



**I Raport z monitorowania bieżącej
sytuacji gospodarczej w sektorach –
badania 2016-2018
– synteza**

Autor:

Jerzy Hausner



MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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

SYNTEZA

Wyniki analizy

Pomimo spowolnienia wzrostu w 2016 r., wywołanego spadkiem inwestycji, perspektywy polskiej gospodarki są, w horyzoncie analizy, dobre. W okresie tym odnotowano bowiem dynamiczny wzrost spożycia oraz eksportu. Historycznie niska stopa bezrobocia, wzrost płac, transfery związane z programem 500+ i bardzo dobre nastroje konsumentów pozwalają oczekiwać, że w perspektywie Raportu kontrybucja tego czynnika do wzrostu PKB nadal będzie znacząca. Z kolei wyraźna poprawa koniunktury w gospodarce światowej, strefie euro, a zwłaszcza u naszego głównego partnera handlowego – w Niemczech – pozwala optymistycznie patrzeć także na perspektywy polskiego eksportu.

Oceniając potencjał wzrostu należy też zwrócić uwagę na fakt, że polskie przedsiębiorstwa działają obecnie, po dość długim okresie deflacji, w korzystnych warunkach wzrostu cen, których dynamika jest zbliżona do celu inflacyjnego NBP. Firmy działają także w środowisku historycznie niskich stóp procentowych. Za właściwy należy uznać stopień dostępności kredytu, a zagregowany poziom lewarowania sektora przedsiębiorstw – za bezpieczny. Również sektor bankowy nie przewiduje w najbliższym czasie większych zmian w prowadzonej w stosunku do przedsiębiorstw polityce kredytowej. Niezależnie od finansowania zewnętrznego sektor ten dysponuje także znaczącymi środkami własnymi.

Powyżej scharakteryzowane, korzystne uwarunkowania przyszłego rozwoju, są przesłanką wspierającą prognozy przyszłego kształtowania się wzrostu i koniunktury gospodarczej. Jeśli chodzi o prognozy dla danych miesięcznych, to wskazują one, że miesięczne tempo zmian produkcji sprzedanej przemysłu będzie rosło w ciągu całego 2017 r. osiągając – pod jego koniec – odczyt dwucyfrowy. Następnie wzrost produkcji może ulec wyhamowaniu. Jednak do lutego 2018 r. prawdopodobieństwo spadku produkcji jest mniejsze niż 0.1, zaś później jedynie nieznacznie przekracza tę wartość. Prognoza sprzedaży detalicznej wskazuje na równomierny i stabilny wzrost na poziomie 5% r/r co miesiąc w całym analizowanym horyzoncie. Wykres wachlarzowy prognoz przypisuje prawdopodobieństwo spadku sprzedaży na poziomie około 0.15. Należy też podkreślić, że model z włączonym komponentem cyklicznym generuje wyraźniej bardziej optymistyczną ścieżkę wzrostu – w przypadku modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym dynamiki produkcji przemysłowej nie przekraczają 10% (wpływ komponentu cyklicznego na prognozę sprzedaży detalicznej jest znacząco mniejszy).

Dobre są również prognozy dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej; i to zarówno w świetle wyników uzyskanych w oparciu o modele z cyklicznością, jak i z wyłączonym komponentem cyklicznym (dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej warianty modeli z cyklicznością przewidują zwykle silniejszą tendencję do wzrostu dynamiki w dalszych horyzontach prognozy). W przypadku sprzedaży detalicznej obydwie ścieżki prognoz pokrywają się, jak również zaobserwowano analogiczne rozproszenie przedziałów ufności dla prognoz. Tempo zmian produkcji przemysłowej jest niższe w całym analizowanym horyzoncie prognozy, jednak wniosek, iż tempo będzie rosło do końca 2017 r. jest utrzymany. Podobnie jak w przypadku modelu z komponentem cyklicznym, należy się spodziewać dwucyfrowego odczytu tempa zmian produkcji przemysłowej na przełomie 2017 i 2018 r. Tempo zmian PKB w całym horyzoncie (do II kw. 2018) będzie wysokie i może przekroczyć 4% zmian r/r w pierwszym półroczu 2018 roku. Jednak ścieżka prognoz tempa zmian PKB uzyskana z modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym wskazuje na słabszy wzrost, który nie przekracza 3.5% r/r we wszystkich

kwartałach 2017 r. Drugie półrocze 2018 r. będzie się jednak charakteryzować już wzrostem bliższym 4% r/r.

Powyższe prognozy makroekonomiczne są zgodne z przewidywaniami szeregu innych ośrodków prognostycznych. Większość z nich nie tylko oczekuje podobnie wysokiej dynamiki wzrostu PKB Polski, ale często koryguje w górę wcześniejsze szacunki. Prognozy te wspierają też m.in. wstępne, bardzo dobre (ok. 4% r/r) szacunki wzrostu PKB za I kw. 2017 r. Do czasu opublikowania pełniejszych danych, w szczególności dotyczących aktywności inwestycyjnej, ich wartość weryfikacyjna jest jednak ograniczona.

Oceniając ryzyko powyższych prognoz należy przypomnieć, że główną przyczyną spowolnienia wzrostu w 2016 r. był spadek inwestycji, wynikający z superpozycji dwóch czynników: okresu przejściowego pomiędzy kolejnymi perspektywami finansowymi środków z UE oraz niepewności gospodarczej. O ile można przyjąć, że wykorzystanie funduszy unijnych istotnie się zwiększy, o tyle percepcja niepewności gospodarczej wykazuje zwykle większą persystencję. Choć analizowane tu wskaźniki niepewności, zarówno dla gospodarki polskiej, jak i zagranicy wskazują raczej na jej spadek, nadal jest jednak odczuwana przez przedsiębiorców – w tym CFO – jako wysoka. Wydaje się, że wyraźniejszy spadek percepcji tej niepewności w najbliższych kwartałach byłby bardzo istotny z punktu widzenia przyspieszenia inwestycji; zwłaszcza prywatnych krajowych.

W powyższym kontekście ważne jest również wskazanie na ważną zmianę własności okresowych analizowanych tu szeregów czasowych i jej wpływ na ich prognozy. Badania w komponencie makro ujawniły mianowicie wyraźne spłaszczenie, w okresie ostatnich 2 lat, amplitudy wahań cyklicznych m.in. w przypadku indeksu produkcji ogółem. Utrudnia to choćby identyfikację fazy cyklu dla tej zmiennej. Nie są też jasne przyczyny tego zjawiska, a więc trudno też przewidywać, kiedy i w jakiej formie ono ustąpi. Sytuacja ta jest jednym z powodów, dla których prognozy zmiennych makro zostały przygotowane także z wyłączonym elementem cyklicznym. Gdyby też w najbliższym czasie nie nastąpił „powrót cykliczności”, to bardziej prawdopodobne wydawałyby się przyszłe przebiegi zmiennych, oszacowane bez komponentu cyklicznego – a więc niższe.

Mimo dobrej sytuacji gospodarczej wykonane, w ramach komponentu mikroekonomicznego, analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości są podstawą oceny ostrzegawczej w zakresie kondycji finansowej sektora przedsiębiorstw. Sytuację, jaka zaistniała w II p. 2016 r., charakteryzuje pewien wzrost zagrożenia; zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak i – co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Tym samym, relatywnie stabilne warunki charakterystyczne dla ostatnich czterech półroczy, zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia. Prognozy krótkoterminowe zakreślają jednocześnie słaby trend dalszego wzrostu zagrożenia. Trzeba jednak podkreślić, że w przypadku całego SPN zagrożenie nie przekroczy w żadnym z analizowanych scenariuszy poziomu wysokiego. Sytuacja taka może się jednak zdarzyć w poszczególnych sekcjach PKD. W szczególności, istotny wzrost stopnia zagrożenia upadłością dotyczy budownictwa.

Stopień zagrożenia upadłością zróżnicowany też był w klasach wielkości przedsiębiorstw. I tak w II p. 2016 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały wzrost stopnia zagrożenia upadłością r/r, ale ogólna ocena pozostaje na granicy oceny neutralnej i ostrzeżenia.

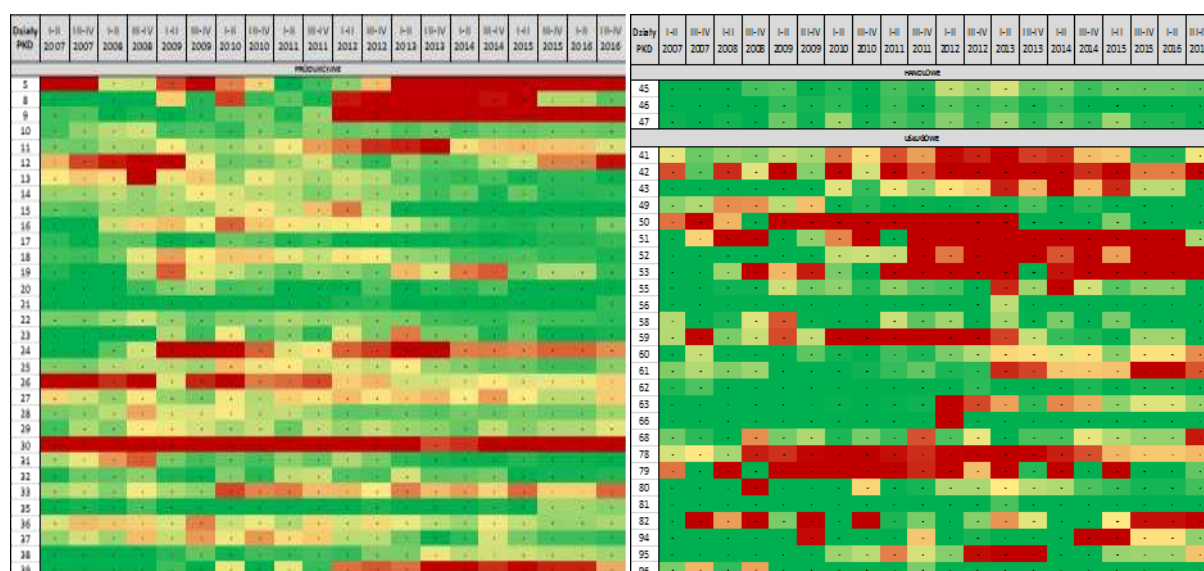
Również przedsiębiorstwa średnie odnotowały wzrost zagrożenia, wpisujący się jednak w trwający od I kw. 2015 r. okres względnej stabilizacji. Krzywa długookresowej tendencji, obejmująca także wielkości prognozowane, wskazuje na możliwą kontynuację tego kierunku; jednak z pewnym wskazaniem na wzrost zagrożenia w produkcji i usługach. Sygnał ten jest jednak delikatny.

Przedsiębiorstwa duże w IV kw. 2016 r. wykazały wzrost zagrożenia r/r po okresie stabilizacji, przy długookresowej niekorzystnej tendencji zmian. Pozytywnym zjawiskiem jest natomiast zmniejszenie okresowych wahań wskaźnika. Z prognoz na 2017 r. wynika, że wpływ na wzrost zagrożenia ma tu działalność produkcyjna oraz usługowa, natomiast handel charakteryzują korzystne zmiany. W usługach (długookresowa tendencja wzrostu zagrożenia) prognoza pokazuje kontynuację niekorzystnych zmian, aż do silnych wzrostów zagrożenia.

W badaniu zidentyfikowano też działy PKD o szczególnie wysokim stopniu zagrożenia upadłością. I jednocześnie o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę pracujących). W II p. 2016 r. wskazano 10 działów PKD, z czego 4 zakwalifikowane do działalności produkcyjnej, 6 usługowej. W tej grupie nie znalazł się natomiast żaden dział PKD z działalności handlowej. Spośród wskazanych 10 działów PKD, aż 7 zostało skasyfikowanych jako szczególnie zagrożone już od II p. 2015 r. Są to: wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (PKD 05); produkcja urządzeń elektrycznych (PKD 27); naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń (PKD 33); roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (PKD 42); magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (PKD 52); działalność pocztowa i kurierska (PKD 53); działalność związana z zatrudnieniem (PKD 78). Dział PKD 41 zaliczony do robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków zaliczono do szczególnie zagrożonych od I p. 2016 r. W II p. 2016 r. wskazano jeszcze dodatkowo 2 działy PKD (które nie wystąpiły w trzech półroczach wcześniej), tj.: produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (PKD 29) oraz działalność związaną z obsługą rynku nieruchomości (PKD 68).

Jednymi z kluczowych, diagnostycznie, są wnioski z analizy retrospektywnej zagrożenia upadłością, zilustrowane tzw. mapami ciepła (Rysunek 32 w Raporcie Mikro, gdzie znajduje się szersza dokumentacja tego problemu). Wskazują one m.in. na te działy PKD, w których poziomy tego zagrożenia są wysokie na przestrzeni dłuższego okresu czasu i sytuacja tak ma miejsce do chwili obecnej.

Mapa ciepła – zróżnicowanie stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według działów PKD w okresie I p. 2007 r. – II p. 2016 r.



W świetle analiz można oczekiwać, że odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, po okresie jego ostatniej względnej stabilności, wpływa na możliwy wzrost liczby i odsetka wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw w perspektywie I lub II p. 2017 r.

Dobra sytuacja makroekonomiczna, w tym perspektywy wzrostu, są na ogół czynnikiem zmniejszającym stopień zagrożenia upadłością na poziomie zagregowanym. Badanie mikroekonomiczne ujawnia jednak, że choć także ogólna sytuacja ekonomiczna sektora przedsiębiorstw niefinansowych (SPN) jest dobra, występują pewne słabości sektora. Wskazać tu trzeba m.in. na niekorzystne zmiany struktury majątkowo-kapitałowej (wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej), którym towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Poprawie wskaźników efektywności nie odpowiadała też poprawa sprawności działania – w sposób widoczny malała produktywność majątku (cyrkulacja kapitału).

WNIOSKI I REKOMENDACJE

Projekt ISR został wznowiony po ponad dwuletniej przerwie. Obecny raport kwartalny uwzględnia w modelowych obliczeniach dane z kwartałów, kiedy raporty ISR nie były przygotowywane. Tym niemniej przedstawione przez nas prognozy należy przyjmować z większą niż zwykle ostrożnością, ponieważ nasze innowacyjne, „uczące się”, modele prognostyczne wymagają pewnego okresu kalibracji i dopiero po kilku rundach prognostycznych wrócą na uwzględniającą pełną informację ścieżkę.

Włączenie do modelowania makro danych z okresu, w którym nie prowadziliśmy regularnych obliczeń wskazuje, że nadal podstawowym cyklem koniunkturalnym dla polskiej gospodarki jest cykl 3,5 letni, związany głównie z wahaniami koniunktury w sektorze wytwórczym. Jednakże nasze obecne analizy wykazują, że w minionym okresie nastąpiło wyraźne spłaszczenie amplitudy wahań w tym cyklu. Nie próbujemy tego obecnie wyjaśnić. Po prostu przyjmujemy, że tak jest. Próba interpretacji będzie podjęta po opracowaniu kilku kolejnych kwartalnych analiz i potwierdzeniu tej obserwacji.

Przyjmując jednak, że wykazane przez nasz model makroekonomiczny spłaszczenie cyklu jest zjawiskiem (względnie) trwałym (na co wskazują badania koniunktury innych ośrodków akademickich – w tym IRG SGH) uważamy, że za główny czynnik obniżenia dynamiki wzrostu w 2016 r. należy uznać istotne obniżenie poziomu nakładów inwestycyjnych; tak publicznych, jak i prywatnych. W związku z tym, w szczególności na poziomie makro istnieje obawa, że notowane w ostatnich dwóch latach „rozhuśtanie” dynamiki nakładów inwestycyjnych brutto w związku z zakończeniem jednej perspektywy finansowej (2007-2013 do 2015) i rozpoczęciem drugiej (2014-2020 do 2022) zniekształciło „naturalne” ruchy cykliczne PKB i może to prowadzić do przeszacowania skali jego odbicia w górę w horyzoncie prognozy.

Ta teza uwypukla także i to, że wzrost w polskiej gospodarce jest silnie uzależniony od napływu środków unijnych. Jeśli chcemy osłabić w przyszłości tę zależność, bieżący napływ tych środków powinien być spożytkowany przede wszystkim na podniesienie poziomu produktywności czynników wzrostu.

Pojawia się przy tym jeszcze inny problem. Zważywszy na głębokość trwającej 6-8 kwartałów „wyrwy” inwestycyjnej, i biorąc pod uwagę to, że dotyczy ona także inwestycji dużej grupy przedsiębiorstw (przede wszystkim prywatnych przedsiębiorstw krajowych), w przypadku których perspektywy nie są tak optymistyczne jak dla inwestycji publicznych, trzeba wziąć pod uwagę możliwość obniżenia się w tym okresie produktu potencjalnego. Wskazywałoby na to obserwowane obniżenie dynamiki wydajności pracy. Gdyby tak było i potwierdzałyby to badania także innych ośrodków badawczych, wówczas wejście polskiej gospodarki na okres 6-8 kwartałów na ścieżkę wzrostu powyżej 4 proc. PKB,

musiałyby spowodować wystąpienie różnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W szczególności wydaje się, że w krótkim okresie prognozowany wysoki wzrost PKB może prowadzić do pogorszenia bilansu płatniczego i handlowego. Zakłócenia ujawniłyby się tym bardziej, im dłużej byłby utrzymywane przez Radę Polityki Pieniężnej realnie ujemny poziom podstawowej stopy procentowej. Na potrzebę rozważenia możliwości podniesienia stopy procentowej wskazuje także stopniowy wzrost poziomu inflacji bazowej oraz relatywnie wysoki wzrost cen produkcji przemysłowej (PPI).

Na razie wymowa naszych krótkookresowych prognoz, zwłaszcza makroekonomicznych, jest wyraźnie optymistyczna. Polska gospodarka weszła w fazę ekspansji. Przez co najmniej kilka kwartałów koniunktura będzie wysoka. To oznacza, że nie znajdujemy ekonomicznych powodów do dodatkowej stymulacji ze strony polityki gospodarczej. Jeśli koniunkturalna interwencja jest uzasadniona to tylko w przypadku nielicznych sektorów przemysłu, jak np. górnictwa węgla kamiennego. Należy też obserwować zagrożenie wzrostu upadłością w sektorze budownictwa, przy czym tendencja ta może ulec osłabieniu lub nawet odwróceniu w przypadku, gdy silniej przyspieszą inwestycje infrastrukturalne (finansowane w ramach nowej perspektywy finansowej).

Korzystna koniunktura stwarza możliwość i potrzebę skoncentrowania działań na problemach strukturalnych. Idzie w szczególności o to, aby zapobiegać groźbie pojawienia się nierównowagi makroekonomicznej, co w dłuższym okresie wpływałoby niekorzystnie m.in. na produkt potencjalny. Nieustająco istotna jest także kwestia strukturalnej nierównowagi finansów publicznych. Obniżenie wieku emerytalnego może przyczynić się do zaostrzenia sytuacji w tym zakresie.

Nasza ocena koresponduje z opinią analityków i inwestorów na rynkach finansowych. Bieżącą sytuację polskiej gospodarki oceniają oni pozytywnie, o czym świadczy duży napływ inwestycji zagranicznych, głównie jednak portfelowych. Jednakże w odniesieniu do długiego okresu perspektywy polskiej gospodarki postrzegają już jako mniej stabilne, na co może wskazywać wyższy niż w części pozostałych krajów naszego regionu poziom oprocentowania 10-letnich obligacji skarbowych.

To będzie potencjalnie rzutować nie tylko na koszty obsługi długu publicznego, ale także na koszt pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa, zwłaszcza te, które korzystają z finansowania zagranicznego. Nie mogą bowiem one pozyskiwać środków na korzystniejszych warunkach niż własne państwo.

Korzystne prognozy makroekonomiczne nie mogą przesłaniać negatywnych sygnałów płynących z sektora przedsiębiorstw, zwłaszcza związanych z ich gotowością i możliwościami podejmowania inwestycji, których celem nie jest tylko odtworzenie istniejącego już kapitału produkcyjnego. W naszej analizie mikroekonomicznej za taki ostrzegawczy sygnał trzeba uznać w szczególności niekorzystną zmianę struktury majątkowo-kapitałowej i związany z tym wzrost długości cyklu należności oraz zobowiązań. Generalnie w przedsiębiorstwach maleje produktywność majątku. To także będzie przyczyniać się do obniżenia produktu potencjalnego.

Optymistyczne prognozy makroekonomiczne wiążą się także z dobrą oceną koniunktury gospodarczej, w krajach gospodarczo wysoko rozwiniętych, w tym w szczególności w strefie euro, czyli u naszych głównych partnerów handlowych. Trudno jednak zbagatelizować niebezpieczeństwo narastania gospodarczego nacjonalizmu i wojen handlowych. I z tego punktu widzenia Brexit stanowi istotne źródło zagrożenia, także dla polskiej gospodarki.

Wprawdzie w gospodarce światowej koniunktura jest relatywnie dobra, lepsza niż w zeszłym roku, a prognozy po raz pierwszy od 6 lat są rewidowane w górę, nadal występują, a w części umacniają się, zjawiska, które mogą świadczyć o tym, iż mimo wzmacniających się oznak ożywienia gospodarka

światowa wchodzi w okres wyraźnie niższego wzrostu niż przed niedawnym kryzysem. Utrzymują się zjawiska, które na to wskazują – w tym przede wszystkim kumulujący się nadal nadmiar oszczędności w przedsiębiorstwach. Dotyczy to wprawdzie głównie wielkich międzynarodowych firm, tym niemniej w sytuacji, w której znaczna część oszczędności firm nie jest inwestowana w kapitał trwały, lecz trafia do sektora finansowego – między innymi poprzez wykup akcji własnych – tempo wzrostu gospodarki światowej może okazać się trwale niższe. Wyjątkowo niskie tempo wzrostu inwestycji przedłuża okres utrzymywania się niskiego tempa wzrostu wydajności w gospodarkach państw rozwiniętych, co uniemożliwia wzrost płac mimo malejącego bezrobocia. Także w Polsce występuje już tendencja (na razie słaba) do stopniowego obniżania się tempa wzrostu wydajności. Jest ona jednak w dużej mierze naturalną konsekwencją rosnącego udziału usług w tworzeniu wartości dodanej (co jest tendencją globalną). Trzeba zatem liczyć się z tym, że stopniowy spadek tempa wzrostu wydajności może z czasem zacząć ograniczać możliwości podnoszenia płac przez firmy krajowe.

Mimo dużego zadłużenia sektora prywatnego i publicznego w Chinach, ich gospodarka zaczyna być w coraz większym stopniu czynnikiem podtrzymującym tempo wzrostu w gospodarce światowej. Wydaje się, że władze Chin zdają sobie sprawę z potencjalnych zagrożeń tkwiących w chińskim systemie finansowym i starają się im zapobiec. Jeśli okaże się to skuteczne, zachodzący w Chinach proces realnej konwergencji może przez dłuższy czas podtrzymywać wzrost w rejonie Pacyfiku i całej gospodarce światowej.

Patrząc na strukturę wzrostu polskiej gospodarki widać, że w ostatnim okresie był on ciągnięty głównie przez wzrost spożycia indywidualnego i popyt konsumpcyjny. Nasze prognozy wskazują na spłaszczenie dynamiki tego czynnika wzrostu. Będzie ona relatywnie wysoka, ale nie będzie już przyspieszać. Tym bardziej, że z jednej strony nie będzie już mogło rosnąć zatrudnienie (deficyt pracowników), zaś z drugiej przy obecnym (relatywnie wysokim) poziomie wzrostu wynagrodzeń nominalnych, dynamika płac realnych, z powodu inflacji, będzie odczuwalnie niższa. Nie ma też możliwości dalszego pobudzania konsumpcji ekspansją fiskalną. Stąd kluczowe znaczenie dla utrzymania silnego ożywienia gospodarczego będzie miało pobudzenie inwestycji przedsiębiorstw.

I patrząc z tego punktu widzenia na perspektywy polskiej gospodarki podkreślamy, że polityka gospodarcza powinna być obecnie skoncentrowana na zagadnieniach strukturalnych, takich jak: (1) pobudzanie oszczędności krajowych, (2) usuwaniu źródeł niepewności inwestycyjnej, (3) podnoszeniu aktywności zawodowej, zwłaszcza osób starszych, (4) wzroście poziomu i efektywności wydatkowania środków publicznych na badania i rozwój oraz kształcenie zawodowe, (5) stopniowym zwiększaniu nakładów na oświatę, szkolnictwo wyższe i służbę zdrowia, ponieważ współcześnie – przy postępującej automatyzacji przemysłu – są to obszary, gdzie mogą powstawać atrakcyjne dla kolejnych pokoleń miejsca pracy, (6) podnoszeniu sprawności i jakości instytucji regulujących działalność gospodarczą.