kwartału 2018 r., poprzez bezpośrednie użycie metody HP po wcześniejszym zlogarytmowaniu zmiennych. Cykle te charakteryzują się jednak większą zmiennością w porównaniu z cyklami omówionymi powyżej ze względu na większy udział wahań przypadkowych. Dlatego zegary cyklu w tym przypadku nie są czytelne, przez co nie zostały przedstawione. Wyniki dla PKB (wyrównanego sezonowo) wskazują na wyhamowanie tendencji do poprawy koniunktury w IV kwartale 2018 r. (spadek wartości cyklu odchyień w IV kwartale 2018 r.) i prawdopodobne przejście przez górny punkt zwrotny cyklu odchyień w II-III kwartale 2018 r. Wnioski te należy jednak traktować z ostrożnością ze względu na wspomniany duży udział wahań przypadkowych w wyodrębnionych cyklach.

Podsumowując, powyższa analiza wahań cyklicznych produktu krajowego brutto oraz jego głównych składowych pozwala na scharakteryzowanie pozycji cyklicznej w polskiej gospodarce (na koniec

---

<sup>26</sup> Por. *Raport Makro – Dodatek*.

IV kwartału 2018 r.), 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 XI 2018 do X 2019). Podano także maksymalną i minimalną wartość tego prawdopodobieństwa. Powyższe prawdopodobieństwa umożliwiają klasyfikację działów na te, które będą się z dużym prawdopodobieństwem dynamicznie rozwijać; na te, które pozostaną na dotychczasowym poziomie rozwoju oraz na te, które będą się kurczyć.

Perspektywy rozwojowe w produkcji przemysłowej pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze perspektywy rozwojowe nadal ma dział „Produkcja urządzeń elektrycznych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe i wynosi co najwyżej 0,11. W poprzedniej edycji raportu ten dział też miał najlepsze perspektywy z prawdopodobieństwem spadku produkcji nie większym niż 0,13 w całym horyzoncie prognozy. Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, są nadal sekcje: „Dobra związane z energią poza sekcją D i E” oraz „Produkcja wyrobów farmaceutycznych oraz leków”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie, na co wskazywano też w dwóch poprzednich edycjach raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na silne wyhamowanie koniunktury. Poważnie zagrożona wydaje się też sekcja „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego”, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,84 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 nadal przypisać „Sprzedaży detalicznej paliw w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może wynosić 0,64 (w poprzedniej edycji raportu 0,8). Najlepsze perspektywy rozwojowe, odbiegające od pozostałych działów należy natomiast przypisać „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw” oraz „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku w wielkości handlu nie przekracza wartości 0,18. Jest to efekt trwały, bo też informował o tym poprzedni raport. Opisane powyżej tendencje rozwojowe 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 dobre tendencje rozwojowe mogą być obserwowane jedynie w pierwszym półroczu 2019 r. Sytuacja w działach jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza wartości 0,56 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,36 w poprzedniej edycji raportu). W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem może charakteryzować się wyhamowaniem rozwoju od drugiej połowy 2019 r.

Wyniki zawarte w tabeli 1.6 Raportu Makro 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. Nowe dane modyfikują te wnioski wskazując na pogorszenie się sytuacji w budownictwie.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na przeważające szanse dodatniego tempa wzrostu okresie predykcji. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej wykazują nieznaczny trend spadkowy i oscylują wokół wartości 5% r/r, jednak obarczone są niepewnością dopuszczającą znaczne odchylenia zarówno w dół jak i w górę. Dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od lipca br.

W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej prognozy wskazują na nieco silniej zarysowaną (w porównaniu z wynikami z poprzedniej edycji) tendencję wzrostową w dynamice r/r od stycznia 2020 r. W pierwszym półroczu 2019 r. może więc nastąpić wyhamowanie dynamiki tego wskaźnika, choć prognozy punktowe tempa wzrostu są w całym okresie prognozy dodatnie. Dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od czerwca br.

## 1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, natomiast zmalała w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych (Rysunek 26). Biorąc pod uwagę liczbę pracujących struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże, następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych.

W II p. 2018 r. wzrósł udział liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej średnioterminowo liczbie pracujących nie towarzyszy adekwatny wzrost wydajności pracy – malała długoterminowo produktywność pracy. Przychody nie rosną w tempie wyższym niż koszty, co zawęziło pole wzrostu wyniku finansowego netto.

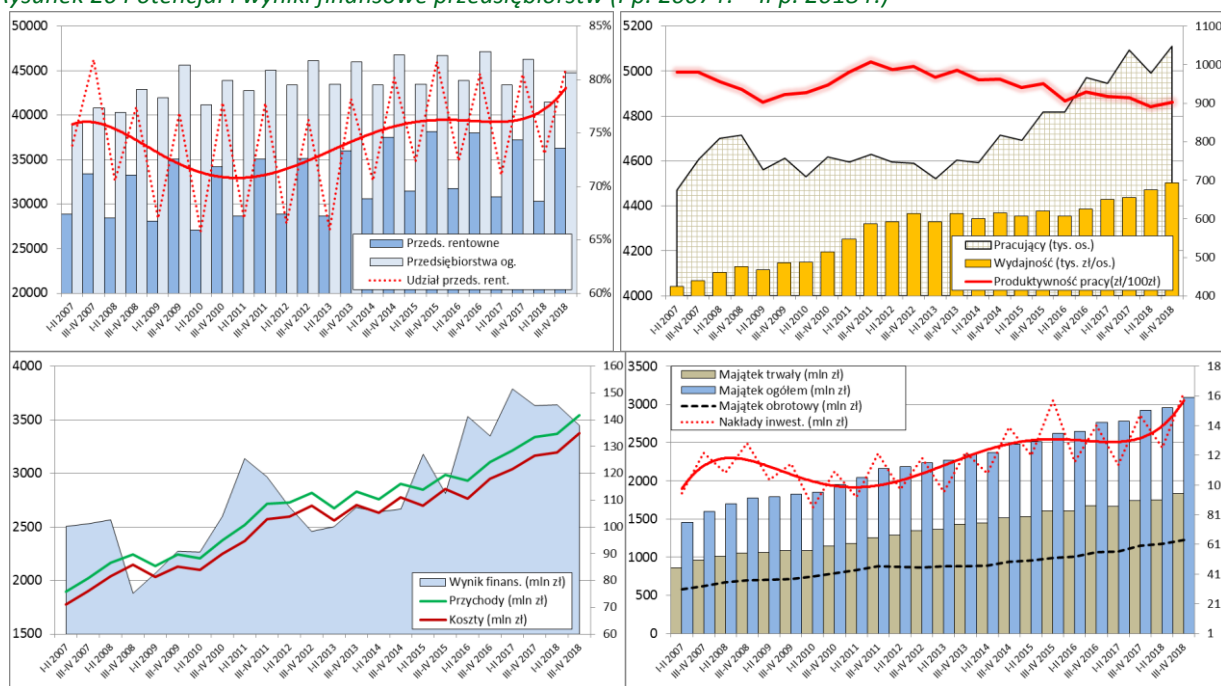
Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem i majątek trwały. Ten ostatni z mniejszą intensywnością. Dynamika nakładów inwestycyjnych wzrosła po okresie stagnacji. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy przyrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny przyrasta równomiernie. Nieco maleje krótkoterminowo stopa wartości dodanej (por. Rysunek 26).

Widoczną tendencją krótkoterminową jest poprawa struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, a cykl kapitału obrotowego netto uległ skróceniu. Płynność bieżąca, a zwłaszcza szybka maleją, podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje wahania, w kierunku jej zmniejszania się. W mniejszym stopniu dotyczy to rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego (por. Rysunek 27).

Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w II p. 2018 r. charakteryzuje pogorszenie wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w I p. 2018 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). Pole powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na analizowanych

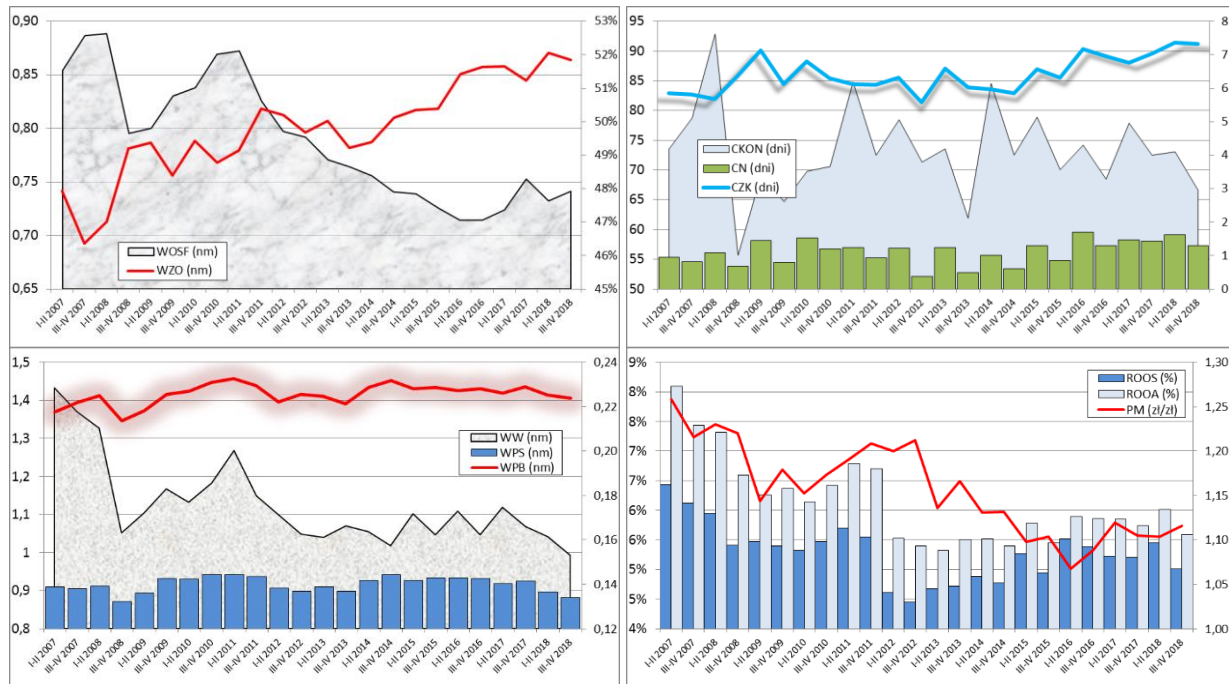
wskaźnikach finansowych zmniejszyło się o 19,4%, a w ujęciu rodzajów działalności dotyczyło to głównie produkcji i handlu. Korzystniejsze rezultaty uzyskano w 3 na 10 wskaźników. W produkcji pogorszenie wartości wskaźników finansowych – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło –26,3%, a istotne negatywne zmiany dotyczyły wypłacalności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności szybkiej. W handlu odnotowano także pogorszenie wartości wskaźników finansowych (pole powierzchni –23,6%), które dotyczyło 5 z 10 z nich (zwłaszcza płynności szybkiej, wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej oraz płynności bieżącej). Względem szczególnie niekorzystnej sytuacji w poprzednich okresach, obraz zmian w usługach (pole powierzchni –6,4%) wykazuje pewne pozytywne zmiany. Poprawa dotyczyła głównie rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności bieżącej (7 z 10 wskaźników) – por. rys. Rysunek 28.

Rysunek 26 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)



Źródło: Raport Mikro.

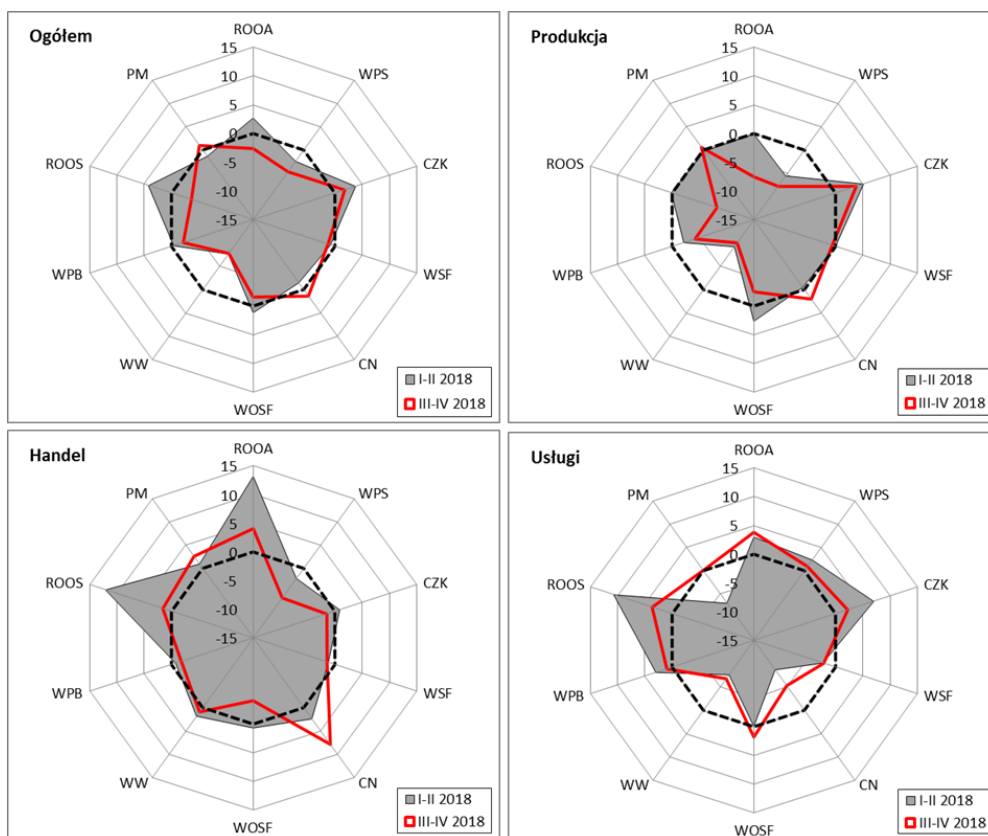
Rysunek 27 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.)



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

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 28 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2018 oraz II p 2018 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)



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

Źródło: Raport Mikro.

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



## II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

### 2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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

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

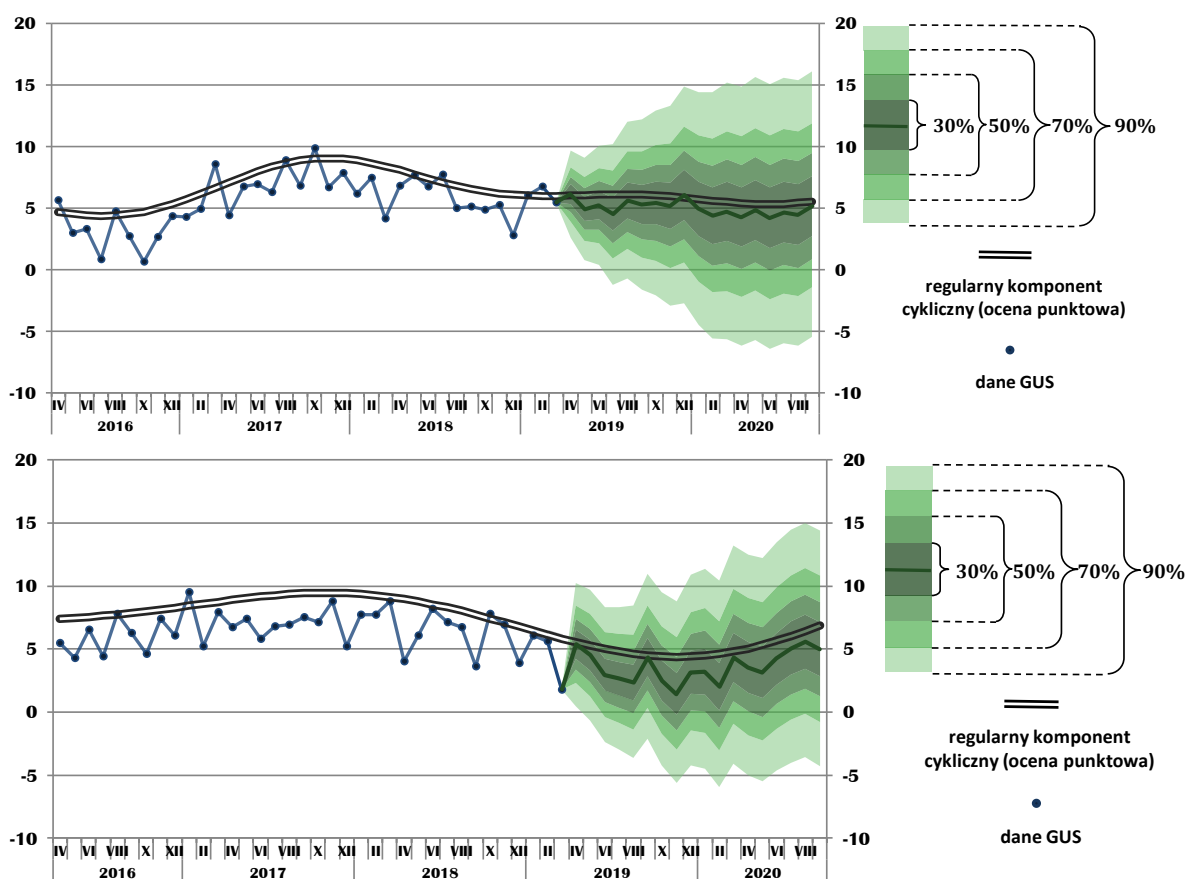
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznanymi parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie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

Analizie poddano obserwacje do marca 2019 r. (dane miesięczne) lub czwartego kwartału 2018 r. (dane kwartalne) łącznie. Analizowane tu szeregi czasowe o częstotliwości miesięcznej opisują dynamikę zmian  $r/r$  (w procentach) w przypadku produkcji przemysłowej (skorygowanej o efekt dni kalendarzowych) oraz sprzedaży detalicznej (w obydwu przypadkach wyrażonych w cenach stałych, za GUS). Wskaźniki te mogą jedynie w przybliżeniu odzwierciedlać koniunkturę w sektorze produkcyjnym oraz sytuację popytową. Zatem wnioskowanie o bieżącej sytuacji w sektorze przedsiębiorstw polega oczywiście na pewnym przybliżeniu. Trudno jednak wskazać zbiór bardziej adekwatnych, dostępnych wskaźników ekonomicznych publikowanych w cyklu miesięcznym. Dodatkowo przeprowadzono analizę kwartalnych wskaźników charakteryzujących dynamikę PKB, popytu krajowego, wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (w cenach stałych, w ujęciu rocznym). Skonfrontowano także najnowsze dane makroekonomiczne z wcześniejszymi prognozami oraz zobrazowano, jak napływ nowych obserwacji modyfikuje wnioskowanie o regularnym komponencie cyklicznym dynamiki rozpatrywanych wielkości. Zaprezentowano również prognozy uzyskane przy wyłączeniu oddziaływania regularnego komponentu cyklicznego.

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

Rysunek 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 lokalne minimum tempa wzrostu ( $r/r$ ) wystąpiło w drugiej połowie 2016 r. Po tym okresie widoczna jest faza przyspieszenia tempa wzrostu, zakończona w czwartym kwartale 2017 r. Łagodna tendencja do spowolnienia trwa aż do końca horyzontu predykcji. Od początku 2019 r. przebieg komponentu cyklicznego jest bardzo spłaszczony (być może z uwagi na to, iż stopy wzrostu produkcji przemysłowej wykazują w ostatnim czasie zmniejszoną zmienność). W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu  $r/r$  produkcji przemysłowej powinno oscylować wokół poziomu 5%, przy czym możliwe są krótkookresowe odchylenia od tej tendencji. W szczególności należy podkreślić, iż prognoza ta obarczona jest znaczną niepewnością: dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne od początku 2020 r.; górne krańce 50% przedziałów prognozy w całym horyzoncie predykcji nie przekraczają 10%. Prezentowana prognoza nie zapewnia więc jasnego obrazu przyszłych wahań koniunkturalnych w stopie wzrostu produkcji przemysłowej. Może to oznaczać zbliżone szanse zarówno wzrostów jak i spadków dynamiki tego wskaźnika.

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



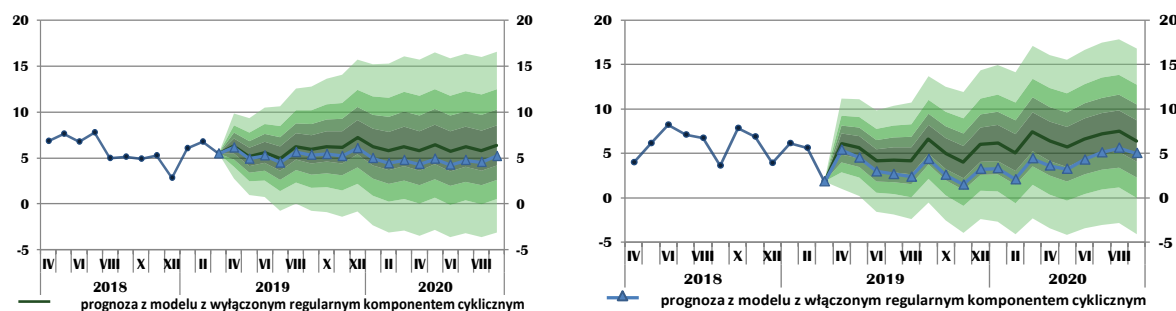
Źródło: Raport Makro.

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. – jest wtedy widoczne minimum przebiegu regularnego komponentu cyklicznego w całym okresie na poziomie nieco poniżej 5% r/r. Prognozy punktowe wskaźnika realnej dynamiki r/r sprzedaży detalicznej leżą poniżej oszacowań regularnego komponentu cyklicznego; są one jednak dodatnie w całym horyzoncie predykcji. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca, iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r (dolne krańce 90% przedziałów prognozy przyjmują ujemne wartości w całym horyzoncie predykcji). Począwszy od sierpnia 2019 r. dolne krańce 50% przedziałów prognozy oscylują wokół 0%, zaś dolne krańce 90% przedziałów – wokół -5%; w trzecim kwartale 2020 r. przewidywane jest ponowne, niewielkie przyspieszenie dynamiki r/r sprzedaży detalicznej. Ogólna wymowa prognozy dynamiki wskaźnika sprzedaży detalicznej wskazuje, że w bieżącym roku przeważać będzie tendencja do spowolnienia tempa wzrostu. Może ona jednak ulec odwróceniu w 2020 r.

Wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego (por. Rysunek 30) skutkuje otrzymaniem jakościowo zbliżonej ścieżki prognoz punktowych dla produkcji przemysłowej oraz nieco bardziej odmiennym scenariuszem w przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej. W obydwu przypadkach wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego skutkuje otrzymaniem wyżej położonej ścieżki prognozy, jednakże w przypadku produkcji przemysłowej różnica ta jest niewielka.

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

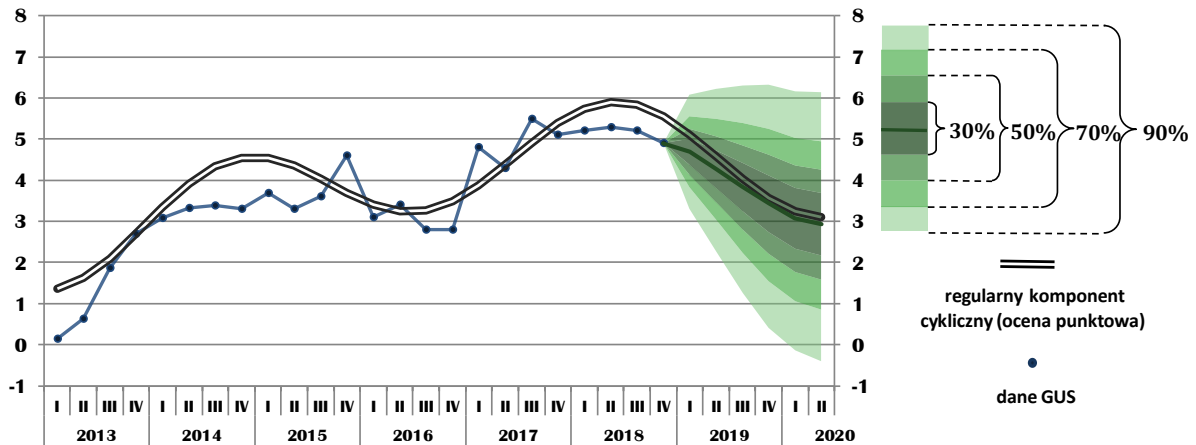


Źródło: Raport Makro.

### 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

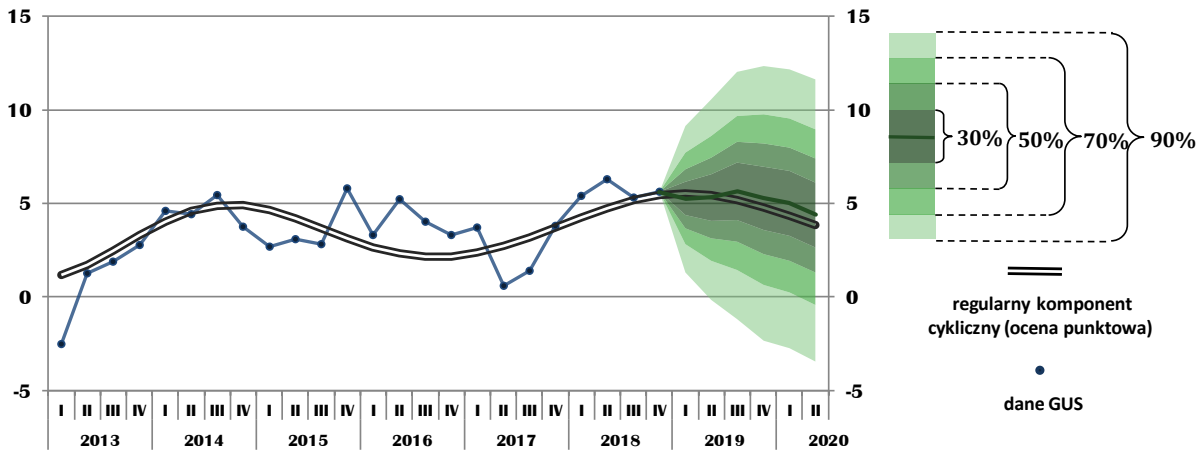
Rysunek 31 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy przewiduje powolne wyhamowanie ostatnio obserwowanego wysokiego tempa wzrostu PKB. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują, iż górny punkt zwrotny w cyklu wzrostu PKB wystąpił w drugim lub trzecim kwartale 2018 r., zaś w kolejnych kwartałach następuje systematyczne spowolnienie tempa wzrostu, trwające do końca horyzontu predykcji (w drugim kwartale 2020 r. oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy punktowe dynamiki PKB są zbliżone do 3% r/r). Prezentowana prognoza przewiduje systematyczne spowolnienie i osiągnięcie tempa wzrostu PKB zbliżonego do 4% r/r w trzecim kwartale 2019 r. oraz zbliżonego do 3% w drugim kwartale 2020 r. Taki scenariusz wynika z analizy prognoz punktowych, które jednak są obciążone znaczną niepewnością; rzeczywista ścieżka spowolnienia może mieć mniej regularny charakter. W szczególności górne krańce 90% przedziałów prognozy oscylują wokół wartości 6%, zaś ich dolne krańce przyjmują wartości ujemne dopiero w drugim kwartale 2020 r.

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.

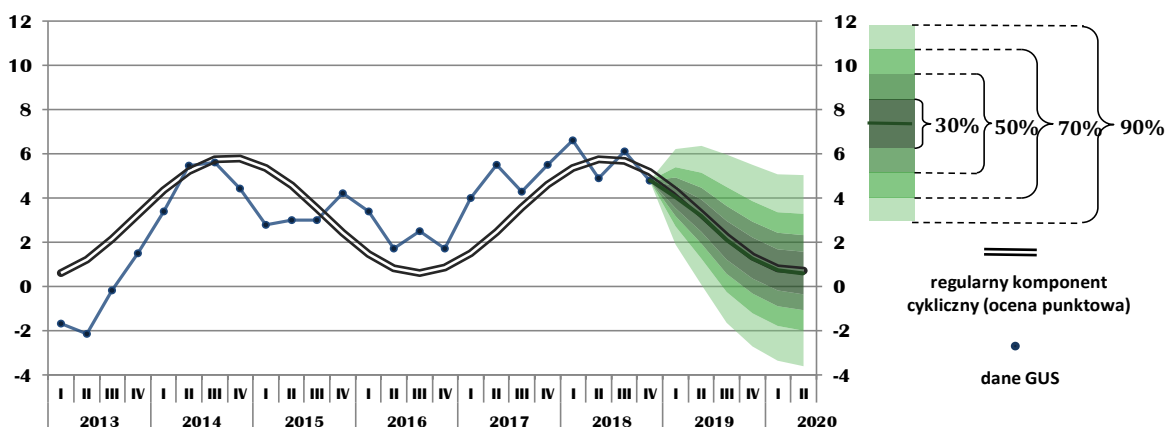
Rysunek 32 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. Przebieg historycznych odczytów omawianego wskaźnika sugeruje jednak, iż w ostatnich latach dynamika wartości dodanej brutto w przemyśle pozostawała pod wpływem wahań krótkookresowych, zaś wahania typu cyklicznego były słabiej widoczne. Z tego względu oceny i prognozy regularnego komponentu cyklicznego wskazują na coraz bardziej spłaszczony przebieg cyklu – podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej. Analizując prognozy punktowe można stwierdzić, że w całym horyzoncie predykcji tempo wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle będzie zbliżone do 5% r/r (przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy samego wskaźnika są podobne); przewiduje się przewagę lekkiej tendencji spadkowej (zwłaszcza w drugiej połowie okresu predykcji). Ze względu na wyraźne wahania krótkookresowe, prognoza tempa wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle wykazuje dość znaczącą niepewność *ex ante*, przy czym dolne krańce 70% przedziałów prognozy osiągają wartości ujemne dopiero w ostatnim okresie tj. drugim kwartale 2020 r.

W przypadku popytu krajowego (Rysunek 35) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne maksimum tempa wzrostu tej wielkości miało miejsce pod koniec 2014 r. W czwartym kwartale 2016 r. nastąpiło odwrócenie tendencji spadkowej, co zostało potwierdzone znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu trwającym aż do pierwszego kwartału 2018 r.

Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego wskazują na wystąpienie w drugim kwartale 2018 r. górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu popytu krajowego.

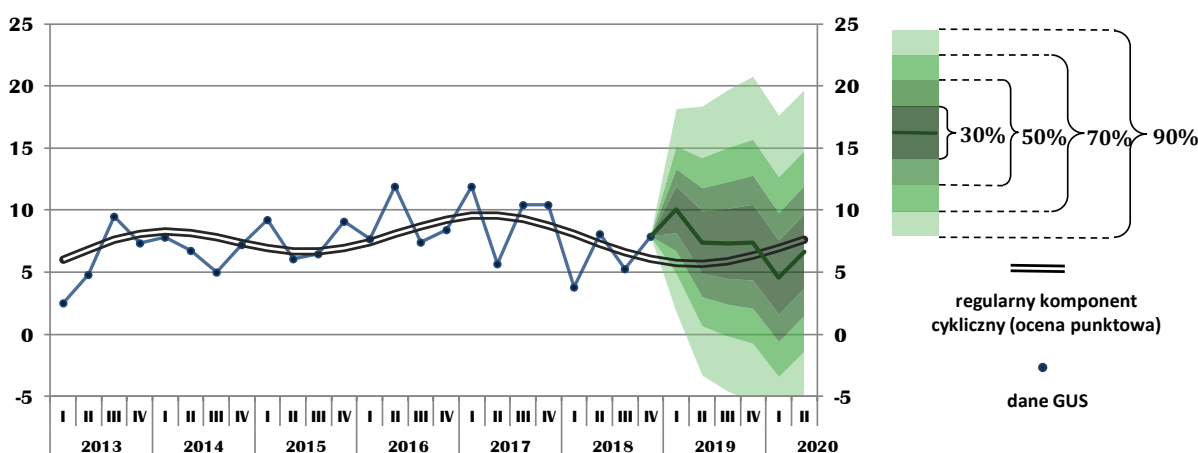
W okresie predykcji przewidywana jest dominacja tendencji spadkowej w dynamice r/r popytu krajowego, przy czym w pierwszym kwartale 2020 r. osiąga ona wartości zbliżone do 1%. W ostatnim okresie widoczne jest osłabienie tendencji spadkowej. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest jednak znacząca.

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.

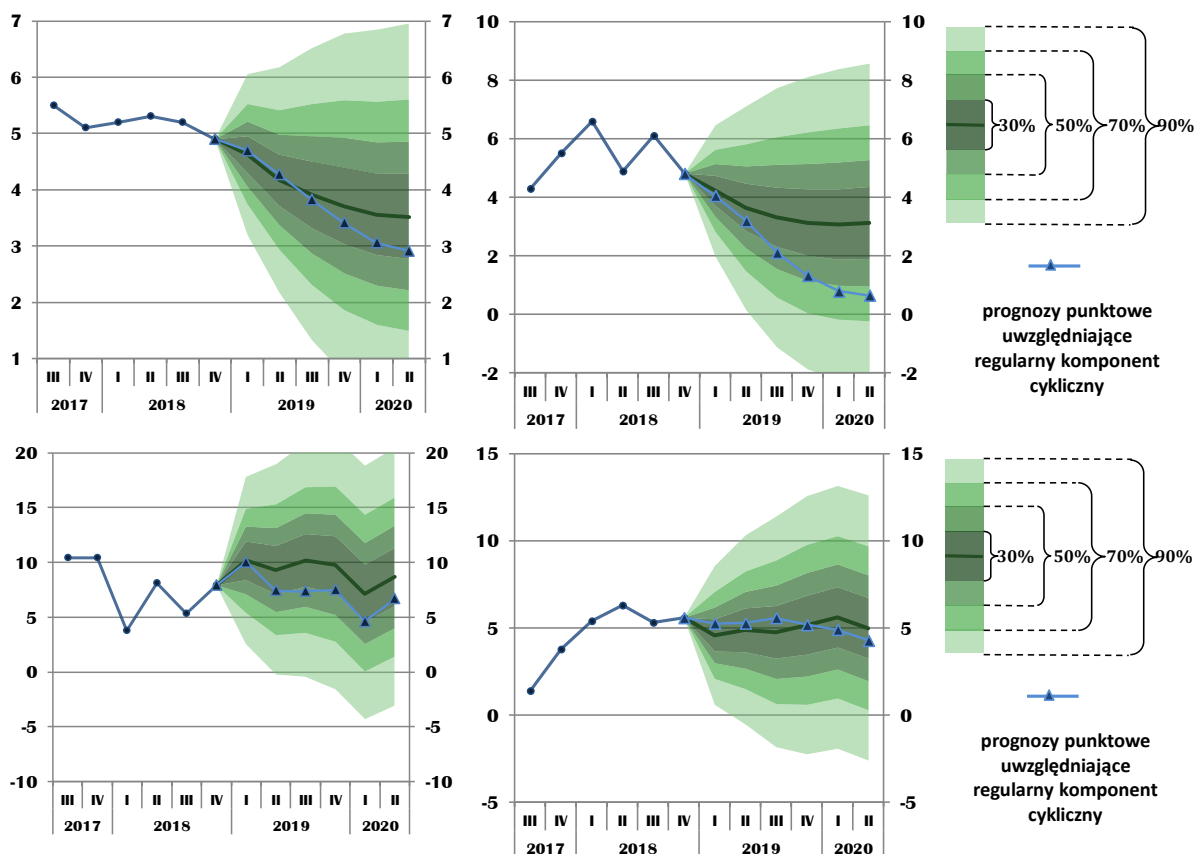
W przypadku eksportu (Rysunek 34) również widoczne jest zwiększenie amplitudy wahań krótkookresowych. Prezentowane oceny regularnego komponentu cyklicznego sugerują także wystąpienie maksimum cyklu wzrostu eksportu w pierwszej połowie 2017 r. – w kolejnych kwartałach widoczne jest spowolnienie tempa wzrostu. W przypadku eksportu amplituda wahań komponentu cyklicznego jest zbliżona do amplitudy wahań krótkookresowych, w związku z czym identyfikacja tendencji cyklicznych może mieć charakter pozorny i w niewielkim stopniu przyczyniać się do prognozowania dynamiki tej wielkości. Pod koniec horyzontu predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję odzwierciedlającą powrót do średniej (tj. utrzymanie dynamiki na poziomie przekraczającym 5% r/r). 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*.

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

## 2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej wyłączenie komponentu cyklicznego ma niewielki wpływ jedynie na prognozę dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle (por. Rysunek 35).

*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.

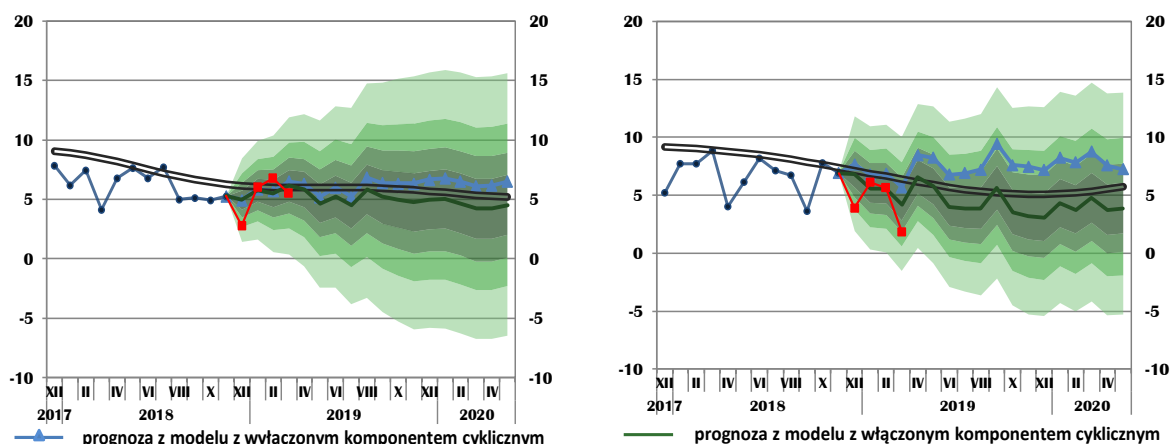
Prognozy punktowe z wyłączeniem komponentu cyklicznego w każdym przypadku przewidują wyższą wartość dynamiki w ostatnim okresie prognozy (podobnie jak w przypadku danych miesięcznych). Efekt ten jest nieznaczny dla wartości dodanej brutto w przemyśle, a także dla eksportu (biorąc pod uwagę niepewność prognozy). W przypadku dynamiki PKB różnice ujawniają się począwszy od czwartego kwartału 2019 r., jednak prognozy punktowe z włączonym komponentem cyklicznym mieszają się każdorazowo w 30% przedziałach prognozy z wyłączeniem komponentu cyklicznego. Najsilniej różnica ta zaznacza się w przypadku popytu krajowego – w pierwszym i drugim kwartale 2020 r. prognozy otrzymane z włączonym komponentem cyklicznym mieszczą się dopiero

w 70% przedziałach prognozy otrzymanej bez uwzględnienia komponentu cyklicznego. W przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle obserwowana dynamika nie jest regularna; najprawdopodobniej wynika ona z nałożenia różnych tendencji cyklicznych w poszczególnych działach produkcji. Podsumowując, jeśli dotychczas obserwowane wzorce wahań znajdą swoją kontynuację, bardziej prawdopodobne jest wejście gospodarki w fazę spowolnienia trwającą około 6 kwartałów. Głębokość spowolnienia (w sensie obniżenia realnej dynamiki PKB) zależy jednak m.in. od (trudnego do przewidzenia z wykorzystaniem narzędzi modelowych) wkładu eksportu netto.

## 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 nieznaczące. Dla produkcji przemysłowej obydwa modele w krótkim horyzoncie dawały bardzo zbliżone prognozy. W przypadku sprzedaży detalicznej można jednak stwierdzić, iż nieco bardziej pesymistyczne przewidywania modelu z włączonym komponentem cyklicznym lepiej odpowiadały odczytom danych (jest to sytuacja podobna jak w poprzedniej edycji raportu). Może to oznaczać nieco większe wsparcie dla spowolnienia w dynamice sprzedaży detalicznej, przewidywanego przez model z włączonym komponentem cyklicznym.

*Rysunek 36 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)*

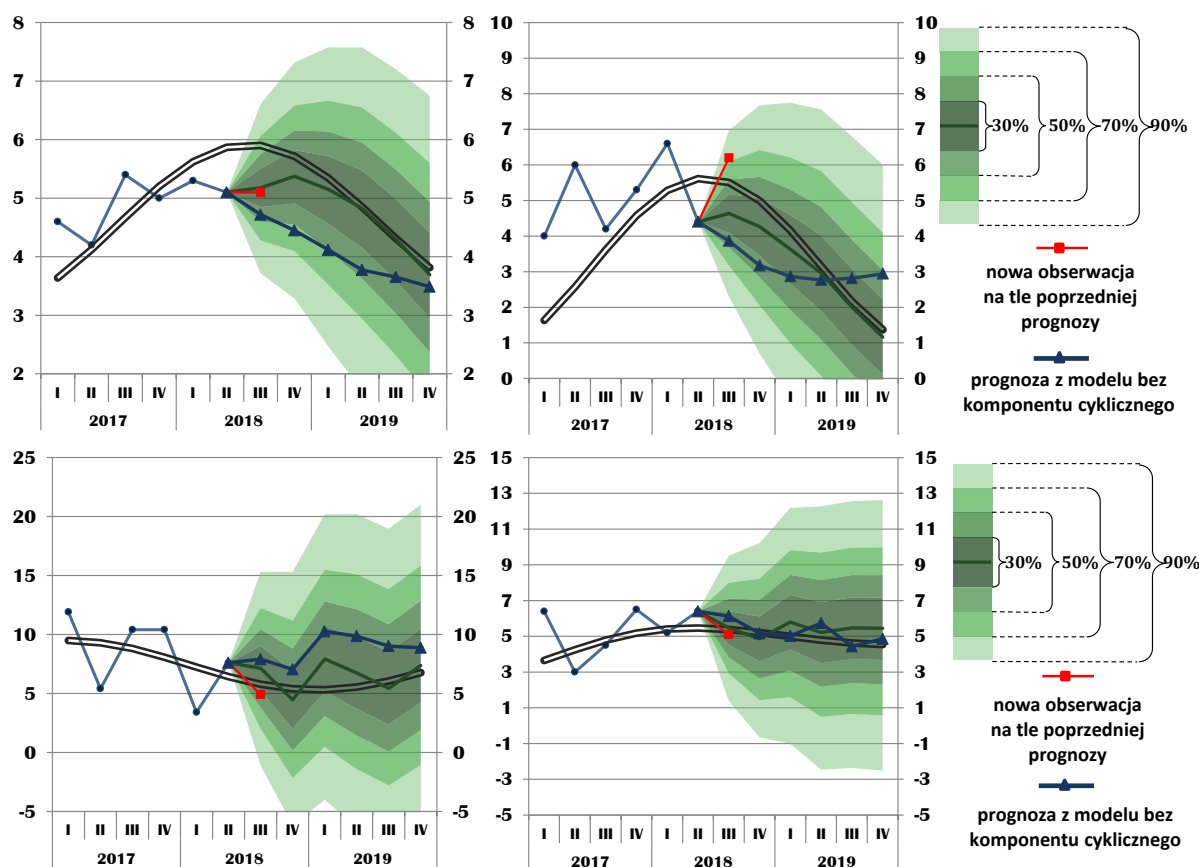


Źródło: Raport Makro.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym okazały się bardziej trafne w przypadku PKB oraz eksport. Dla popytu krajowego prognozy w horyzoncie jednego kwartału były niemal identyczne w obydwu podejściach, zaś dla wartości dodanej brutto w przemyśle prognoza z cyklicznością okazała się nieznacznie lepsza (Rysunek 37). Prognoza PKB z cyklicznością wskazywała na tendencję do spowolnienia, zaś przewidywane w czwartym kwartale 2018 r. nieco wyższe tempo wzrostu wynikało nie tyle z obrazu wahań cyklicznych co z charakteru krótkookresowych odchyień. Z tego względu trudno na podstawie ostatniej realizacji wnosić o wyższości podejścia z wyłączonej cyklicznością w przypadku dynamiki PKB. Podobnie, w przypadku dynamiki popytu krajowego co prawda zrealizowana wartość jest zbliżona do dolnego krańca 70% przedziału prognozy, lecz można zauważyć iż jest ona bliższa prognozie punktowej samego komponentu cyklicznego. Jeśli chodzi o eksport, trudno przewidzieć jakąkolwiek tendencję

w dynamice. Prognozy w obydwu podejściach były natomiast w tym przypadku niedoszacowane (choć niedoszacowanie to było większe w przypadku prognozy z włączonym komponentem cyklicznym).

*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.

Warto podkreślić, że na obecnym etapie wszystkie rozpatrywane tu modele przewidują wystąpienie w gospodarce polskiej spowolnienia (różniąc się nieco co do jego skali oraz dokładnego umiejscowienia w czasie). Modele z włączoną cyklicznością przewidują silniejsze spowolnienie (co w mniejszym stopniu dotyczy wartości dodanej brutto w przemyśle). W tym kontekście należy zwrócić uwagę także na kwantyfikację niepewności prognozy (por. Tabela 3) w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyleń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczone kursywą). Najprawdopodobniej kolejne odczyty wskaźników makroekonomicznych, takich jak PKB czy popyt krajowy, będą jednak odzwierciedlały spowolnienie tempa wzrostu. Kwestią otwartą jest tu natomiast charakter spowolnienia (tj. jego szybkość oraz głębokość).



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

|                                   | 2019          |              |               |              | 2020         |              |
|-----------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                                   | Q1            | Q2           | Q3            | Q4           | Q1           | Q2           |
| PKB                               | <b>4,70%</b>  | <b>4,27%</b> | <b>3,82%</b>  | <b>3,41%</b> | <b>3,05%</b> | <b>2,91%</b> |
|                                   | 0,8           | 1,2          | 1,5           | 1,8          | 1,9          | 2,0          |
|                                   | <b>4,63%</b>  | <b>4,17%</b> | <b>3,92%</b>  | <b>3,72%</b> | <b>3,58%</b> | <b>3,55%</b> |
|                                   | 0,9           | 1,2          | 1,6           | 1,8          | 2,0          | 2,1          |
| Wartość dodana brutto w przemyśle | <b>5,25%</b>  | <b>5,27%</b> | <b>5,57%</b>  | <b>5,19%</b> | <b>4,90%</b> | <b>4,29%</b> |
|                                   | 2,4           | 3,3          | 4,0           | 4,5          | 4,6          | 4,6          |
|                                   | <b>4,57%</b>  | <b>4,87%</b> | <b>4,75%</b>  | <b>5,16%</b> | <b>5,61%</b> | <b>4,98%</b> |
|                                   | 2,4           | 3,3          | 4,0           | 4,5          | 4,6          | 4,7          |
| Popyt krajowy                     | <b>4,05%</b>  | <b>3,19%</b> | <b>2,12%</b>  | <b>1,32%</b> | <b>0,79%</b> | <b>0,64%</b> |
|                                   | 1,3           | 1,9          | 2,3           | 2,5          | 2,6          | 2,6          |
|                                   | <b>4,22%</b>  | <b>3,63%</b> | <b>3,31%</b>  | <b>3,12%</b> | <b>3,08%</b> | <b>3,11%</b> |
|                                   | 1,4           | 2,1          | 2,7           | 3,0          | 3,2          | 3,3          |
| Eksport                           | <b>10,01%</b> | <b>7,42%</b> | <b>7,38%</b>  | <b>7,47%</b> | <b>4,61%</b> | <b>6,66%</b> |
|                                   | 5,0           | 6,6          | 7,4           | 8,0          | 7,9          | 7,9          |
|                                   | <b>10,16%</b> | <b>9,32%</b> | <b>10,21%</b> | <b>9,81%</b> | <b>7,20%</b> | <b>8,66%</b> |
|                                   | 4,6           | 5,8          | 6,5           | 7,0          | 7,1          | 7,2          |

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

### III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

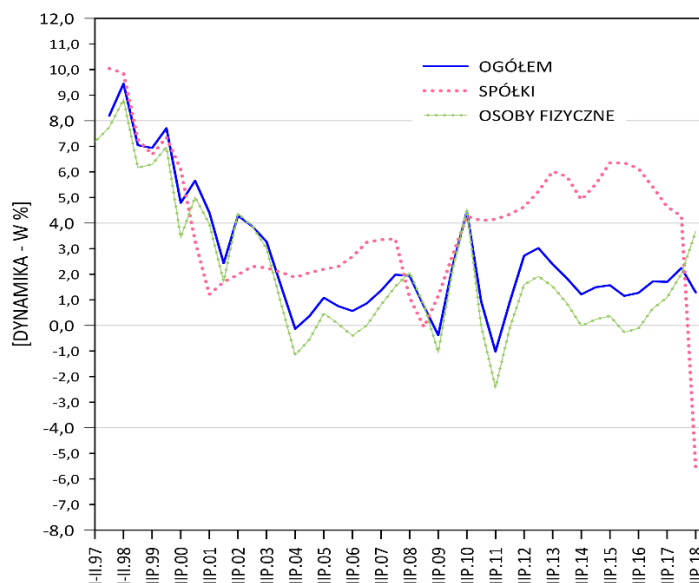
#### 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej zostaną przedstawione podstawowe informacje dotyczące demografii przedsiębiorstw – zarówno analizowanej próby, jak i firm objętych ewidencją REGON. W kontekście analizy zagrożenia upadłością jest to ważne przynajmniej z trzech powodów. Po pierwsze, doświadczenia międzynarodowe pokazują, że ponadprzeciętna dynamika kreacji przedsiębiorstw na ogół jest dobrym predyktorem późniejszego wzrostu liczby upadłości. Po drugie, statystyki upadłości sądowych są dosyć niedoskonałym przybliżeniem faktycznej skali zjawiska w gospodarce. Dzieje się tak z kilku powodów, ale jednym z najważniejszych jest to, że na liczbę postępowań silny wpływ ma prawodawstwo, w tym jego zmiany, i praktyka sądowa. W Polsce problemem jest m.in. to, że istnieją firmy „zbyt biedne żeby upaść”. W tej sytuacji dodatkowym źródłem informacji o skali upadłości mogą być statystyki skreśleń z rejestru, choć upadłość nie jest oczywiście jedyną przyczyną wykreślenia przedsiębiorstwa. Po trzecie, rejestr REGON obejmuje praktycznie całą populację. Analizując te dane trzeba naturalnie pamiętać, że tego typu rejestry same nie są pozbawione wad – w tym mogą zawierać informacje nieaktualne lub niepełne (gdy np. nie ma skutecznych sankcji związanych z naruszaniem obowiązków sprawozdawczych). Brak jest także nowych danych REGON za II półrocze 2018 r.

#### 3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

Interpretacja danych GUS nt. rejestru REGON z II p. 2018 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na nadal trwające prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwie ciągły wpływ na obraz procesów demograficznych mają działania związane z uszczelnianiem systemu podatkowego, w tym eliminacja firm-„słupów”. Bardziej obiektywne, choć mniej reprezentatywne, wydają się być więc wyniki na bazie zbiorów F01 GUS.

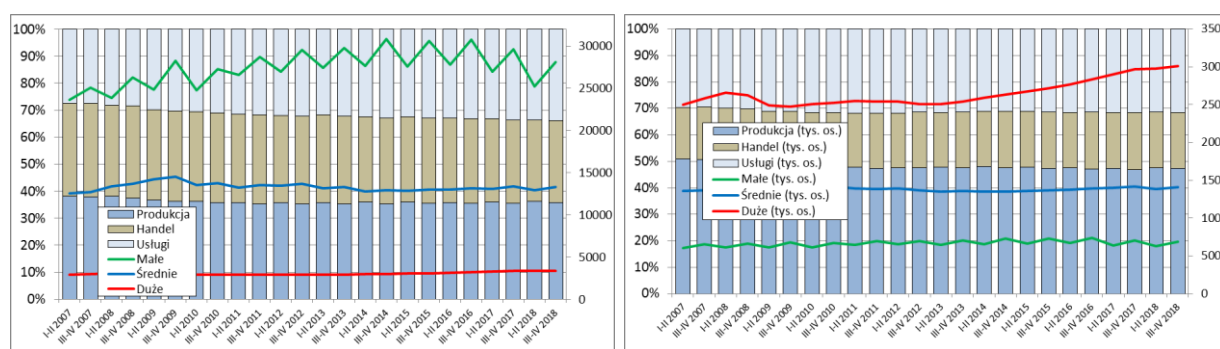
Rysunek 38 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)



Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw w II p. 2018 r. tworzy 44 879 podmiotów (28 108 małych oraz 13 304 średnich i 3 377 dużych), w ujęciu trzech rodzajów działalności (produkcja 15 999, handel 13 594, usługi 15 196). Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, jak również w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. Dominują przedsiębiorstwa małe (62,8%) co do liczby i dynamiki zmian – za nimi są średnie oraz duże. Biorąc pod uwagę liczbę pracujących struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (58,9%), następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych. Najwięcej pracujących jest w działalności produkcyjnej (47,2%), a dalej w usługach oraz w handlu. Struktura według rodzajów działalności nie wykazuje zasadniczo istotnych zmian (zmniejszenie udziału produkcji na rzecz handlu i usług) – Rysunek 39.

*Rysunek 39 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości*

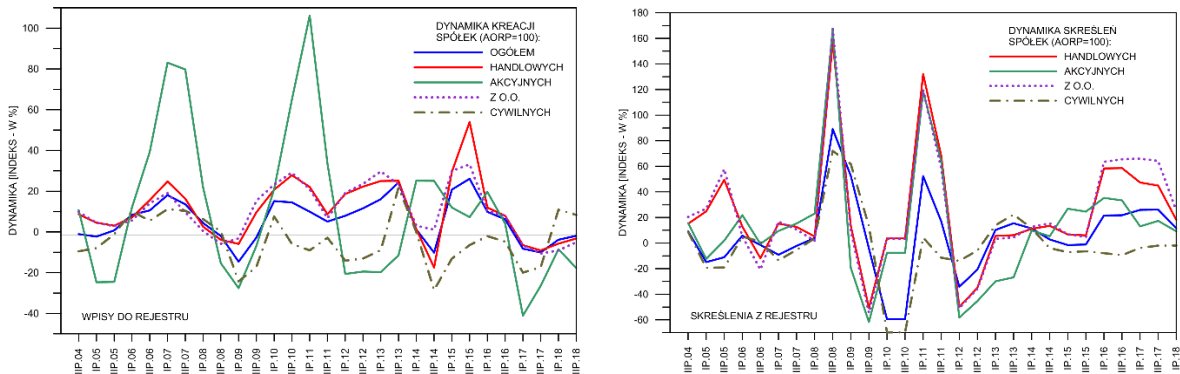


### 3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

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

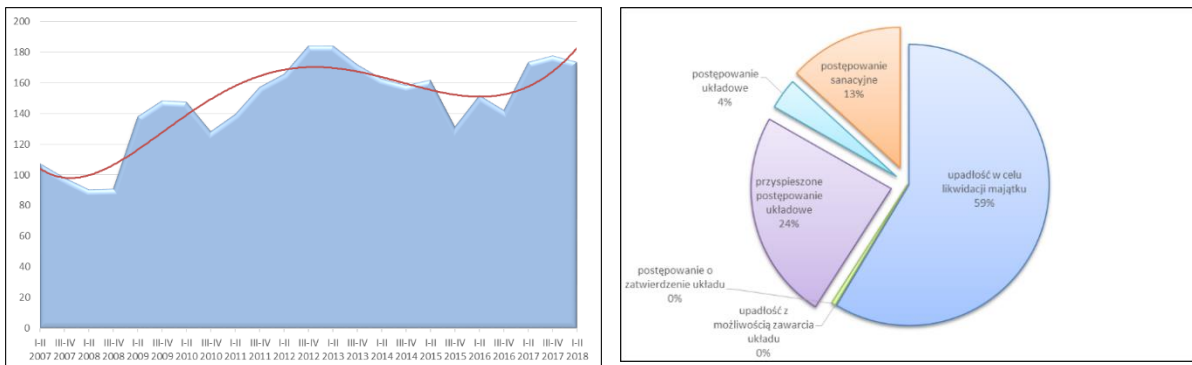
Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w II p. 2018 r. odnotowano w działalności usługowej (170), następnie w produkcyjnej (122) i handlowej (110). Zarówno w produkcji, jak i w handlu wartości SPU kształtowały się na poziomach nieznacznie niższych od maksymalnych obserwowanych od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

Rysunek 40 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)



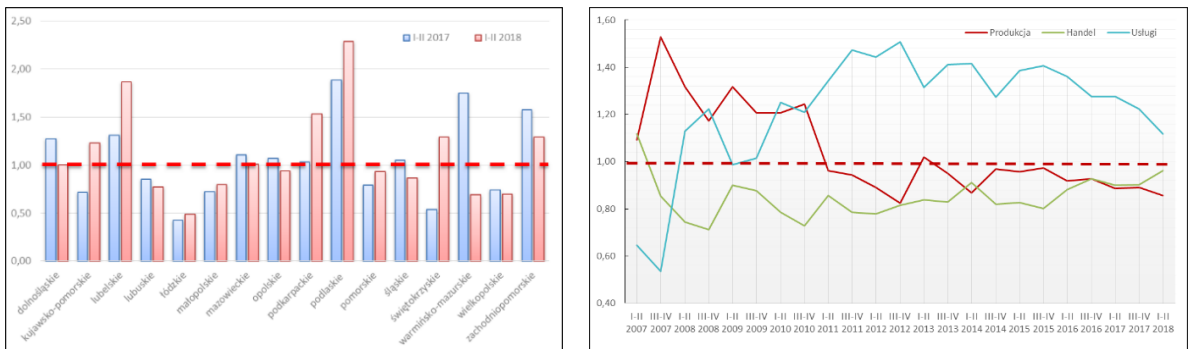
Źródło: obliczenia własne na danych GUS

Rysunek 41 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 42 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i I p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzaju działalności



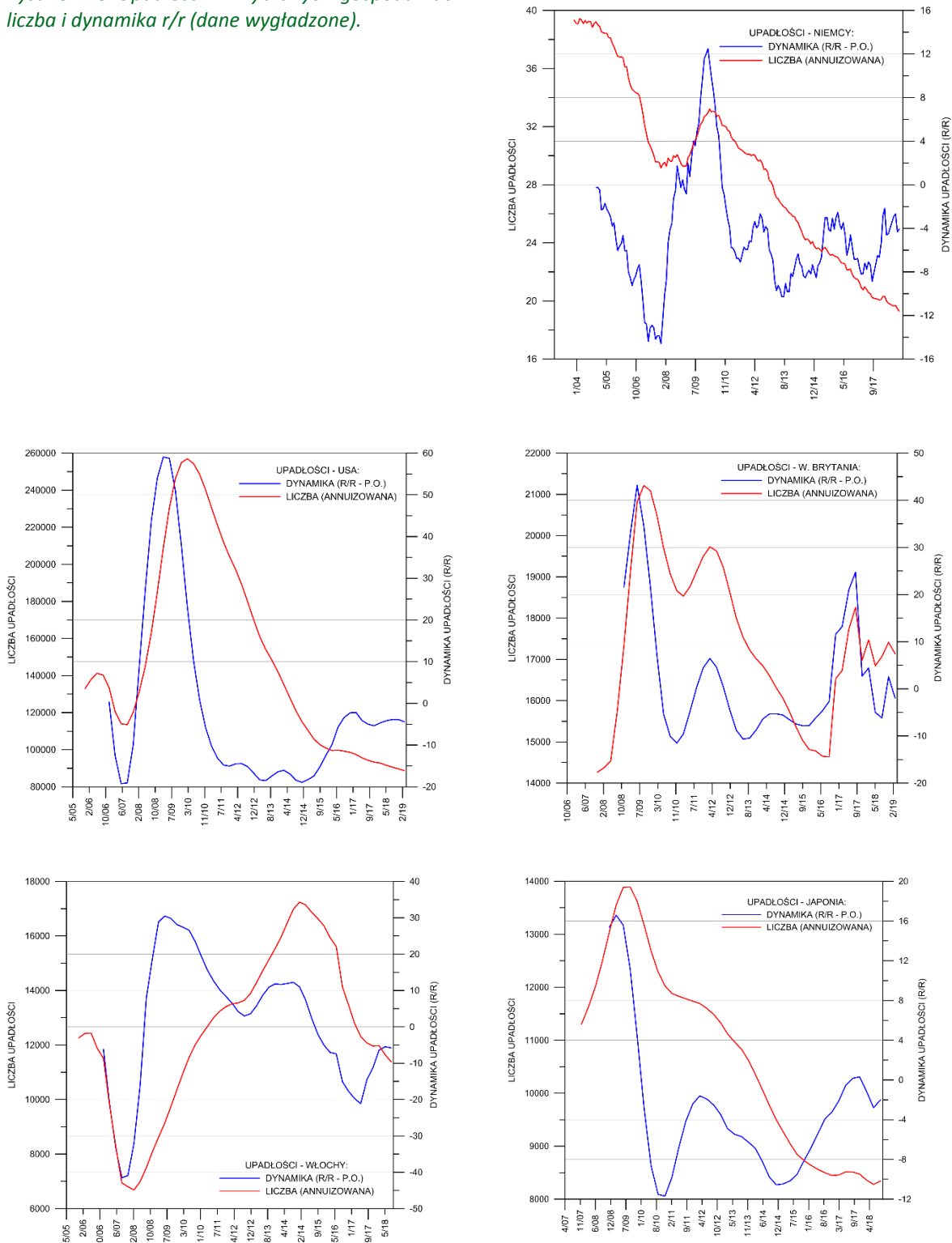
Źródło: Raport Mikro.

Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby p/p w 7 województwach a w 9 zmniejszenie. Najwięcej postępowań w I p. 2018 r. odnotowano w woj. mazowieckim, a największy wzrost r/r w województwach podlaskim, wielkopolskim i podkarpackim. Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w II p. 2018 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 10 województwach. W 7 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

### 3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Według niezweryfikowanych aktualnymi danymi prognoz Euler-Hermes na 2018 r. liczba upadłości firm na świecie miała spaść w stosunku do 2017 r. o 1%. Słabsze perspektywy wzrostu gospodarki światowej spowodowały, że w 2018 r. liczba upadłości na świecie wzrosła jednak prawdopodobnie o 10% r/r.

Rysunek 43 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).

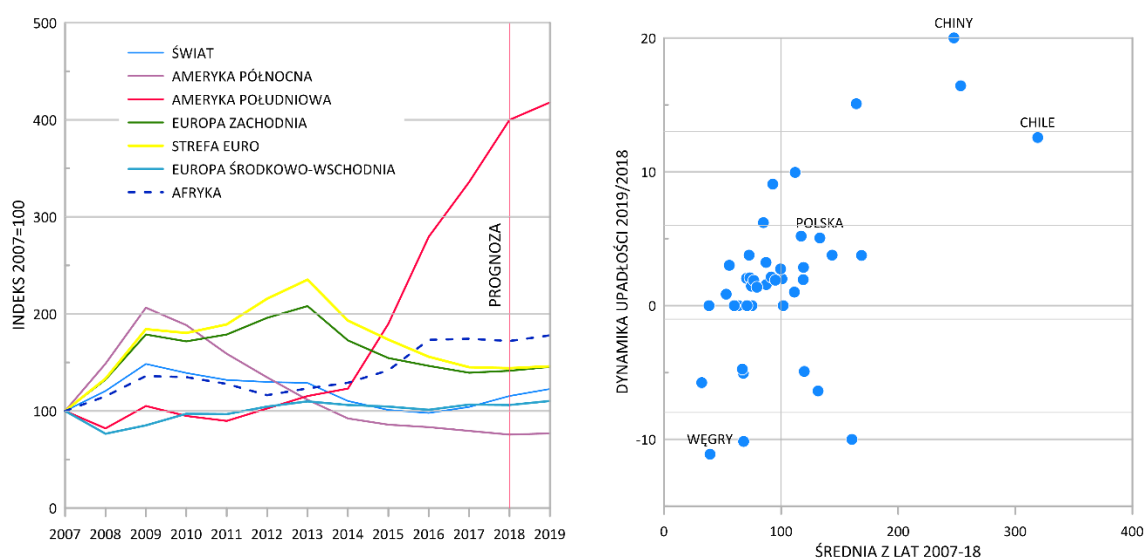


Sytuacja ta wynika jednak głównie ze znacznego wzrostu liczby upadłości w Chinach (redukujących m.in. liczbę tzw. firm zombie) i niektórych krajach Ameryki Południowej (por. Rysunek 44). EH przewiduje, że globalna dynamika upadłości w 2019 r. ukształtuje się na poziomie ok. 6% r/r. Obniżenie dynamiki upadłości wymaga powrotu dynamiki rozwoju gospodarek do ich potencjału; w przypadku Europy Zachodniej do poziomu ok. 1,7% wzrostu r/r.

Przewidywana dynamika upadłości w Polsce jest, w świetle prognozy EH, dość wysoka i wynosi ok 5% r/r. Jest to dość dużo także na tle innych krajów postsocjalistycznych (np. dla Węgier przewiduje się spadek tej dynamiki o kilkanaście procent). Skala tego zjawiska w naszym kraju jest jednak relatywnie mała.

W związku z pewnym pogorszeniem klimatu gospodarczego w niektórych krajach rozwiniętych, w IV kw. 2018 r. kontynuowano w nich tendencje wzrostu dynamiki upadłości (por. Rysunek 43). Są to jednak cały czas dynamiki ujemne, a w części z tych krajów liczby upadłości wciąż są na bardzo niskich – historycznie – poziomach.

*Rysunek 44 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel).*



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Euler-Hermes

## IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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

### 4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA

Wykonane analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe określają trend dalszego, choć słabego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów<sup>27</sup> (Rysunek 45).

W II p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały wzrost r/r stopnia zagrożenia. Spowodowane to było niekorzystną sytuacją w usługach<sup>28</sup>. Po I p. 2018 r. (silny skok) ocena przeszła z neutralnej w kierunku możliwej kontynuacji wzrostu zagrożenia (krytyczne znaczenie kolejnego odczytu). Występują okresowe, dość znaczne wahania wartości stopnia zagrożenia. Możliwa jest ponowna zmiana fazowości – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na drugie półrocza roku. Prognozowana jest jednak względna stabilizacja sytuacji w perspektywie 2019 roku.

Przedsiębiorstwa średnie w IV kw. 2018 r. także wykazały wzrost stopnia zagrożenia r/r. Ocena sytuacji uzasadnia podtrzymanie ostrzeżenia, głównie z powodu sytuacji w usługach. Występuje krótkookresowa stabilizacja, z wartościami stopnia zagrożenia nadal bliskimi poziomowi wysokiego, z niewielkim nachyleniem ku jego wzrostowi. Występują okresowe, dość silne wahania w usługach i handlu, co przenosi się na poziom ogółem. W produkcji średnioterminowy trend wzrostu zagrożenia. Oczekiwane jest w okresie I-IV kw. 2019 r. niewielkie zwiększenie średniego rocznego stopnia zagrożenia.

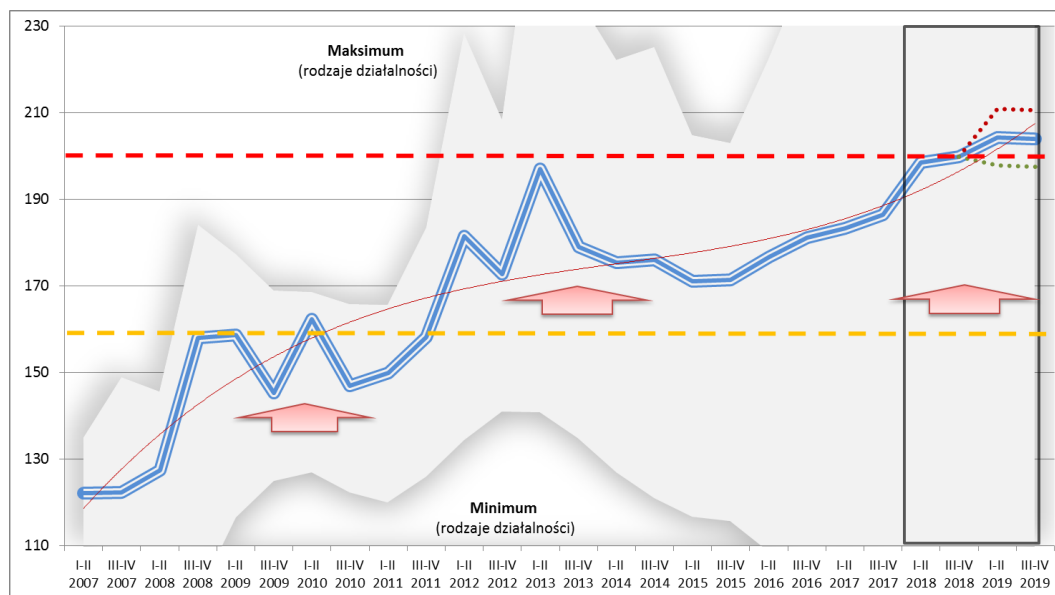
---

<sup>27</sup> Szczegółowe analizy i wnioskowanie ze sformułowaniem ocen dotyczących poszczególnych klas wielkości przedsiębiorstw według rodzaju działalności oraz wybranych sekcji PKD (działów GN) zawarto w Raporcie Mikro. Przedstawiono tam także podstawowe założenia oceny stopnia zagrożenia, istniejące uwarunkowania jej przeprowadzania oraz zakres możliwych porównań.

<sup>28</sup> Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości).

Również przedsiębiorstwa duże w IV kw. 2018 r. odnotowały wzrost stopnia zagrożenia r/r, a jego poziom (ostrzegawczy) wykazuje długookresową tendencję wzrostu. Wzrost zagrożenia spowodowany był niekorzystnymi zmianami w produkcji i usługach. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do progu wysokiego stopnia zagrożenia. Oczekiwane jest w okresie I-IV kw. 2019 r. zwiększenie stopnia zagrożenia.

Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r.



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

Źródło: Raport Mikro.

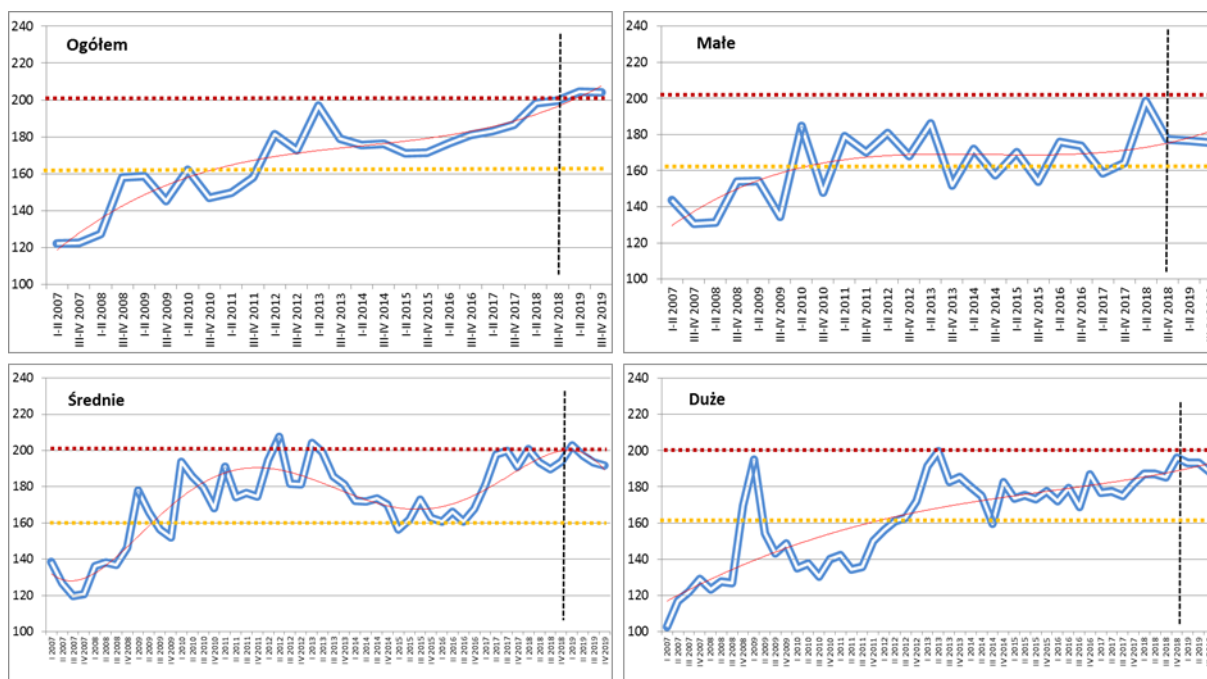
W produkcji niekorzystne zmiany przybrały na sile od II p. 2017 r. (poziom ostrzegawczy). Niekorzystny odczyt w II p. 2018 r. (kulminacja w 2018 r.) wzmacnia niekorzystne oceny. Scenariusz neutralny zakłada lekki wzrost zagrożenia, pogłębiony w scenariuszu pesymistycznym. W usługach widoczny jest średnioterminowy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

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



historycznie charakteryzowała się najniższym stopniem zagrożenia, ostatnie odczyty wskazują na krótkookresową stabilizację, kontynuowaną także w scenariuszu neutralnym (Rysunek 49).

*Rysunek 46 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p./I kw. 2007 r. – II p./IV kw. 2019 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)*



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

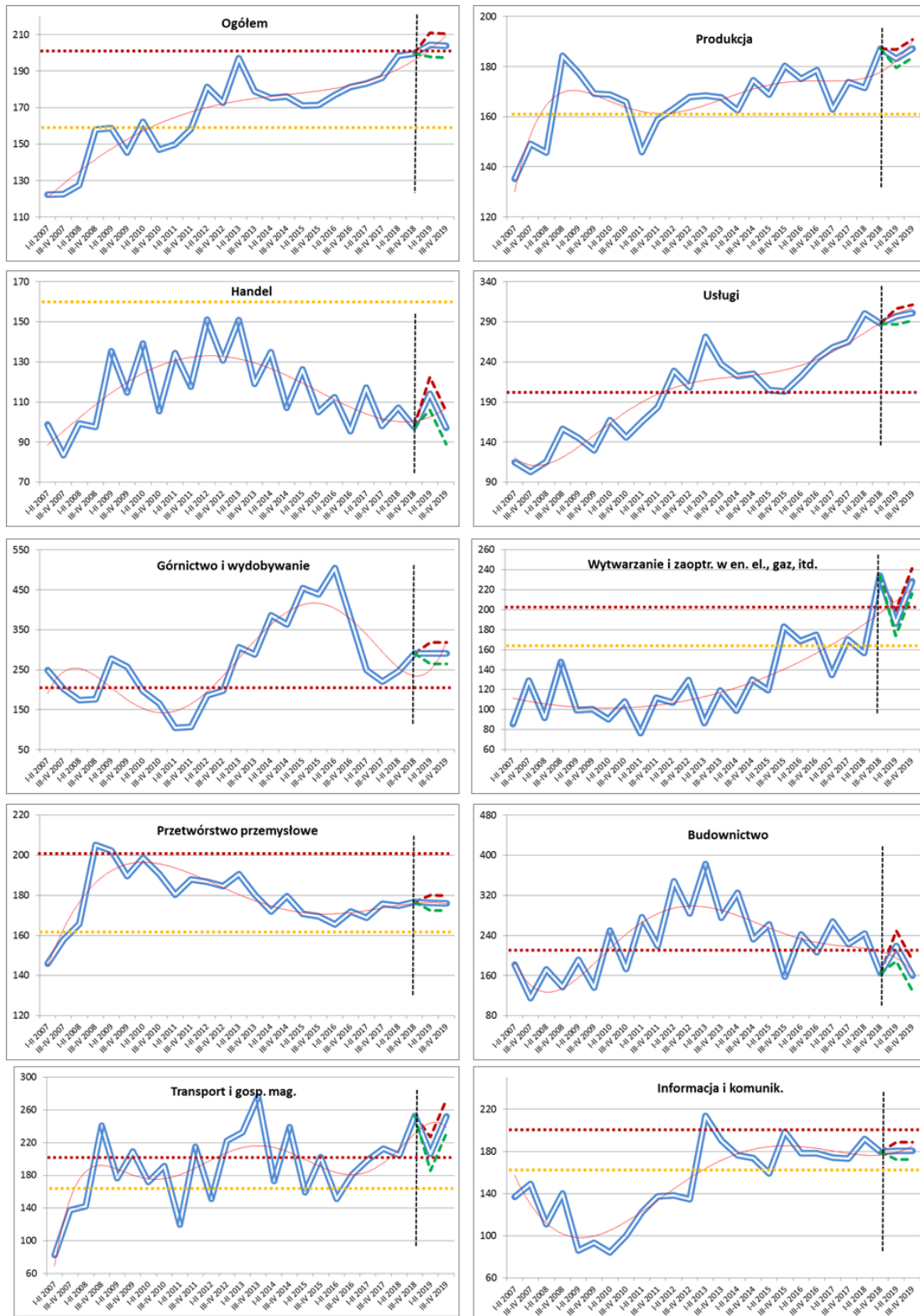
Źródło: Raport Mikro.

Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, postępujący w ramach jego tendencji średniokresowej, wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2019 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego<sup>29</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.

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

<sup>29</sup> Sposób wyznaczania scenariuszy opisany jest w Raporcie Mikro.

Rysunek 47 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)



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

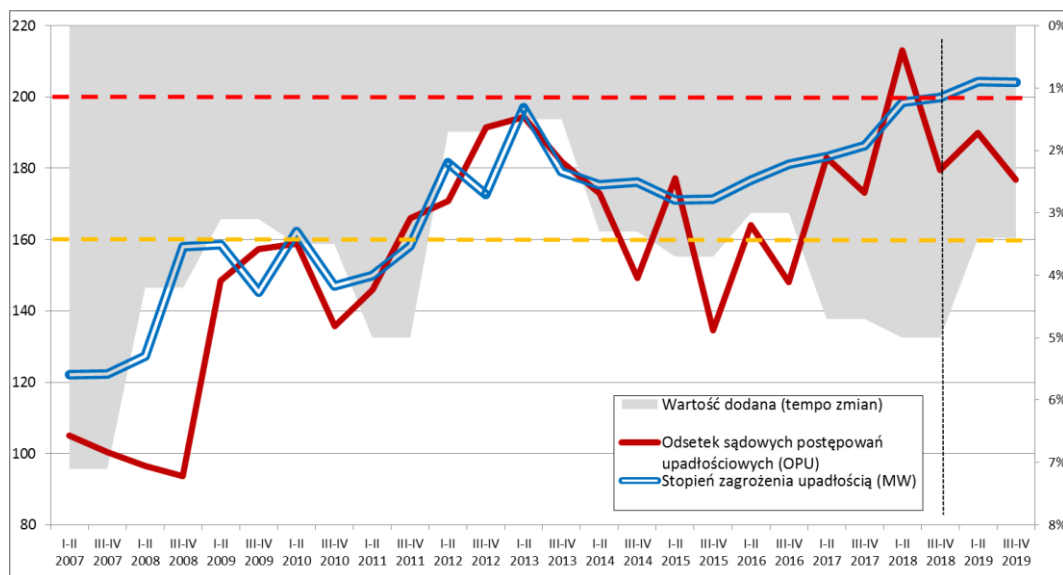
Źródło: Raport Mikro.

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

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

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 48 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.



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

Źródło: Raport Mikro.

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

## V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

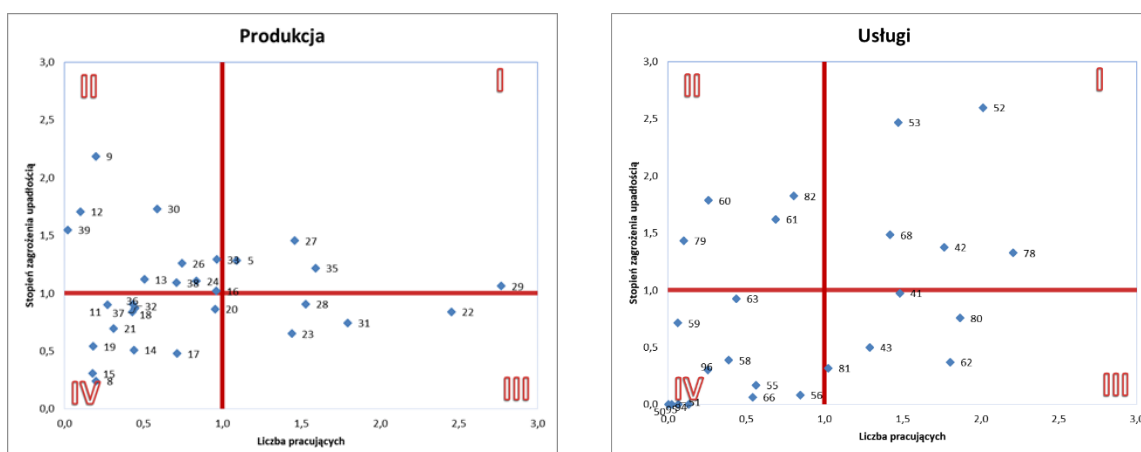
Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać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

### 5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

W ramach rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstw (grup przedsiębiorstw) analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością pozwala na sformułowanie następujących wniosków. W działalności produkcyjnej przedsiębiorstw ogółem zaobserwowano wysoki stopień zagrożenia upadłością w całym badanym okresie w dziale PKD 30 (produkcja pozostałego sprzętu transportowego) i w 7 działach PKD wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy. Na uwagę, ze względu na niekorzystną sytuację, zasługują działy PKD 05, 09, 26, 27 i 33, w których wysoki oraz ostrzegawczy stopień zagrożenia zaobserwowano w praktycznie całym okresie analizy. W działalności usługowej silnie zagrożone w całym okresie były przedsiębiorstwa zakwalifikowane do działu PKD 78 (działalność związana z zatrudnieniem), w którym aż w 22/24 półroczach wartość stopnia zagrożenia kształtowała się na wysokim poziomie. Aż w 10 działach PKD w ponad połowie okresu analizy odnotowano wysoki stopień zagrożenia. W długim okresie analizy silnie niekorzystna sytuacja obserwowana jest w budownictwie (dział PKD 41 i 42) oraz w działalności związanej z magazynowaniem i transportem (dział PKD 51, 52, 53).

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

Rysunek 49 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2018 r.



Źródło: Raport Mikro.

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

▪ **przedsiębiorstw ogółem:**

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

▪ **przedsiębiorstw małych:**

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

▪ **przedsiębiorstw średnich:**

- produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych (22),
- działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów (38),
- transport lądowy oraz rurociągowy (49),
- działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (68),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność związana z zatrudnieniem (78);

▪ dla przedsiębiorstw dużych:

- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nieskasyfikowana (28),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność związana z zatrudnieniem (78),
- działalność detektywistyczna i ochroniarska (80),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (81).

### 5.3 TOP 10

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

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

| Działy PKD   | III-IV 2017 | I-II 2018 | III-IV 2018 |
|--|-------------|-----------|-------------|
| <b>PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE</b>  |             |           |             |
| 05 WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)   | X           | X         | √           |
| 27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH  | √           | √         | √           |
| 29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI  | √           | √         | √           |
| 35 WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, PARĘ WODNĄ, GORĄCĄ WODĘ I POWIETRZE DO UKŁADÓW KLIMATYZACYJNYCH | X           | X         | √           |
| <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  | √           | √         | √           |
| 68 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU NIERUCHOMOŚCI  | √           | √         | √           |
| 78 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZATRUDNIENIEM  | √           | √         | √           |

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

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

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością i o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę w nich pracujących) w II p. 2018 r. wskazano 9 działów PKD, w tym 4 z działalności produkcyjnej i 5 z działalności usługowej. W II p. 2018 r. – podobnie jak to miało miejsce w II p. 2017 r. i I p. 2018 r. – żaden z działów handlowych nie został wskazany jako szczególnie zagrożony. Spośród wskazanych 9 działów PKD, aż 7 zostało wskazane jako szczególnie

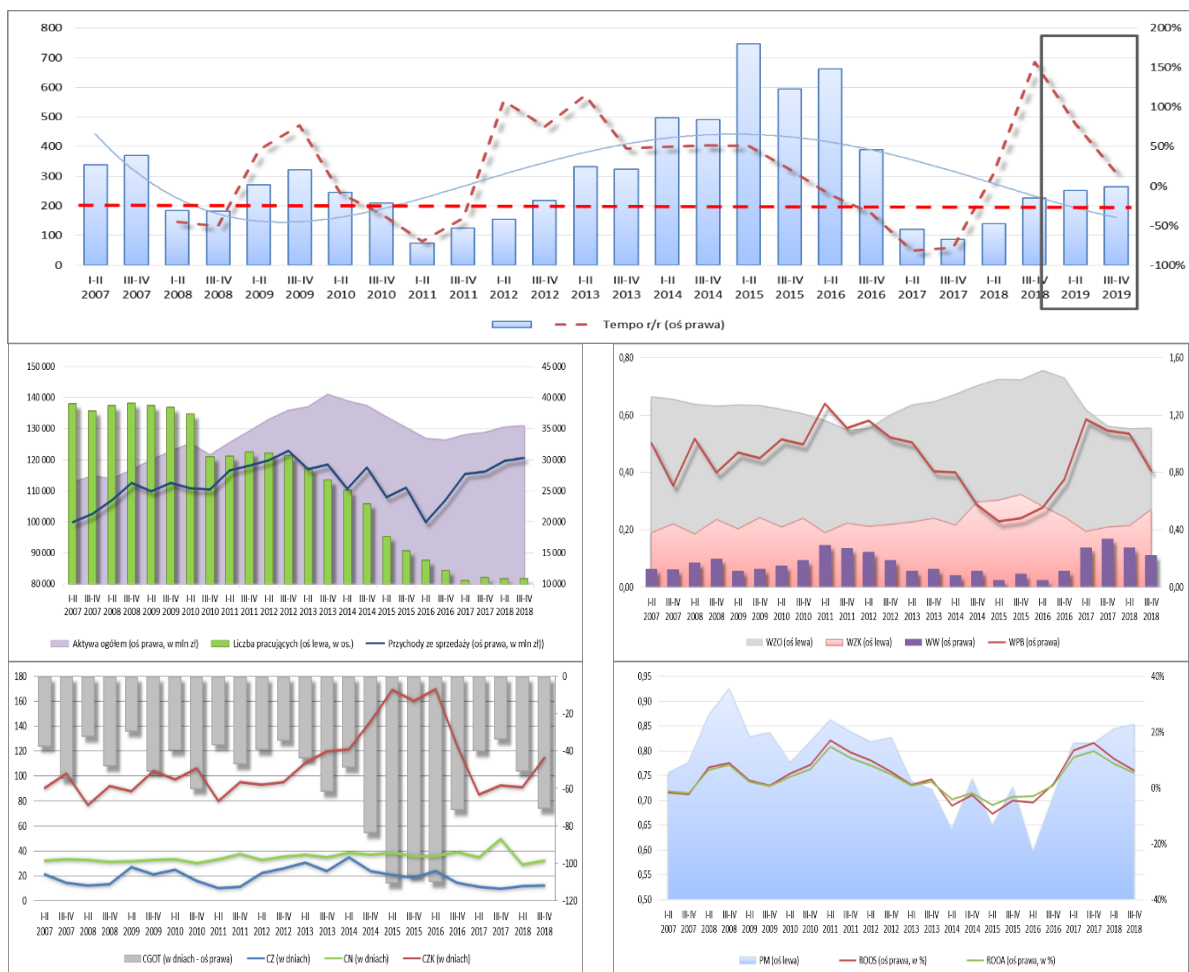
zagrożone w II p. 2017 r. i w I p. 2018 r. W II p. 2018 r. wśród działań szczególnie zagrożonych po raz pierwszy wskazano dział PKD 5 – wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu) oraz dział PKD 35 wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych. Liczba działań PKD wskazanych jako zagrożone zwiększyła się w porównaniu do I p. 2018 r.

Poniżej przedstawiono szczegółowe charakterystyki sytuacji ekonomicznej najbardziej zagrożonych upadłością 10 działań PKD. Obejmują one zarówno prognozy zagrożenia upadłością oraz zestawienie głównych charakterystyk finansowych tych działań 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. 2018 r.) – dział PKD 5

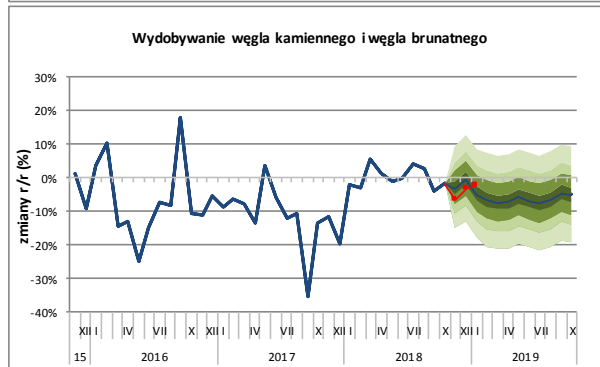
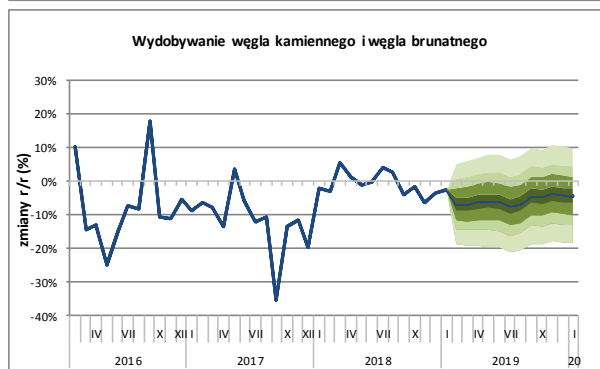
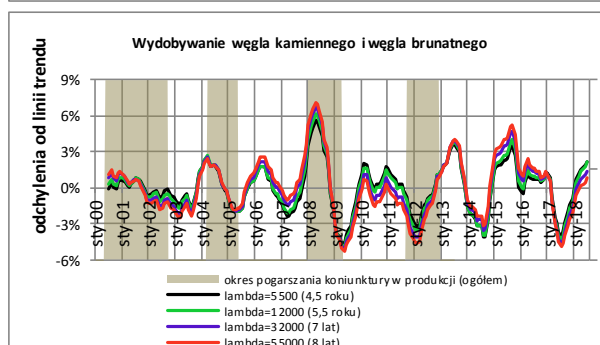
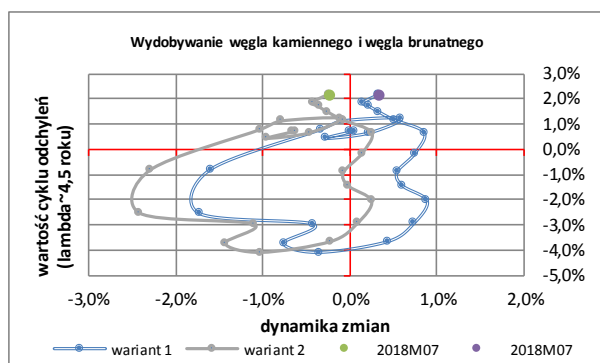


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

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

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

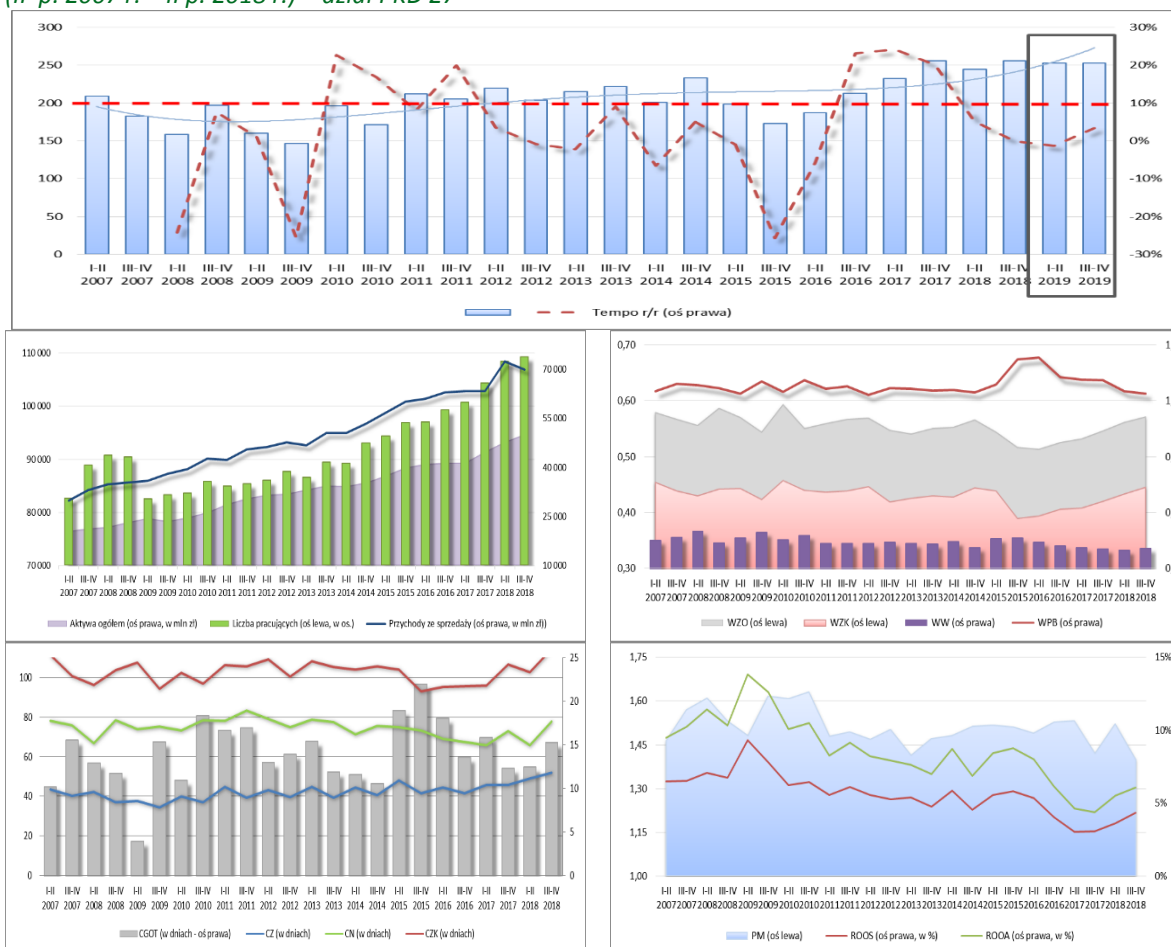


Ostatnie punkty zegara zbliżają się do drugiej ćwiartki układu współrzędnych, co wskazuje na wyhamowanie poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Zegar cyklu w wariancie 2 jest przesunięty na lewo od osi pionowej, co wskazuje na tendencję do spadku (z miesiąca na miesiąc) indeksu produkcji w tym dziale w ostatnich dwóch latach. Niska wartość próbkowego współczynnika korelacji (poniżej 0,5) świadczy o niewielkiej synchronizacji cyklu odchylenia tej zmiennej z cyklem odchylenia produkcji ogółem. Sugeruje to niewielki udział wahań cyklicznych (utożsamianych ze zmianą koniunktury) w tej zmiennej.

Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2018 r. oraz styczeń 2019 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Prognoza punktowa (mediana rozkładów) wykazuje na ujemne wielkości produkcji r/r na poziomie ok. -8%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r waha się w przedziale 0,67-0,84. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,61). Rozproszenie rozkładów predykcyjnych jest względnie stałe w horyzoncie prognozy.

## Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

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

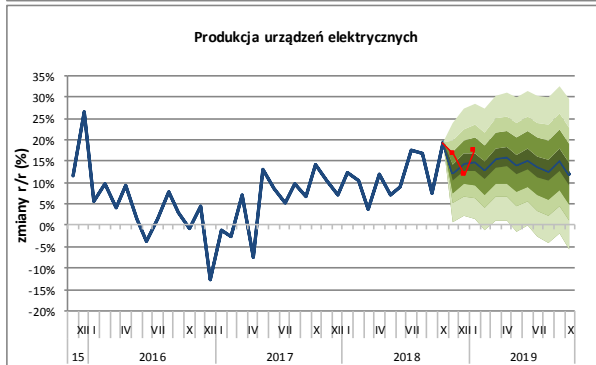
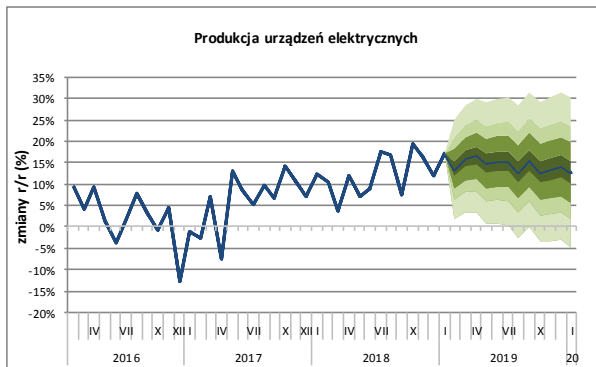
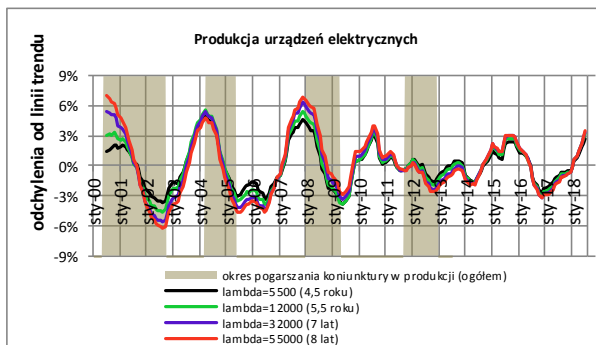
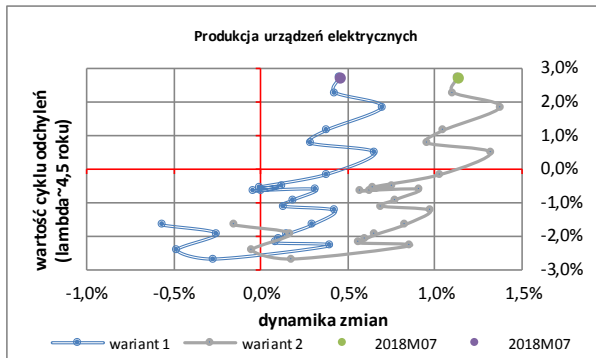


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: *Raport Mikro*.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 495 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 5). Od 2009 r. obserwowany jest systematyczny wzrost zatrudnienia, a w całym okresie analizy odnotowano wzrost wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, a w II p. 2018 r. wartości ich kształtowały na następujących poziomach: 109 325 osób, 49 943 mln zł – aktywa i 69 906 mln zł – przychody ze sprzedaży. Wyraźnie obserwowalne w II p. 2018 r. spowolnienie tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Zauważalne są od II p. 2015 r. niekorzystne zmiany struktury kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W II p. 2018 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 4,73%, zadłużenie krótkoterminowe o 5,98% wykazując taką tendencję od pięciu półroczy. W przypadku płynności bieżącej odnotowano zmniejszenie r/r o 7,35% i jednoczesny wzrost zdolności obsługi długu o 4,87% wskazując sytuację jako niekorzystną, z tendencją do jej pogłębiania się. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę do 2015 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywne jego skracanie aż do II p. 2018 r., w którym nastąpiło odwrócenie tendencji. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, cykl należności. Obserwowany cykl zapasów wykazywał cechy o charakterze wzrostowym. Zarysowana od II p. 2009 r. tendencja zmniejszania rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w II p. 2017 r. wskazując na jego odwrócenie trwające do II p. 2018 r. W zakresie sprawności działania odnotowano w II p. 2018 r. pogorszenie produktywności majątku. Dział charakteryzuje od II p. 2015 r. wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się na

poziomie wysokim (255) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji na poziomie wysokim.

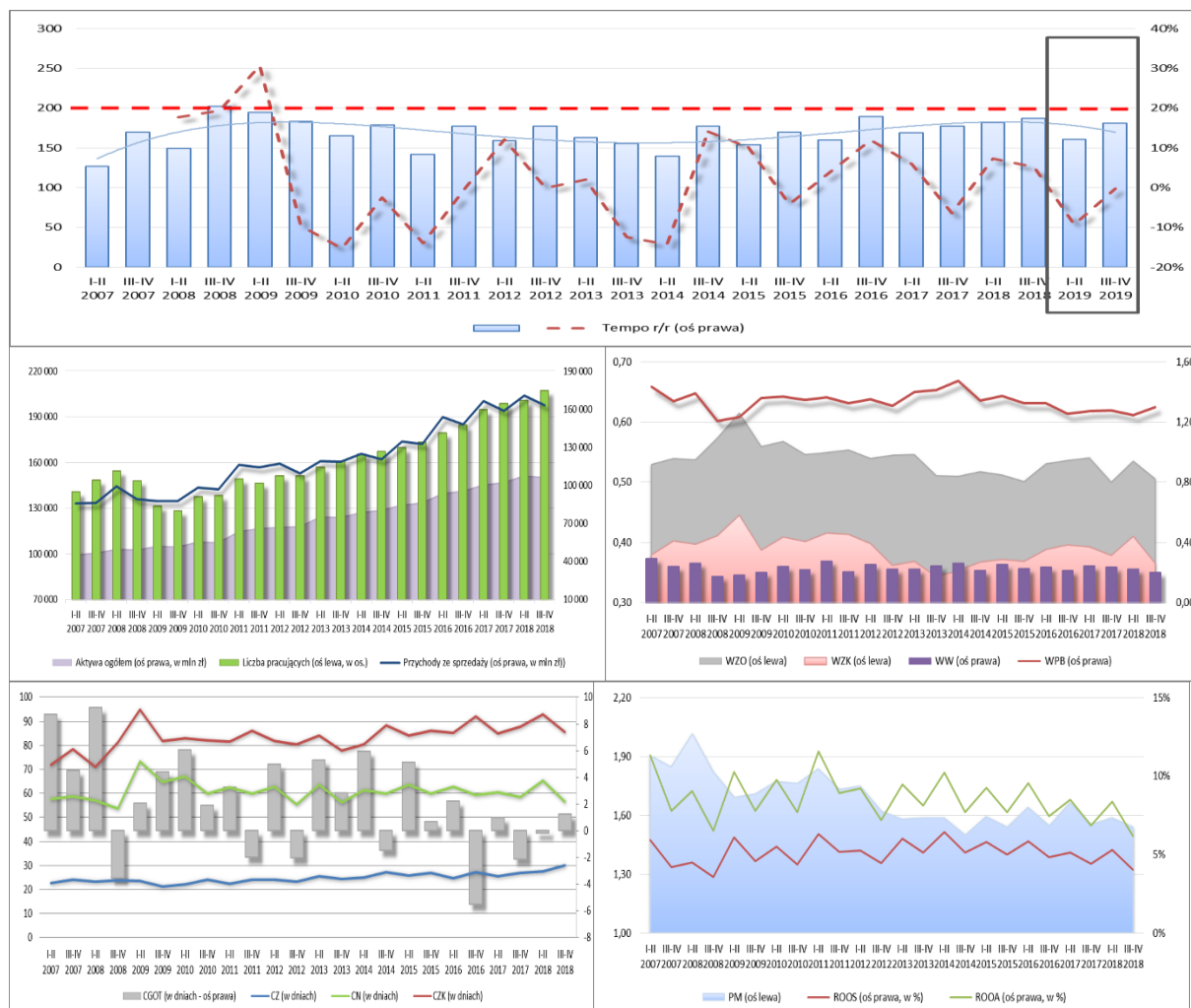


Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchyleń. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,81 wskazuje, iż cykl odchyleń produkcji wyrobów elektrycznych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

Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2018 r. oraz styczeń 2019 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predyktywnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predyktywnych) waha się w przedziale od 12% do 17%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,11. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,61).

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

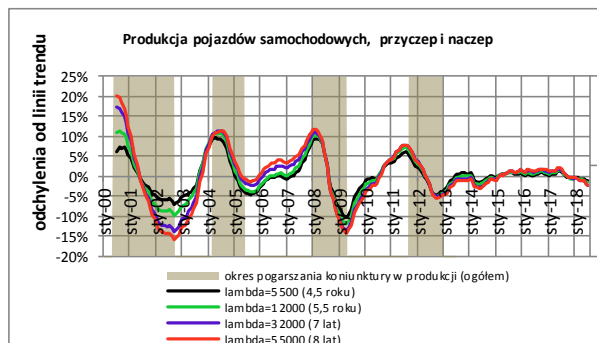
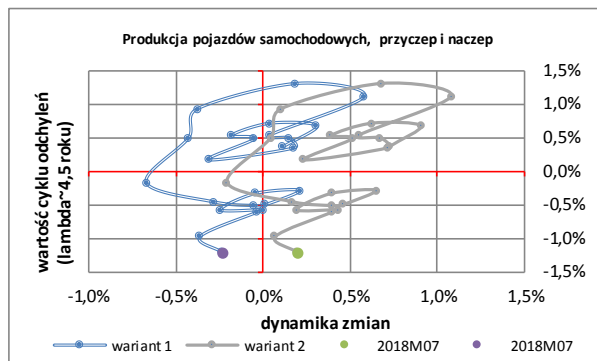
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 29



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

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

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

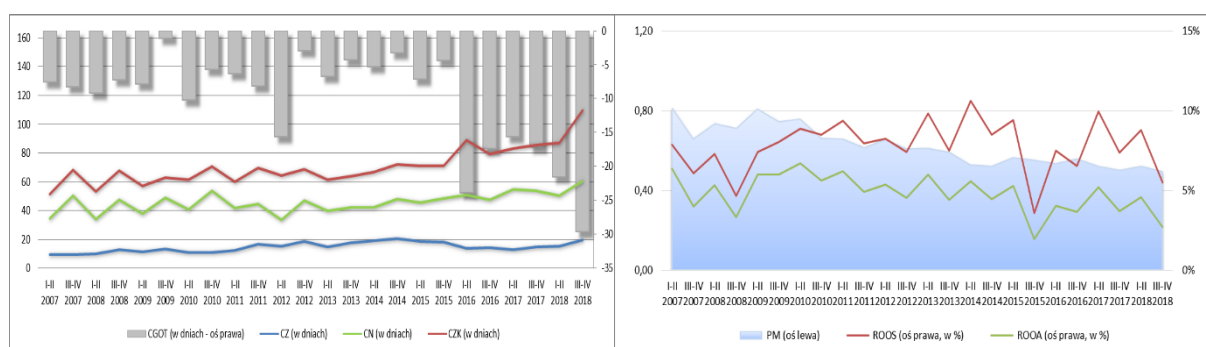
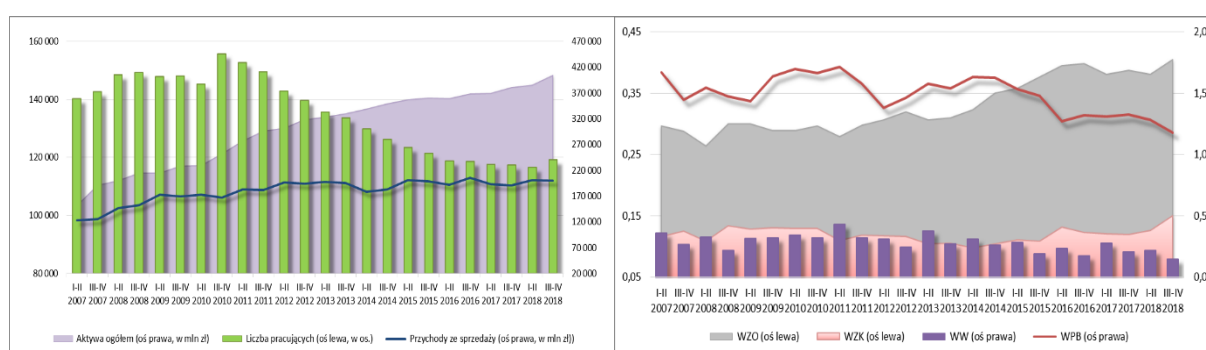
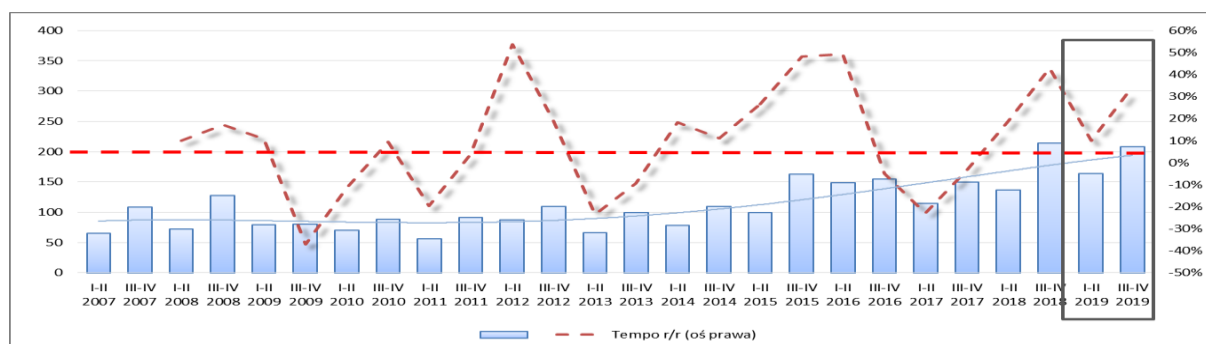


Zegary o niskim stopniu czytelności, ze względu na niską amplitudę wahań cyklu. Amplituda ta uległa zmniejszeniu do poziomu ok. 1% w ostatnich 3-4 latach, wobec obserwowanej przed tym okresem amplitudy sięgającej nawet 12-15%. Ostatnie punkty zegara oscylują pomiędzy trzecią a czwartą ćwiartką układu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

Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2018 r. oraz styczeń 2019 r.) wpłynęły na obniżenie rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predykcyjnych) wzrasta z poziomu ok. 2-3% do ok. 11-12%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r waha się w przedziale od 0,25 do 0,39. Z prawdopodobieństwem 0,62 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy. Rozkłady predykcyjne o wzrastającym w czasie rozproszeniu.

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

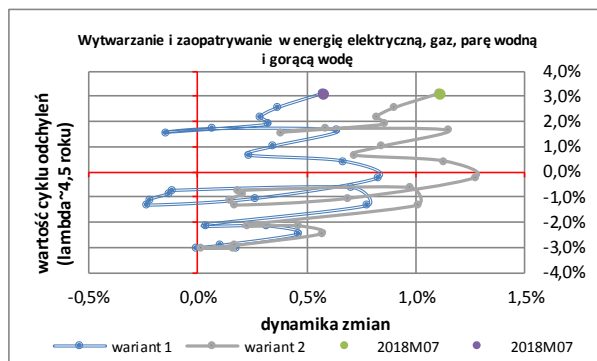
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 29



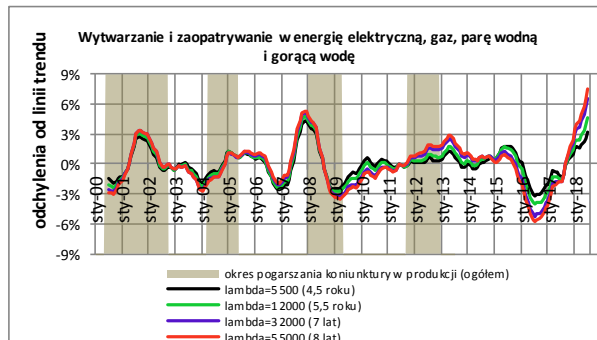
Uwagi: WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WZOZ – wskaźnik zdolności obsługi zadłużenia; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; PM – produktywność majątku (prędkość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

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

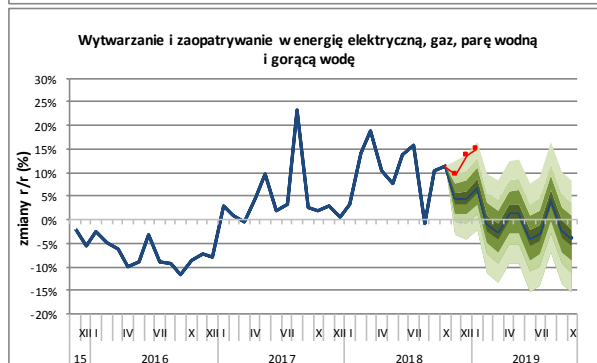
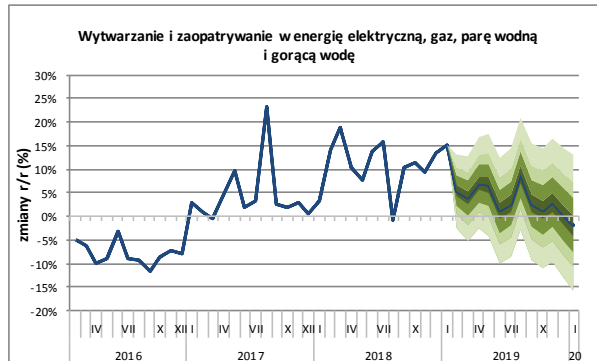
cechuje się wzrostem do poziomu 214 w II p. 2018 r., kształtując się na poziomie wysokim. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na stabilizację na poziomie wysokim.



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



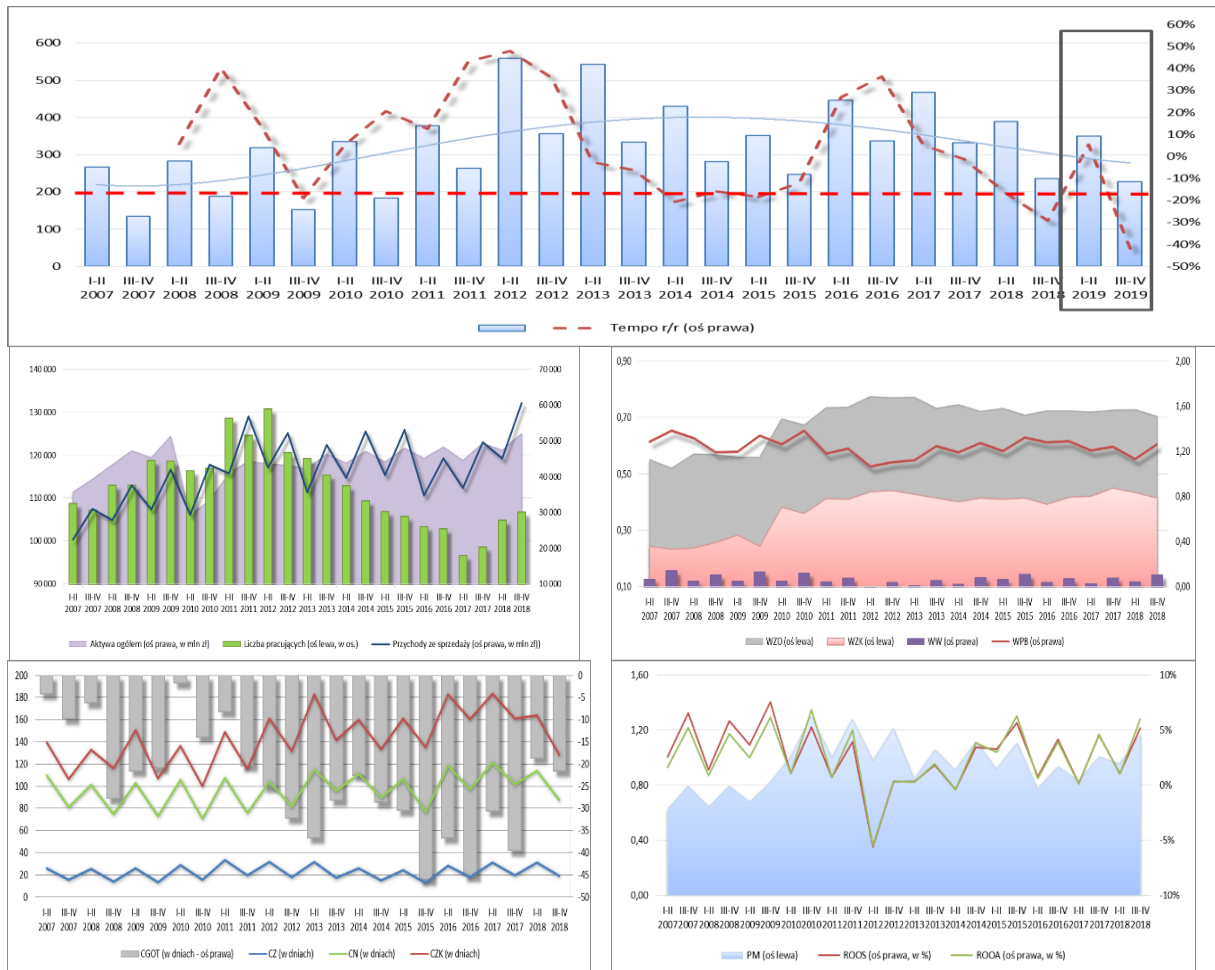
Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2018 r. oraz styczeń 2019 r.) wpłynęły na podwyższenie rozkładu predykcyjnego, szczególnie w początkowym okresie prognozy. Bieżące tendencje centralne (mediany) rozkładu predykcyjnego wskazują na tendencję do spadku produkcji r/r z poziomu ok. 6-7% do ok. 0% na końcu horyzontu prognozy. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r jest zmienne w czasie, waha się w przedziale 0,11-0,59 (wykazując przy tym tendencję do wzrostu wartości). Z prawdopodobieństwem 0,66 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy.





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

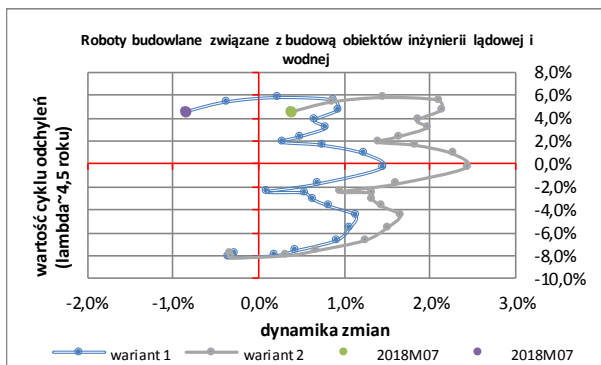
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 42



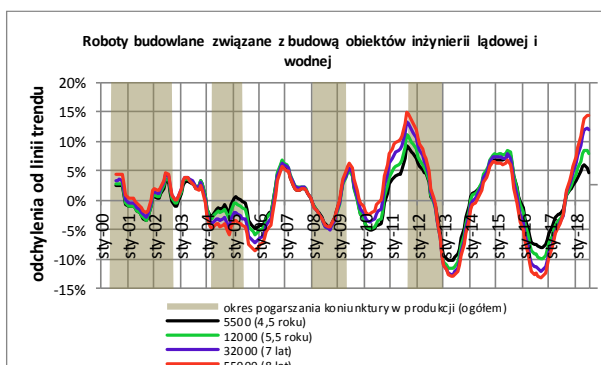
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

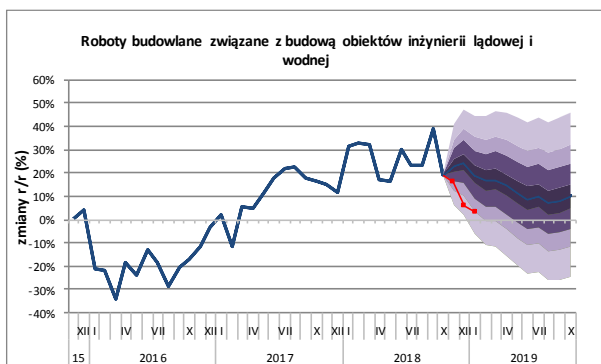
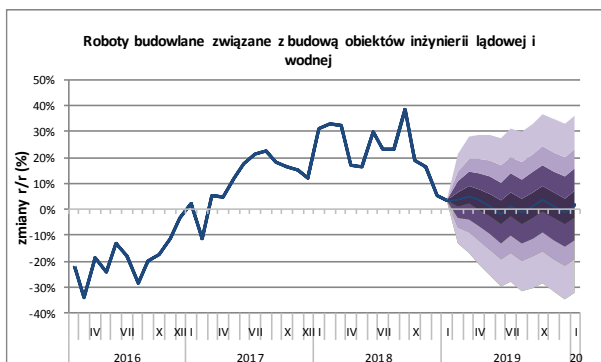
W II p. 2018 r. działalność prowadziło 1 338 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 41), w których zatrudnionych było 106 775 osób (wzrost r/r o 8,3%). W II p. 2018 r. po raz trzeci odnotowano wzrost liczby pracujących wskazując na trwałą tendencję zmian. Wartość aktywów ogółem wyniosła 52 026 mln zł (wzrost wartości od siedemnastu półroczy), a wartość przychodów ze sprzedaży 60 606 mln zł (zarysowana tendencja wzrostowa od I p. 2016 r.). Po okresie niekorzystnych zmian w II p. 2018 r. zaobserwowano poprawę sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszyło zmniejszenie poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie obserwowanym zarysowanej poprawie płynności bieżącej. W II p. 2018 r. zaobserwowano wzrost zdolności do obsługi zadłużenia. W II p. 2018 r. cykl gotówki wzrósł r/r, przy jednoczesnym skróceniu cyklu zapasów, cyklu należności oraz zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od I p. 2012 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2015 r. została przełamana cechując się sukcesywnym zmniejszaniem analizowanych miar, lecz od II p. 2017 roku odnotowano ich wzrost r/r wskazując na nieznaczna poprawę, która została utrzymana w II p. 2018 r. Od II p. 2010 r. odnotowywane pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku) zostało przełamane w I p. 2016 r. cechując się silną tendencją wzrostową. Zarysowana od I p. 2017 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została utrzymana w II p. 2018 roku stabilizując sytuację jednak dalej na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje utrzymującą się tendencję zmniejszania wartości stopnia zagrożenia.



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

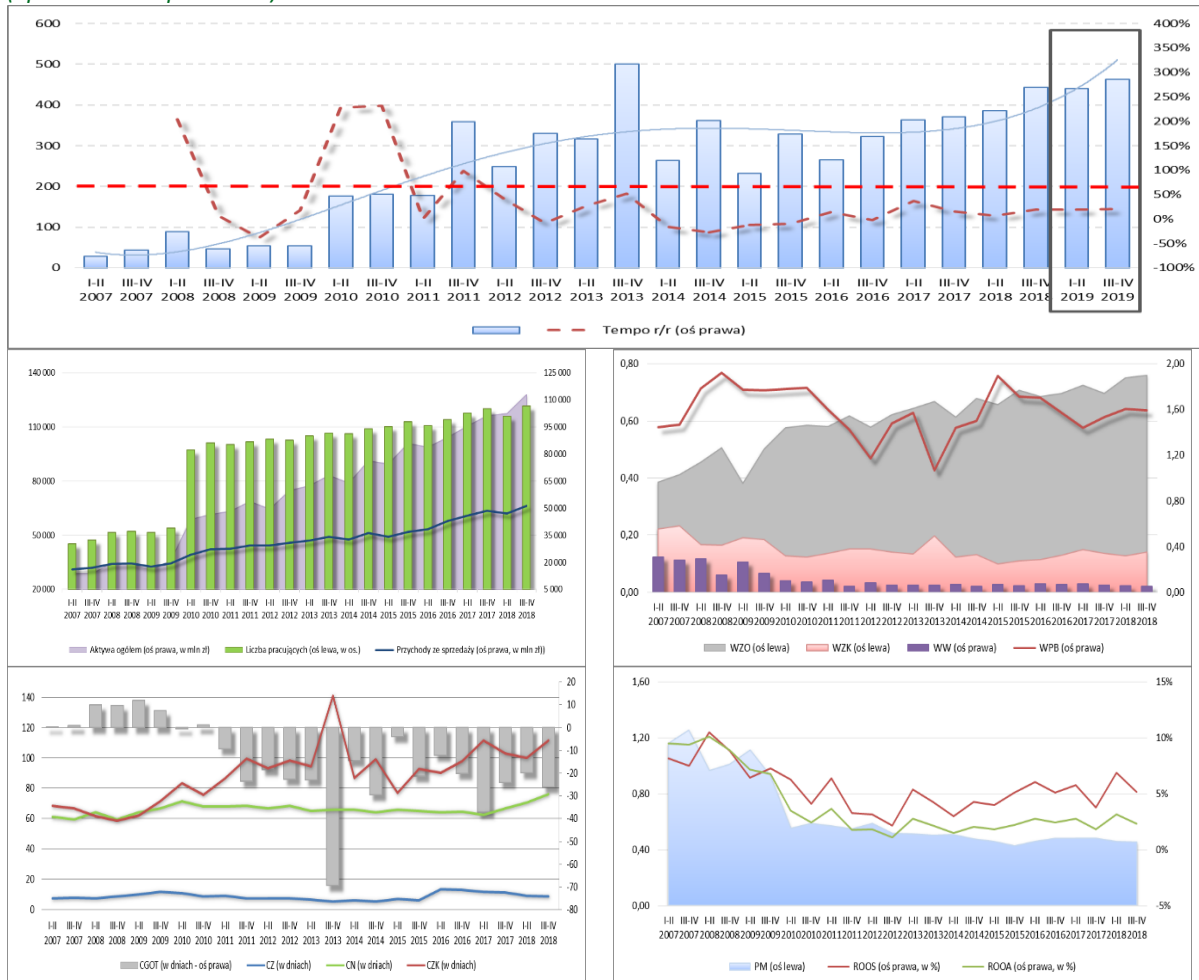


Nowo napływające obserwacje (za listopad i grudzień 2018 r. oraz styczeń 2019 r.) wpłynęły na obniżenie rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) waha się w przedziale od -1% do 5%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika waha się w przedziale 0,35-0,53. Z prawdopodobieństwem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



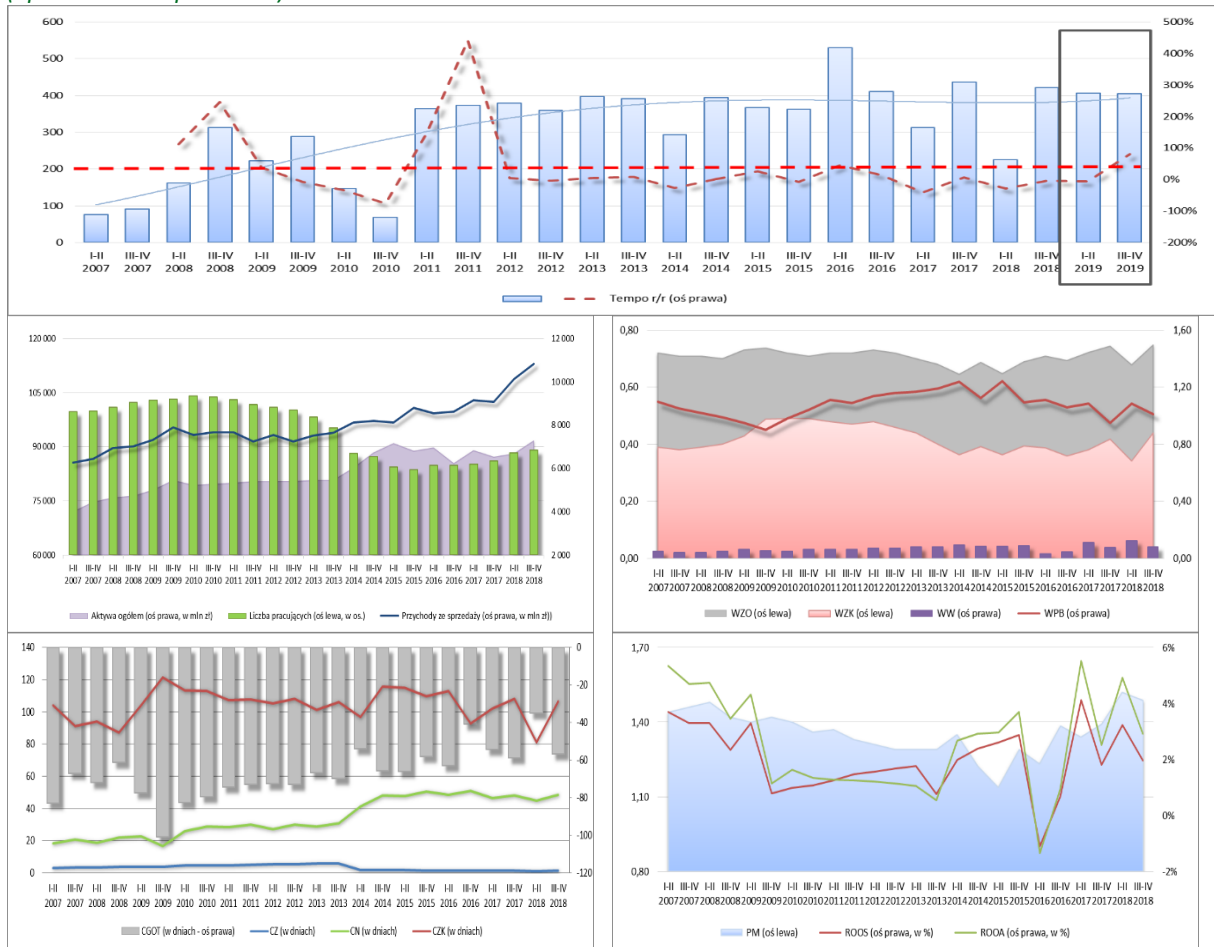
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

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

## Dział PKD 53 – Działalność pocztowa i kurierska

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 53



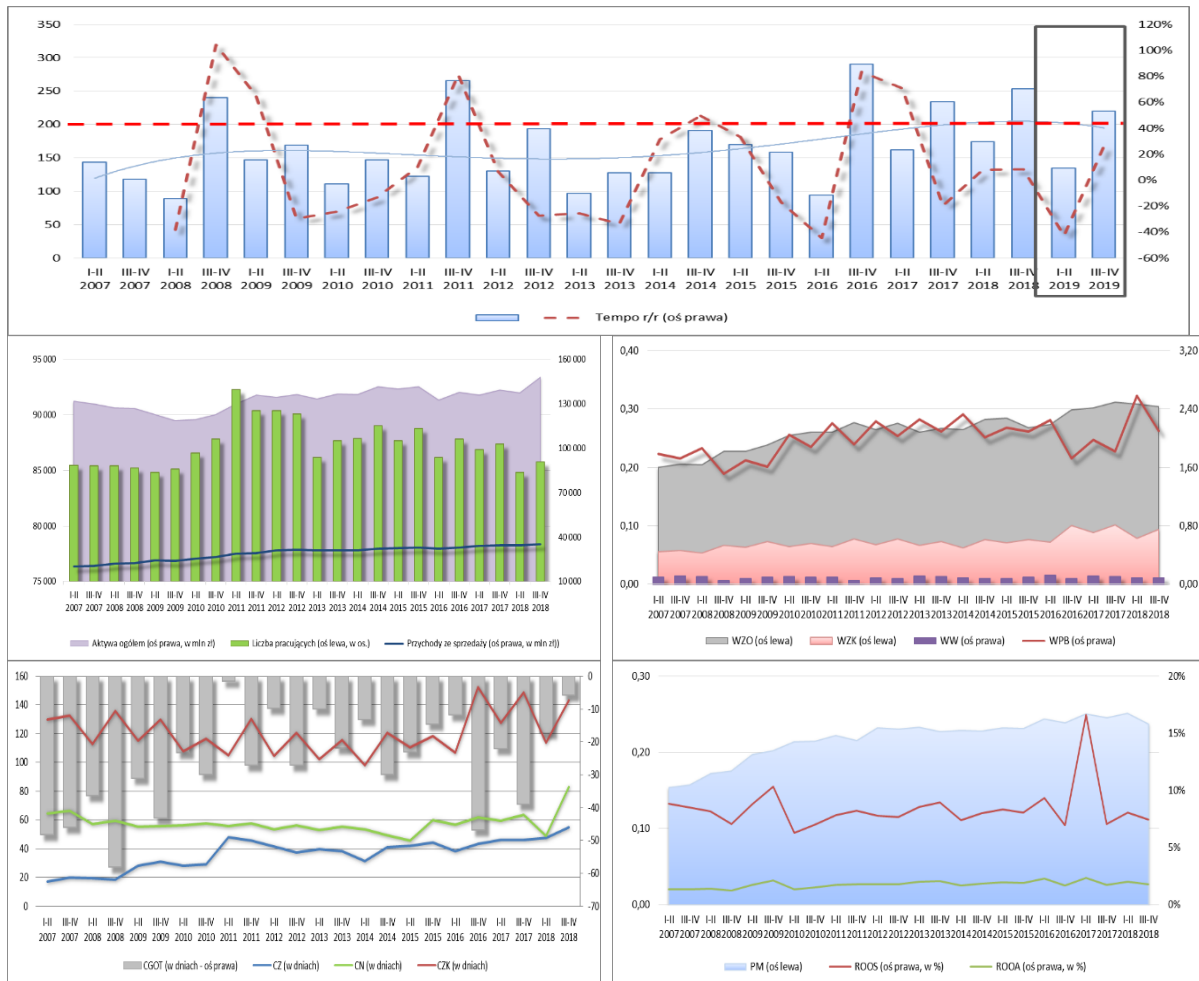
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 25 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 1), w których zatrudnionych było 89 000 osób (wzrost r/r o 3,44%) z tendencją wzrostu od II p. 2015 r. W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 7 268 mln zł (wzrost r/r o 11,4%), a wartość przychodów ze sprzedaży 10 817 mln zł (wzrost r/r o 19,06% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej zostało utrzymane w II p. 2018 r. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowano niekorzystne zmiany w II p. 2018 roku, w którym nastąpiło pogorszenie płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego. W II p. 2018 r. cykl gotówki wydłużył się r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego, cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r., odwracając trend i w I p. 2018 r. osiągając maksymalny poziom w obserwowanym okresie. W II p. 2018 r. nastąpił wzrost r//r produktywności majątku. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów po utrzymującym się trendzie wzrostowym od II p. 2009 r. zmniejszyła się do deficytowego poziomu w I p. 2016 r., a następnie nastąpił wzrost trwający do I p. 2017 r., w którym analizowane miary osiągnęły poziom najwyższe w całym okresie analizy. W II p. 2018 r. pomimo znaczącego zmniejszenia p/p rentowności sprzedaży i aktywów w relacji r/r odnotowano ich wzrost. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona w II p. 2017 r. i nastąpił silny wzrost miary do poziomu 421 w II p. 2018 r. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na utrzymanie wartości stopnia zagrożenia na poziomie wysokim.

## Dział PKD 68 – Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD 68



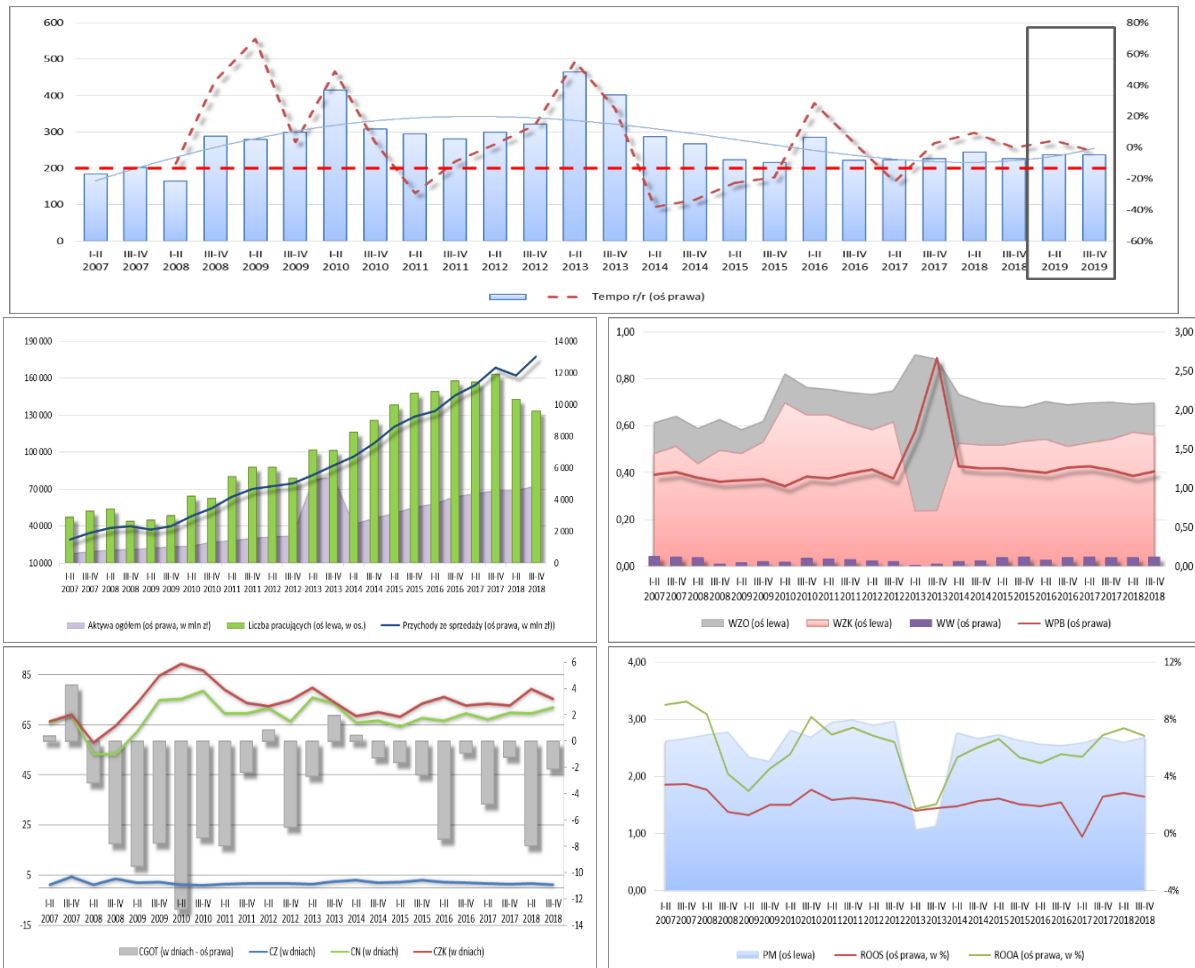
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 936 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 59), w których zatrudnionych było 85 770 osób (zmniejszenie r/r o 1,84%). W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 147 894 mln zł (wzrost wartości od I p. 2010 r. o niskim stopniu intensywności), a wartość przychodów ze sprzedaży 34 981 mln zł (regularny wzrost w całym okresie analizy). Od 2007 r. obserwowano niekorzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej. W II p. 2018 r. obserwowana jest nieznaczna poprawa sytuacji, której towarzyszy wzrost płynności bieżącej, przy jednoczesnym zmniejszeniu zadłużenia ogółem oraz krótkoterminowego. Zarysowana tendencja pogorszenia się w postaci obniżenia wartości wskaźnika zdolności do obsługi długu utrzymuje się od I p. 2017 r. Niekorzystną sytuację w II p. 2018 r. zaobserwować można poprzez wydłużenie cyklu zapasów oraz cyklu gotówki. Wartości rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2018 r. w relacji r/r, wskazywały na przełamanie tendencji spadkowej odnotowując wzrosty. Wartość produktywności majątku cechowała się nieznacznym zmniejszeniem r/r. Wartość stopnia zagrożenia cechowała się zmienną wartością w całym okresie z tendencją spadkową od II p. 2017 r. W II p. 2018 roku odnotowano wzrost wartości stopnia zagrożenia z nakreśloną tendencją wzrostową kształtując jej wartość na poziomie wysokim. Prognozy stopnia zagrożenia upadłością wskazują na nieznaczne jego zmniejszenie w kolejnych półroczach.

## Dział PKD 78 – Działalność związana z zatrudnieniem

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) – dział PKD78*



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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 525 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 19), w których zatrudnionych było 133 406 osób (zmniejszenie r/r o 18,11%) z systematyczną od II p. 2017 r. tendencją silnego zmniejszania pracujących. W analogicznym okresie zaobserwowano wzrost wartości przychodów ze sprzedaży i posiadanych aktywów. W II p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 4 859 mln zł (wzrost r/r o 5,98%), wartość przychodów ze sprzedaży 13 023 mln zł (wzrost r/r o 5,67%). Niekorzystną, lecz stabilną sytuację w strukturze kapitałowo-majątkowej potwierdzają nieznaczne wzrosty wartości poziomu zadłużenia ogółem, znaczącego wzrostu zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi zadłużenia w II p. 2018 r. W analizowanym półroczu odnotowano skrócenie cyklu gotówki przy jednoczesnym skróceniu cyklu zobowiązań i wydłużeniu cyklu należności. Obserwowalna tendencja zmniejszania od II p. 2012 r. produktywności majątku utrzymana została w II p. 2018 r. Odnotowano wzrost rentowności sprzedaży w II p. 2018 roku, wskazując już nie tylko na stabilną sytuację, lecz na jej poprawę. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została zatrzymana cechując się nieznaczną tendencją wzrostową od II p. 2017 r. kształtując jednocześnie wartość stopnia zagrożenia na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje zbliżone wartości stopnia zagrożenia w relacji r/r kształtując prognozę na wysokim lecz stabilnym poziomie.

## SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## ZAKRES ROZSZERZONY

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## LITERATURA

Batini, N., et al. (2014). "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections." IMF Technical Notes and Manuals.

Crlyno, G. A. (2017). "Did the Fiscal Stimulus Work? Billions were spent to recover from the Great Recession. How can we know whether taxpayers got a decent bang for the buck?" Federal reserve Bank of Philadelphia research dePartment First Quarter 2017.

Deloitte (2017). „European CFO Survey. Poland.” Q1 May (Deloitte).

Döttling, R., et al. (2017). "Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?" EBC.

European Commission (2017). „2017 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011.” European Commission Staff Working Document.

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

Herwartz H., Kholodilin K.A. (2014). „Uncertainty of Macroeconomic Forecasters and the Prediction of Stock Market Bubbles.” Discussion Papers 1405 (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).

IMF (2017). „World Economic Outlook – October 2017.” 12/2017.

Moor A. (2016). „Measuring Economic Uncertainty and Its Effects.” RBA Research Discussion Paper 01.

Moravec T. (2013). „The Bancruptcy in the Czech Republic – Influence of Macroeconomic Variables.” Vysoká škola ekonomická v Praze.

NBP (2017a). „Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD. Październik 2017.” Prezentacja 10/2017.

NBP (2017b). „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw.” 03/17 (NBP).

NBP (2017d). „Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.” NBP.

NBPe (2017). „Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki ankiety makroekonomicznej NBP runda: wrzesień 2017 r.” 1 (NBP).

OECD (2016). „Developments in Individual OECD and Selected Non-Member Economies – Poland.” OECD Economic Outlook 2.

PRP (2017). „Skokowe polepszenie nastrojów biznesu – najnowsze wskazania Indeksu Optymizmu Przedsiębiorców Pracodawców RP.” Marzec (Platforma Finansowa Pracodawców RP).

RM (2017). „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2017-2020.” 4/2017 (Rada Ministrów).

World Bank (2017). „Global Economic Prospects – Weak Investment in Uncertain Times.” January 2017.

World Bank (2017b). „Global Economic Prospects – Fragile Recovery.” May 2017.

World Bank (2017c). „Global Economic Prospects”, January 2018.

## SPIS TABEL

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-20 (w % r/r).....   | 25 |
| Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....  | 26 |
| Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predykcyjnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego)..... | 49 |
| Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2018 r. ....  | 59 |
| Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2017 r. – II p. 2018 r. ....   | 63 |

## SPIS RYSUNKÓW

|   |    |
|---|----|
| Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r).....  | 18 |
| Rysunek 2 Dynamika PKB, popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %) .....  | 19 |
| Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %).....   | 19 |
| Rysunek 4 Eksport i import (lewy panel) oraz kurs graniczny opłacalności eksportu (prawy panel) ....  | 19 |
| Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz moce produkcyjne (prawy panel) .....  | 20 |
| Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel) .....  | 20 |
| Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce .....   | 22 |
| Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP .....   | 22 |
| Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-17 (ceny 2010 r.).....   | 22 |
| Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB) .....  | 22 |
| Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna).....    | 23 |
| Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce .....   | 24 |
| Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS .....   | 24 |
| Rysunek 14 Kompozytowy indeks koniunktury GUS.....  | 24 |
| Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP) .....   | 24 |
| Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....  | 27 |
| Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI .....   | 27 |
| Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....  | 27 |
| Rysunek 19 Prognozy PKB – wybrane kraje.....  | 27 |
| Rysunek 20 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do lipca 2018 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartości statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel) ..... | 29 |
| Rysunek 21 Cykle odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2011 r. z bieżącego raportu oraz publikowane w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” .....   | 30 |
| Rysunek 22 Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem .....   | 31 |
| Rysunek 23 Cykl odchyień w okresie: styczeń 2000 r. – październik 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – styczeń 2019 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel) .   | 31 |

|  |    |
|--|----|
| 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 .....  | 32 |
| Rysunek 25 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (lewy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – prawy panel..... | 34 |
| Rysunek 26 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) .....   | 38 |
| Rysunek 27 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2018 r.) .....   | 39 |
| Rysunek 28 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2018 oraz II p. 2018 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r) .....   | 40 |
| Rysunek 29 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel) .....  | 42 |
| Rysunek 30 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r .....  | 43 |
| Rysunek 31 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności.....  | 44 |
| Rysunek 32 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....  | 44 |
| Rysunek 33 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....  | 45 |
| Rysunek 34 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności .....  | 45 |
| 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).....  | 46 |
| 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).....   | 47 |
| 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) .....   | 48 |
| Rysunek 38 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100) .....  | 50 |
| Rysunek 39 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości.....   | 51 |
| Rysunek 40 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100) .....  | 52 |
| Rysunek 41 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel).....  | 52 |
| Rysunek 42 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i I p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzaju działalności .....  | 52 |
| Rysunek 43 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).....   | 53 |
| Rysunek 44 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel) .  | 54 |
| Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r. ....  | 56 |
| Rysunek 46 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p./I kw. 2007 r. – II p./IV kw. 2019 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny) ....   | 57 |
| Rysunek 47 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2019 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN).....   | 58 |
| Rysunek 48 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. ....   | 59 |
| Rysunek 49 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2018 r.....  | 62 |