



**XI Raport z monitorowania bieżącej  
sytuacji gospodarczej w sektorach –  
badania 2016-2019  
– raport łączny**



**Autor:**

**Piotr Boguszewski**



**MINISTERSTWO  
ROZWOJU**

**Unia Europejska**  
Europejski Fundusz  
Rozwoju Regionalnego



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



## SPIS TREŚCI

SYNTEZA .....	9
WPROWADZENIE .....	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 GOSPODARKI ŚWIATOWEJ.....	27
1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI.....	29
1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH .....	34
1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW.....	35
<b>II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....</b>	<b>39</b>
2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	39
2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE.....	40
2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB .....	41
2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM.....	44
2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ .....	45
<b>III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW .....</b>	<b>48</b>
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	48
3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON .....	48
3.3 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH .....	51
<b>IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>	<b>53</b>
4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....	53
4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA.....	53
<b>V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....</b>	<b>59</b>
5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....	59
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....	59
5.3 TOP 10.....	61
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....	70
LITERATURA .....	74
SPIS TABEL .....	75
SPIS RYSUNKÓW .....	75



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

---

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

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

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

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

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

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





## SYNTEZA

Mimo utrwalających się oznak spowolnienia sytuację gospodarczą Polski w I półroczu 2019 r. należy uznać za dobrą. Wzrost gospodarczy w obu kwartałach oscylował wokół 4,5% r/r, a dynamika inwestycji, choć słabsza niż na początku tego okresu, również w II kw. była wysoka. Warto jednak zwrócić uwagę, że w kończącym półroczu kwartale jedynym czynnikiem wzrostu PKB był popyt krajowy (zerowy wkład eksportu netto), w tym przede wszystkim spożycie gospodarstw domowych, przy widocznej jednak kontrybucji inwestycji.

Również sytuację w III kw. br. można – głównie na podstawie dostępnych danych miesięcznych – uznać za dość dobrą, z wyraźnie jednak gorszymi odczytami w kilku obszarach. Niewątpliwie pozytywnym komponentem obrazu jest bardzo dobra kondycja sektora gospodarstw domowych. Sprzyja jej m.in. rekordowo niska stopa bezrobocia, przy dobrej dynamice wzrostu płac nominalnych, słabiej się jednak przekładającej, ze względu na wyższą niż w kilku okresach wcześniejszych inflację, na wzrost realny tej kategorii. Pozytywnie na nastroje oddziałują też zarówno wymierne rezultaty finansowe już prowadzonych programów społecznych, jak i zapowiedzi niektórych nowych rozwiązań. Stymulująco działa też środowisko nie tylko historycznie niskich stóp procentowych, ale też zakotwiczenie na niskim poziomie oczekiwań w tym obszarze. W efekcie rekordowo wysoki jest poziom bieżącego wskaźnika ufności konsumenckiej. Wydaje się, że jest to obecnie jeden z kluczowych czynników podtrzymujących popyt krajowy, w tym dynamikę spożycia gospodarstw domowych, na dobrym poziomie.

Na powyższym tle pojawia się jednak kilka sygnałów ostrzegawczych. Przede wszystkim dość słabe są zarówno „twarde”, miesięczne wskaźniki aktywności przemysłu, jak i nastroje przedsiębiorców z tego działu gospodarki. Warto tu jednak podkreślić, że interpretacja kilku obserwacji miesięcznych, zwłaszcza z okresu lata, powinna być bardzo ostrożna. Tegoroczny okres kanikuły obfitował bowiem w anomalie pogodowe; zarówno w Polsce, jak i u części naszych partnerów gospodarczych. Taka sytuacja nie tylko może wpływać bezpośrednio na wydajność pracy, ale powodować nietypowe efekty kalendarzowe, związane np. z wymuszonymi okresami urlopowymi. Pełniejszy obraz sytuacji powinny pokazać najbliższe dane o produkcji sprzedanej za wrzesień br. Po drugie, w słabnącym trendzie znajduje się, mimo bardzo dobrych nastrojów gospodarstw domowych, sprzedaż detaliczna towarów. Wprawdzie ta kategoria charakteryzuje się dużą zmiennością, ale dane za sierpień, choć wciąż dobre, mogą być oceniane jako lekko rozczarowujące. Nie jest to jednak dostateczna podstawa dla nadmiernych uogólnień. Po trzecie, w ostatnim kwartale zaobserwowaliśmy wyraźny spadek kompozytowego wskaźnika koniunktury, charakteryzującego łączny jej stan w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach oraz w sektorze finansowym. Wskaźnik ten znajduje się jednak w pobliżu wartości neutralnej, reprezentującej długookresową średnią, co w przypadku polskiej gospodarki, charakteryzującej się długotrwałym wzrostem, jest cały czas sytuacją pozytywną.

Mimo korzystnego aktualnego stanu gospodarki, przewidywanie jej ścieżki rozwoju w perspektywie kilku najbliższych kwartałów może być, zwłaszcza w niektórych obszarach, obarczone pewnymi trudnościami. Prawdopodobnie najbardziej czytelny jest obraz dotyczący koniunktury w sektorze gospodarstw domowych. Zarówno wspomniane już bardzo dobre nastroje konsumentów, jak i wdrażane i oczekiwane programy społeczne, będą zapewne powodować, że spożycie tej grupy wciąż będzie kształtować się na dobrym poziomie. Nie można tu jednak nie wspomnieć o pewnych ryzykach, przy czym podstawowe ma charakter paradoksalny – jest nim siła obecnego sukcesu. Dobrych nastrojów w gospodarstwach domowych nie da się bowiem tłumaczyć jedynie efektami mnożnikowymi wprowadzonych stymulacji typu 500+. Te bowiem, jak pokazuje literatura, trwają na ogół krócej i są płytsze od obserwowanych obecnie w Polsce. Wydaje się raczej, że niezwykle ważną

rolę odegrało tu zjawisko pewnej stabilizacji finansowej i awans wielu grup społecznych do „wyższej ligi” zamożności ekonomicznej, jakie te programy spowodowały. Ten optymizm wzmacniają dodatkowo dalsze zapowiedzi rozwiązań poprawiających sytuację gospodarstw domowych, w tym wzrostu płacy minimalnej, dodatkowych emerytur etc. Jednak nawet stosunkowo klasyczne analizy pokazują (np. Minsky), że tak komfortowe otoczenie sprzyja kształtowaniu się często nadmiernie rozbudzonych oczekiwań. Im bardziej są one jednak nadmierne, tym łatwiej mogą je gasić negatywne, czy nawet jedynie relatywnie negatywne zdarzenia w otoczeniu gospodarczym. Wydaje się wręcz, że właściwe zarządzanie oczekiwaniami gospodarstw domowych może być jednym z kluczowych czynników. W warunkach słabnącej koniunktury trudno jednak o ich całkowite uniknięcie, choć z pewnością sporo tu można zrobić instrumentami polityki gospodarczej.

Analizując przyszłe zachowania gospodarstw domowych trzeba też zwrócić uwagę na możliwe skutki kumulacji świadczeń, w tym np. rozszerzenia programu 500+ na pierwsze dziecko. W części rodzin, zwłaszcza nieco zamożniejszych, może to spowodować zmianę sposobu wydatkowania dodatkowych środków: zastąpienie profilu „konsumenta” profilem „inwestora”. Choć nie musi to prowadzić do redukcji sumy wydatków, to zmieni się ich struktura, przy czym wzrośnie udział nabywanych, przy ewentualnym wspomaganiu kredytem, takich dóbr, jak mieszkania, działki budowlane etc. W efekcie może więc jednak spaść popyt na część dóbr konsumpcyjnych – mimo wzrostu dochodów ludności.

Wydaje się, że również w obecnej edycji Raportu można podtrzymać wyrażoną w poprzednim tezę, że przynajmniej jeszcze przez pewien czas należy oczekiwać dość dobrej dynamiki inwestycji. Przypomnijmy bowiem, że wskazywać na to może m.in. zaobserwowana w I kw. br. ich struktura – znaczące wówczas nakłady na budynki i budowle charakteryzują się zwykle wyraźnie dłuższym cyklem niż na maszyny i urządzenia. Po drugie, podwyższoną aktywność inwestycyjną wykazało wiele branż gospodarki. Wzrost tej dynamiki wynikał zatem nie tylko z realizacji jednorazowych „mega projektów” – podwyższoną aktywność inwestycyjną wykazało najwięcej branż od 2008 r., a motorem przyspieszenia tego procesu były także inwestycje prywatne. Weryfikacja tej hipotezy będzie jednak łatwiejsza po ukazaniu się pogłębionych analiz danych GUS w zakresie F-01 za II kw. br. Po trzecie, stabilne jest otoczenie finansowe przedsiębiorstw, a poziom stóp procentowych należy oceniać jako niezwykle korzystny z punktu widzenia procesów inwestycyjnych. Zauważmy też, że choć w fazach spowolnienia sektor bankowy często zmniejsza podaż finansowania, to w świetle aktualnych ocen tego zjawiska owo zaostrenie w stosunku do sektora przedsiębiorstw niefinansowych jest w Polsce nieznaczne. Odnotujmy dalej, że Polska jest obecnie dość dobrze oceniana przez potencjalnych inwestorów zagranicznych. W grupie 20 państw z EŚW jesteśmy obecnie na 3 miejscu – za Estonią i Czechami. Stabilną pozycję konkurencyjną naszej gospodarki potwierdza także najnowszy Globalny Raport Konkurencyjności Światowego Forum Gospodarczego, a sporo elementów naszej przewagi nad konkurentami ma charakter trwały, niezależny od krótkookresowych wahań koniunktury – stabilną sytuację makroekonomiczną, bardzo duży rynek wewnętrzny, rozbudowaną sieć poddostawców, centralne położenie geograficzne, członkostwo w UE. Tracimy natomiast, od trzech lat, przewagę w zakresie kosztów pracy, które jednak, mimo wzrostu, są nadal istotnie niższe niż w krajach rozwiniętych.

Są oczywiście i czynniki potencjalnie spowalniające dynamikę nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw niefinansowych. Zazwyczaj tonująco, a nawet supresyjnie, może działać obecna faza cyklu koniunkturalnego. Widoczny jest choćby spadek poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych. Mimo takiej tendencji wciąż jest on jednak wysoki, co może zachęcać do pewnej ich odbudowy „na lepsze czasy”. Negatywnie wpływać może również poziom niepewności, zwłaszcza w otoczeniu Polski. Wciąż jest on nie tylko bardzo wysoki, ale ponownie rosnący. Potencjalnie hamującą siłę tego czynnika mogą jednak osłabiać procesy globalizacyjne, które tworzą warunki sprzyjające jego dywersyfikacji.

Otwarta jest kwestia potencjalnych zmian w strukturze popytu gospodarstw domowych w kierunku dóbr inwestycyjnych. Spowodowałyby to redukcję popytu konsumpcyjnego. Pytanie jednak, czy może to być skompensowane inwestycjami na innych rynkach? W przypadku inwestycji budowlanych istnieją bowiem dość poważne bariery podażowe realizacji takich przedsięwzięć – część surowców i materiałów musi być pozyskiwana lokalnie, istnieją obszary deficytów rąk do pracy etc.

Nadal bardzo trudne jest prognozowanie sytuacji w zakresie handlu zagranicznego. Podstawowe źródła niepewności nie tylko nie zmaterializowały się, ale można wręcz obawiać się kumulacji części z nich. Po pierwsze, istnieje wysokie prawdopodobieństwo szybkiego zrealizowania się Brexitu; i to zapewne w formie bezumownej. Po drugie, sytuacja gospodarcza w Niemczech, zwłaszcza w przemyśle, już jest dosyć trudna, a kraj ten prawdopodobnie w III kw. br. mógł znaleźć się w tzw. recesji technicznej. Pocięszający jest jednak stosunkowo dobry popyt wewnętrzny. Można oczekiwać także pobudzających skutków luźniejszej polityki EBC. Poważnym problemem może być natomiast dalsze pogarszanie się relacji handlowych z USA, w tym niedawno nałożone na wymianę z UE nowe cła. Mogą one zresztą dotknąć Polskę nie tylko pośrednio – *via* nasza wymiana z Niemcami, ale i bezpośrednio. Gdyby gospodarce niemieckiej udało się nawet uniknąć recesji, a ostatnie odczyty produkcji przemysłowej okazały się tam nieco lepsze od oczekiwań, tempo jej wzrostu i tak będzie w najbliższym czasie niskie.

Bardziej złożoną kwestią jest ocena szans wzrostu naszego eksportu na inne rynki. Tu przede wszystkim należy pamiętać, że kondycja gospodarki światowej generalnie nie jest najlepsza i również w nadchodzącym roku trudno oczekiwać tu bardziej pozytywnych zmian. Na jej funkcjonowanie kładzie się cieniem m.in. wojna celna USA z Chinami, ale także innymi krajami. Pewne nadzieje można jednak wiązać z postępem rozmów przedstawicieli obu tych krajów. Również prognozy wzrostu gospodarki amerykańskiej nie są zbyt optymistyczne, choć pewne nadzieje można wiązać z łagodzeniem polityki pieniężnej przez FED. Powstaje zatem pytanie, jak w tym niezbyt korzystnym otoczeniu będą radzili sobie polscy eksporterzy, przy czym ważne jest tu nie tylko to, jaki będzie ich ostateczny wynik na eksporcie, ale również to, na ile ewentualne kłopoty ze sprzedażą za granicę mogą wpływać na ogólną kondycję tych firm? Pewną sugestią może być tu obserwacja, że część eksportu jest dostarczane przez przedsiębiorstwa, które nie są tzw. eksporterami wyspecjalizowanymi. W szeregu przypadkach może to oznaczać dwie korzystne okoliczności. Po pierwsze, firmy takie często są bardziej elastyczne w sytuacji, gdy konieczna jest zmiana produktu lub rynku eksportu. Po drugie, istotna część ich przychodów pochodzi z rynku krajowego, a więc i sytuacja tych podmiotów jest mniej zależna od ryzyk zewnętrznych. Jeśli w dodatku uwzględnimy fakt, że dominująca część inwestycji jest skupiona w rękach nie eksporterów, dodatkowo widzimy, że również aktywność inwestycyjna tych firm może być mniej zależna od koniunktury międzynarodowej. Analizując problem aktywności eksportowej, nie można też zapomnieć o pewnym stałym elemencie systemowym – płynnym kursie. Złoty w ostatnim okresie nieco się osłabił, co na ogół sprzyja eksportowi.

Jeśli chodzi o import, to również można podtrzymać dużą część oczekiwań wyrażonych w poprzednim Raporcie. Przede wszystkim, mimo wejścia gospodarki w fazę spowolnienia, trudno spodziewać się dużego spadku jego dynamiki. Przemawiać za tym mogą przynajmniej dwa powody. Po pierwsze, dodatkowe środki z rozszerzenia programu 500+ mogą być przeznaczone nie tylko na zakup produkowanych w kraju dóbr podstawowych, ale i importowanych wyższego rzędu (samochodów, AGD etc.). Po drugie, do wzrostu popytu na dobra importowane prowadzi zwykle także, obserwowany ostatnio, wzrost inwestycji. Wprawdzie w II kw. obserwujemy pewien spadek ich dynamiki, ale wciąż aktywność inwestycyjna jest nie tylko dość wysoka, ale i taka zapewne pozostanie przez pewien jeszcze okres.

Reasumując, w świetle powyższej analizy w sytuacji możliwego spowolnienia eksportu i jednocześnie stosunkowo dużego zapotrzebowania na dobra importowane, najbardziej prawdopodobne wydaje się,

że wkład eksportu netto w PKB będzie, w najbliższym czasie, stosunkowo niewielki, a może nawet ujemny i taki scenariusz, w bilansie ryzyk, wydaje się być podstawowym.

Oceniając łącznie powyższe składowe można także stwierdzić, że mimo coraz wyraźniejszych sygnałów wchodzenia polskiej gospodarki w fazę spowolnienia, także w 2019 r. należy wciąż oczekiwać niezłego tempa wzrostu PKB. Zarówno prognozy Raportu Makro, jak i innych ośrodków wskazują, że będzie on w br. nie mniejszy niż 4% r/r. W stosunku do poprzedniej edycji Raportu istnieje jednak pewna różnica polegająca na tym, że obecnie prognozy zewnętrzne są jednak raczej nieco obniżane lub jedynie podtrzymywane. Jeśli chodzi o prognozy na 2020 r., to wskazują one raczej na spadek tego tempa – przeważnie do poziomu zbliżonego do 3,3-3,4%. Mniejsze spowolnienie prognozuje Raport Makro w przypadku modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym – w pierwszych czterech kwartałach 2020 r. do ok. 3,7-3,9%. Warto też podkreślić, że większość potencjalnych ryzyk dla tych przewidywań ma charakter zewnętrzny.

Powyższe prognozy wskazują, że w trzech kwartałach 2019 r. kondycja makroekonomiczna polskiej gospodarki była dobra, a w najbliższym czasie będzie – nadal dość dobra. Większość z tych prognoz sugeruje także, że w 2020 r. dynamika PKB zbliży się do potencjału naszej gospodarki. Podtrzymać należy więc ocenę, iż uwarunkowania makroekonomiczne w najbliższych kwartałach będą raczej neutralne z punktu widzenia stopnia zagrożenia upadłością w polskiej gospodarce. W dodatku, bardzo zbliżony do potencjału jej wzrost w 2020 r. wręcz powinien zmniejszać to zagrożenie. Scenariusz taki jest jednak obciążony szeregiem ryzyk, i aby się spełnił niezbędne jest m.in. utrzymanie się dobrych nastrojów konsumentów oraz uniknięcie przynajmniej koniunktury ryzyk zewnętrznych.

Analizując stopień zagrożenia upadłością trzeba podkreślić, że tak znaczące pogorszenie wyniku finansowego sektora w IV kw. 2018 r. było zdarzeniem jednorazowym, gdyż wynik finansowy tego sektora także za II kw. 2019 r. był dużo lepszy. Nie zmienia to jednak faktu, że nadal faktyczna zdolność przedsiębiorstw do absorpcji niektórych kosztów – zwłaszcza energii i części surowców, a także w pewnym stopniu i kosztów pracy – jest ograniczona. Nie będzie też pomagać w tym obecna faza cyklu koniunkturalnego – w fazie spowolnienia trudniejsza może być „neutralizacja” części kosztów stałych.

Powyższy, jakościowy, obraz ogólny stanu obecnego uzupełniają, o elementy prognostyczne o dłuższym horyzoncie, bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe: na poziomie agregatów makroekonomicznych oraz sekcji PKD.

Zawarta w Raporcie Makro prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na silne wyhamowanie aktywności do marca 2020 roku, kiedy ścieżka centralna wskazuje na spadek produkcji. Od kwietnia 2020 roku do końca horyzontu prognozy sytuacja powinna się poprawiać, natomiast rozproszenie prognoz wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo ujemnej dynamiki produkcji przemysłowej.

Zegar cyklu koniunkturalnego, zbudowany dla produkcji ogółem, nie wykazuje tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed rokiem 2014). W wariacie klasycznym punkty te długo oscylowały blisko początku układu współrzędnych (dla wszystkich parametrów wygładzających). Od połowy 2016 r. do końca okresu analizy widoczny jest wzrost wartości cyklu odchyień, wskazujący na przejście przez dolny punkt zwrotny cyklu (w połowie 2016 r.) i wejście w fazę poprawy koniunktury. Obecnie obserwujemy zbliżanie się do dolnego punktu zwrotnego, ale cały czas wskaźnik pozostaje w fazie recesji. Ważnym efektem jest trwale utrzymująca się niska amplituda wahań. Sugeruje to, iż dotychczasowa dynamika produkcji przemysłowej okazała się (w ostatnim okresie) raczej odporna na wahania koniunktury i charakteryzowała się stabilnym tempem wzrostu. Podkreślamy, iż obserwacja

ta dotyczy produkcji ogółem, gdyż np. w sektorze produkcji wysokich technologii obserwowane są w ostatnim okresie raczej negatywne tendencje.

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

W Raporcie Makro przeprowadzono też szczegółową analizę cykli w badanych działach produkcji. Okres ekspansji w badanym okresie należy przypisać 3 działom przetwórstwa przemysłowego. W fazie recesji znajdowało się 20 działów przetwórstwa przemysłowego (9 z rozpatrywanych kategorii).

W przypadku Produkcji perspektywy rozwojowe pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze nadal ma dział „Produkcja urządzeń elektrycznych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe. Dobre perspektywy ma też sekcja rezydualna „Pozostała produkcja wyrobów”. 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 odzieży”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie.

W Handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać dwóm działom „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami”, „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw”. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej komputerów, urządzeń peryferyjnych i oprogramowania; sprzętu komunikacyjnego itd. W wyspecjalizowanych sklepach”.

W Budownictwie bardzo wysokie poziomy dynamik współwystępują ze znacznymi szansami tendencji spadkowej. Odzwierciedla to po prostu występowanie w ostatnim okresie bardzo wysokiej koniunktury w tym dziale. Sytuacja w działach, jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać, jednak z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik.

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

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach nadal nie obserwujemy symptomów poważniejszego przegrzania rynków i związanych z tym baniek – ani aktywność inwestycyjna, ani przyrost kredytu nie są nadmierne. Solidne fundamenty makroekonomiczne lepiej też amortyzują negatywne skutki potencjalnych bankructw. Dane COFACE wskazują stabilizację liczby upadłości i restrukturyzacji w III kw. 2019 r. w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego.

Mimo wciąż dobrej sytuacji makroekonomicznej, Raport Mikro identyfikuje obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością, wynikającego m.in. z pogarszającej się sytuacji finansowej

pewnych grup przedsiębiorstw. W dodatku obszary te mogą wskazywać, i często już wskazują, na pewne problemy strukturalne.

Wykonane analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości, są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. W I p. 2019 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe zakreślają kontynuację trendu umiarkowanego wzrostu zagrożenia.

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

Stopień zagrożenia upadłością jest także w badanej populacji nierównomiernie rozłożony w poszczególnych grupach podmiotów, choć we wszystkich nastąpił wzrost zagrożenia upadłością. Analizując sytuację w klasach wielkości można mianowicie stwierdzić, że w I p. 2019 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia, spowodowany korzystną sytuacją w usługach, natomiast handel charakteryzowało niewielkie pogorszenie sytuacji, a w produkcji miała miejsce stabilizacja. Prognoza krótkoterminowa (II p. 2019 – I p. 2020 r.) sugeruje stabilizację i możliwą niewielką poprawę sytuacji. Przedsiębiorstwa średnie w I kw. 2019 r. wykazały natomiast silny wzrost zagrożenia, który dotyczył w mniejszym stopniu handlu, natomiast znaczny wzrost odnotowano w usługach. W produkcji nastąpiła zaś niewielka poprawa sytuacji. Prognoza krótkoterminowa przewiduje zwiększenie średniego rocznego poziomu zagrożenia. Przedsiębiorstwa duże w II kw. 2019 r. odnotowały jedynie niewielki wzrost zagrożenia, dotyczący tylko produkcji, natomiast poprawa sytuacji miała miejsce w handlu oraz w usługach. Prognoza krótkoterminowa sugeruje niewielkie zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia.

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

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

Są to dla:

- **przedsiębiorstw ogółem:**
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
- działalność pocztowa i kurierska (53);
  
- **przedsiębiorstw małych:**
- produkcja wyrobów z korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wypalania (16),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
- działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
- działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);
  
- **przedsiębiorstw średnich:**
- produkcja mebli (31),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
- transport lądowy oraz transport rurociągowy (49),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
- działalność związana z obsługą nieruchomości (68);
  
- **dla przedsiębiorstw dużych:**
- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
- wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
- 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 związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem zieleni (81),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42).

## 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:

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

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

Przedmiotem rozważań *Raportu Makro* jest stan koniunktury polskiej gospodarki oraz budowa średniookresowych prognoz podstawowych wskaźników makroekonomicznych; zarówno na poziomie zagregowanym, jak i w wybranych przekrojach. Analizowana *ex post* jest również jakość prognoz. Począwszy od tej edycji Raport zawiera także klasyfikację działań z punktu widzenia oceny ich perspektyw rozwojowych, w tym trwałości wzrostu.

Z kolei celem badania przedsiębiorstw w komponencie mikroekonomicznym jest ujawnianie symptomów pogarszającej się sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, wraz ze wskazaniem wielkości i obszarów zagrożenia upadłością. Przyjęte w *Raporcie Mikro* definicje uznają przedsiębiorstwo za upadłe, jeżeli bez zewnętrznej pomocy nie jest w stanie samo kontynuować działalności – jest to upadłość ekonomiczna<sup>10</sup> (upadłość *sensu largo*). Dla potrzeb identyfikacji stanu przedsiębiorstw zbudowano modele predykcyjne, opisujące związek między wielowymiarowym stanem wskaźników charakteryzujących kondycję ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw a prawdopodobieństwem ich upadłości. W ramach tego podejścia wyróżniono trzy krytyczne poziomy zagrożenia upadłością: od 0 do 160 – poziom niski (akceptowalny), powyżej 160 do 200 – poziom ostrzegawczy oraz powyżej 200 – poziom wysoki.

Obiektem analiz mikroekonomicznych są jednostki statystyczne, zaliczane – zgodnie z definicją statystyki publicznej (GUS) – do sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Wyróżnionymi w analizie klasami wielkości są przedsiębiorstwa małe (10-49 pracujących, periodyzacja półroczna), średnie (50-249 pracujących, periodyzacja kwartalna) i duże (250 i więcej pracujących, periodyzacja kwartalna). W zakresie rodzaju prowadzonej działalności wyróżnione zostały trzy grupy przedsiębiorstw: produkcyjne, handlowe i usługowe. Analizą objęto działy 05-96 PKD. Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (40 780 podmiotów ogółem w I p. 2019 r., w tym: 24 896 małych oraz 12 480 średnich i 3 404 dużych).

---

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

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

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

<sup>10</sup> W podejściu ekonomicznym mieści się ujęcie prawne upadłości (upadłość *sensu stricto*), tzn. postępowanie upadłościowe przewidziane w przepisach Prawa upadłościowego i naprawczego, prowadzone przez sąd powszechny w stosunku do przedsiębiorstwa – dłużnika (zwanego „upadłym”), które stało się niewypłacalne.



W opracowaniu przyjęto – zgodne z istotą systemów wczesnego ostrzegania – zasady ustalania tzw. punktu *cut-off*. W ramach takich systemów kluczowe jest możliwie wczesne wykorzystywanie relewantnych informacji. O doborze tego punktu decydowały więc wyłącznie właściwości/ograniczenia stosowanych narzędzi, skonfrontowane z terminarzami publikacji danych źródłowych. W przypadku *Raportu Mikro* jest to I półrocze 2019 r. dla przedsiębiorstw małych, średnich i dużych<sup>11</sup>. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do II kw. 2019 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do lipca 2019 r. dla działań produkcji oraz do sierpnia 2019 r. dla agregatów. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 12 października 2019 r. (dla danych miesięcznych) i II kw. 2019 r. dla większości danych kwartalnych.

*Raport Łączny* składa się z pięciu rozdziałów. W rozdziale pierwszym omówione zostały podstawowe elementy sytuacji makroekonomicznej w Polsce i jej otoczeniu, potencjalnie wpływające na stopień zagrożenia upadłością. Przeanalizowano także pozycję cykliczną gospodarki oraz koniunkturę w sektorach. Na tym tle scharakteryzowano potencjał ekonomiczny sektora przedsiębiorstw.

W rozdziale drugim przedstawiono prognozy średniookresowe polskiej gospodarki. Przeanalizowane zostały zarówno dane miesięczne, charakteryzujące się ważną – z punktu widzenia systemów ostrzegania – szybszą dostępnością, jak i dane kwartalne. Prognozy zbudowano w dwóch wariantach – z oraz bez wbudowanego elementu cyklicznego.

Rozdział trzeci zawiera podstawowe charakterystyki demograficzne sektora przedsiębiorstw. Jest to, w świetle wyników badań, jeden z ważniejszych elementów mogących wpływać na intensywność procesu upadłości. Pokreślić jednak trzeba, że dane statystyczne w tym obszarze są dostępne z dość dużym opóźnieniem i podlegają sporym rewizjom. W dodatku w rejestrze REGON prowadzone były prace porządkujące, które mogą przejściowo zniekształcać niektóre wyniki. Obecnie są to więc informacje głównie o przeznaczeniu wspomagającym.

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

W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 10 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (Top 10). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak zestaw głównych charakterystyk finansowych tych działów. Dla większości z analizowanych w ramach Top 10 obszarów zagrożenia obraz uzupełniono analizą ich pozycji cyklicznej oraz prognozą produkcji.

Raport kończy słowniczek wykorzystywanych najważniejszych definicji i pojęć.

---

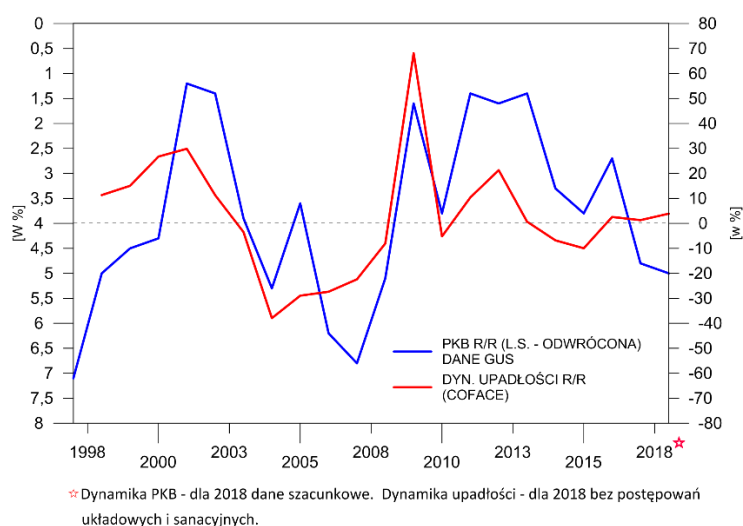
<sup>11</sup> Dane F-01 GUS w przypadku kwartałów parzystych obejmują jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie.

# I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

## 1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

Zależność pomiędzy natężeniem procesów upadłościowych a sytuacją makroekonomiczną gospodarki jest zjawiskiem widocznym (np. Rysunek 1) i dobrze udokumentowanym w literaturze; również w odniesieniu do krajów postsocjalistycznych. Wskazuje się w niej, że na procesy te istotny wpływ mają m.in. takie czynniki, jak: pozycja cykliczna gospodarki, w tym dynamika PKB, poziom jej otwartości i stopień finansjalizacji, dostępność finansowania zewnętrznego, a także poziom inflacji oraz stóp procentowych. Ich działanie zależy jednak również od aktualnej sytuacji ekonomicznej samych przedsiębiorstw, a także rozwiązań prawnych; głównie w zakresie prawa upadłościowego. Usprawnienie tych procedur, w tym ich przyspieszenie i redukcja kosztów, mogą w krótkim okresie powodować nawet paradoksalne relacje pomiędzy dynamiką PKB i upadłości. Przedmiotem rozważań tej części jest syntetyczna charakterystyka powyższych uwarunkowań.

Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r)



Źródło: Zestawienie na podstawie danych GUS i COFACE.

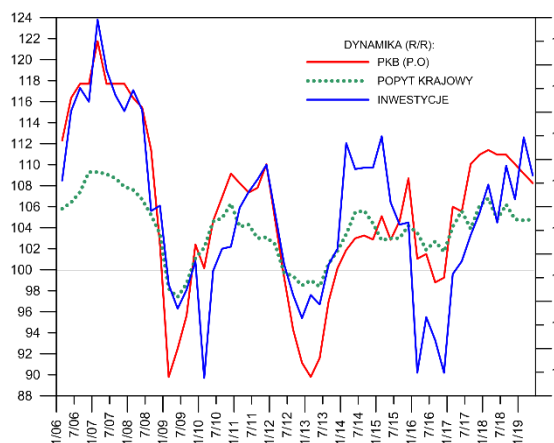
## 1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Według wstępnych szacunków GUS, dynamika PKB Polski w II kw. 2019 r. była nieco niższa niż w poprzednim i wyniosła ok. 4,5% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – tak jak w okresie ostatnich dwudziestu dwóch kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 4,8% r/r – co jest także odczytem wyższym niż w poprzednim kwartale). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,1% r/r, przy czym wyraźnie szybciej w sektorze gospodarstw domowych (4,4% r/r) niż w sektorze publicznym (3,4% r/r). Powyższe dane sugerują rosnącą rolę czynników krajowych, a zwłaszcza popytu gospodarstw domowych, w tworzeniu PKB.

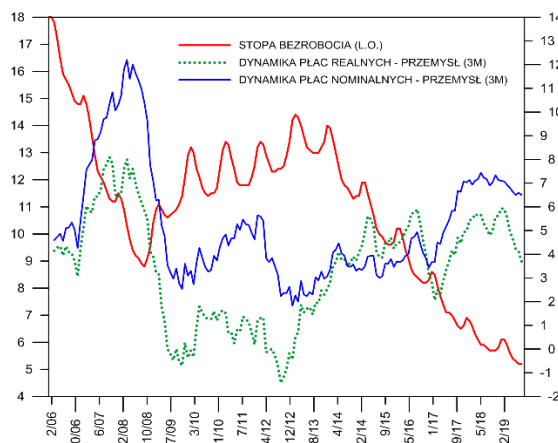
Rezultaty II kw. 2019 r. sygnalizują utrzymywanie się dobrego poziomu, choć słabnącego, aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe (s.a.) wzrosły bowiem o 9,0% r/r – i jest to wciąż jedna

z najwyższych dynamik po 2015 r. Wprowadzić na ostateczną ocenę poziomu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw niefinansowych trzeba jeszcze poczekać do czasu publikacji najnowszego Szybkiego Monitoringu NBP, ale rezultaty I kw. pokazują rekordowy ostatnio wzrost nakładów dużych przedsiębiorstw (o ok. 22%). W dodatku występował on w wielu branżach i w dużym stopniu dotyczył wydatków na budynki i budowlę. Może to sugerować, że przy nawet malejącej aktywności inwestycyjnej powinno to być zjawisko stopniowe. Oczekiwania te będzie jednak silnie korygować w dół wysoka niepewność otoczenia naszej gospodarki i słabnący optymizm firm. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu lekko negatywny był natomiast wkład zapasów (-0,1 p.p.).

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

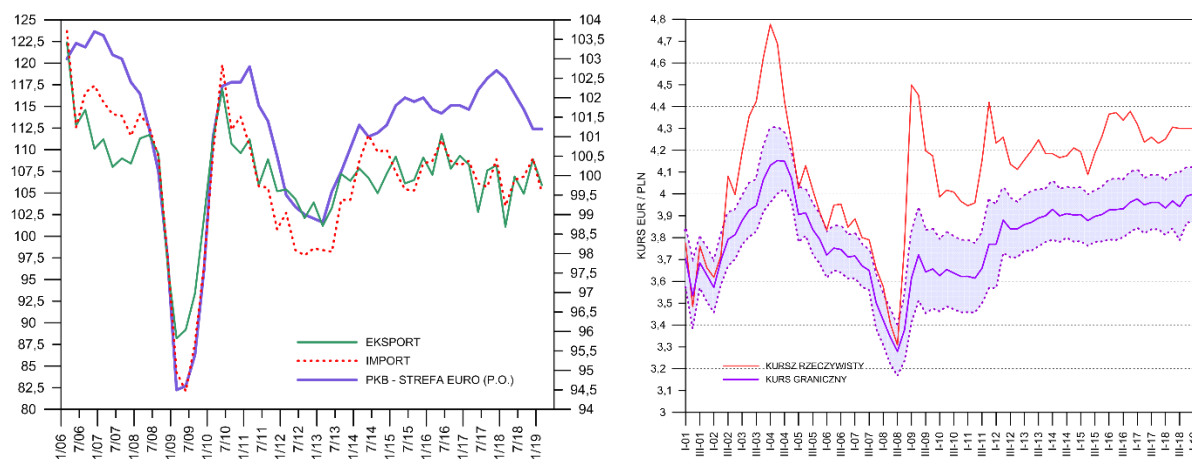


*Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

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



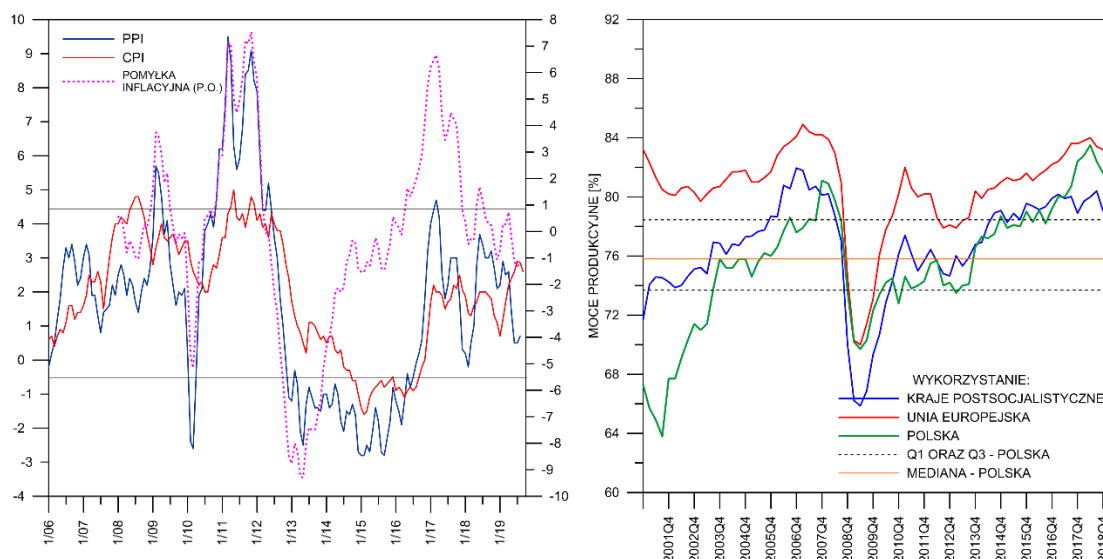
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP oraz GUS.

W II kw. 2019 r. neutralna okazała się natomiast kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB. W okresie tym eksport wzrósł o 3,9 % r/r, a import – o 4,3% r/r. i były to relatywnie niskie odczyty dla tych kategorii od I kw. 2016 r. Zjawisko to wymaga obserwacji, gdyż może sygnalizować wzrost siły oddziaływania spowolnienia w gospodarce globalnej na sytuację w kraju.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że tempo wzrostu PKB w III kw. 2019 r. nadal było solidne, ale jednak słabsze. Od strony popytowej świadczyć o tym może m.in.: bardzo niskie i spadające bezrobocie, czy nadal dość wysoka, ale widocznie słabnąca w ujęciu

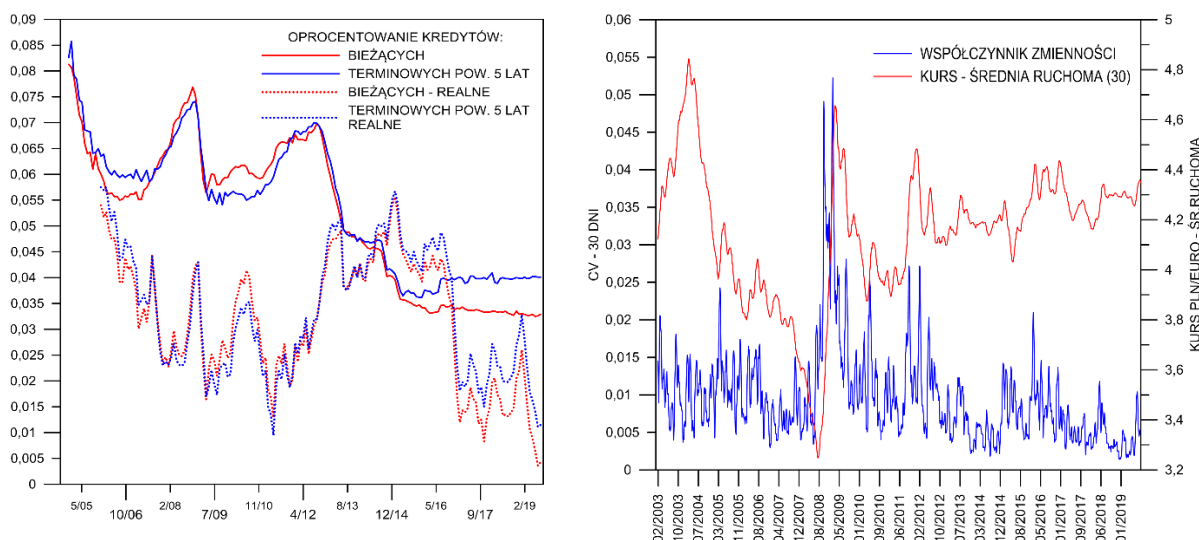
realnym dynamika wynagrodzeń w przemyśle. Poprawiły się i tak już rekordowo dobre nastroje konsumentów.

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



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz NBP.

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



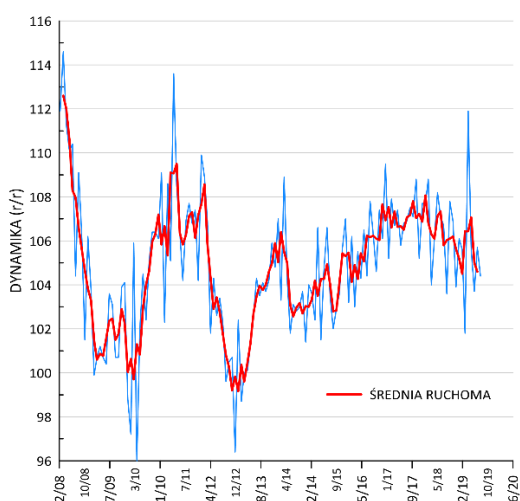
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

Analizując dane miesięczne, nie można jednak nie zauważyć kilku wskaźników potwierdzających kontynuację fazy dalszego wyhamowania koniunktury. Wprawdzie nadal dość solidna pozostaje dynamika sprzedaży detalicznej, ale widać tu wyraźny trend malejący (por. Rysunek 7); i to pomimo programów potencjalnie stymulujących popyt. Nadal poniżej 50 p są odczyty wskaźnika PMI (por. Rysunek 20). W dodatku prawdopodobnie „domyka się” luka dla tego wskaźnika – przez dość długi czas jego odczyty były niekorzystne, zaś dynamiki produkcji przemysłowej wysokie. Obecnie widać wyraźny spadek tej dynamiki. Roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal dość solidna, jest jednak najniższa od początków 2016 r. Pozostaje jednak pytanie, czy wynik ten wskazuje bardziej na przybliżenie się gospodarki do bariery podaży pracy, czy na lekki spadek popytu na ten czynnik produkcji. Rysunek 8 przemawia raczej za tą drugą możliwością – bariera braku

pracowników jest bowiem w gospodarce nadal wysoka, ale poniżej historycznych maksimów. W budownictwie, handlu detalicznym i usługach daje się też słabnąć.

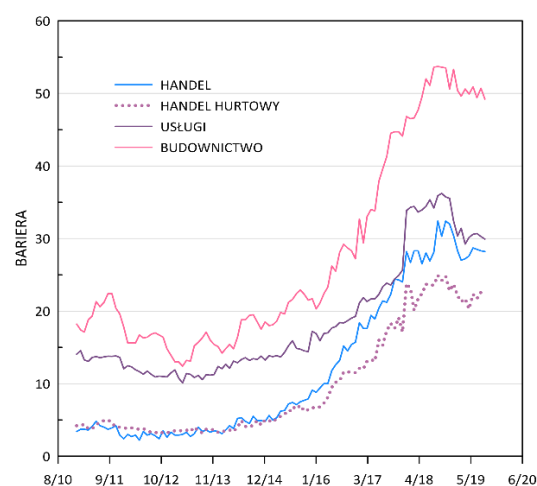
Nie jest pewne, czy program 500+ na pierwsze dziecko zadziała podobnie jak wcześniejszy – na drugie; zwłaszcza na import i konsumpcję gospodarstw domowych. O ile bowiem pierwszy z tych programów, redukując w dużym stopniu problem biedy tworzył impulsy popytowe często na dobra podstawowe, zwykle produkowane w kraju, o tyle 500+ na pierwsze dziecko może zwiększać konsumpcję dóbr wyższego rzędu, także importowanych (samochody, AGD etc.). Może on także wyraźnie pobudzać aktywność inwestycyjną gospodarstw domowych; zwłaszcza już wysoki popyt na rynku mieszkaniowym, widoczny także w postaci przyspieszonego wzrostu cen w tym obszarze. Analizując efekty popytowe obu tych programów warto jednak pamiętać, że nie działają one jedynie „mnożnikowo”. Mają bowiem duży wpływ na nastroje konsumentów, skłonność do zakupów, wzrost poczucia stabilizacji. W przeciwieństwie do dochodów z pracy nie są też obciążone ryzykiem. Czynniki te mogą więc głębiej zmieniać „pro-popytowo” zachowania konsumentów. Może też to być jednak i pewną potencjalną pułapką tych rozwiązań – ich wpływ na popyt może bowiem równie szybko maleć w przypadku pojawienia się czynników pogarszających nastroje.

Rysunek 7 Dynamika sprzedaży detalicznej



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 8 Bariera deficytu pracowników w działach gospodarki



Źródło: Zestawienie na podstawie danych GUS.

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

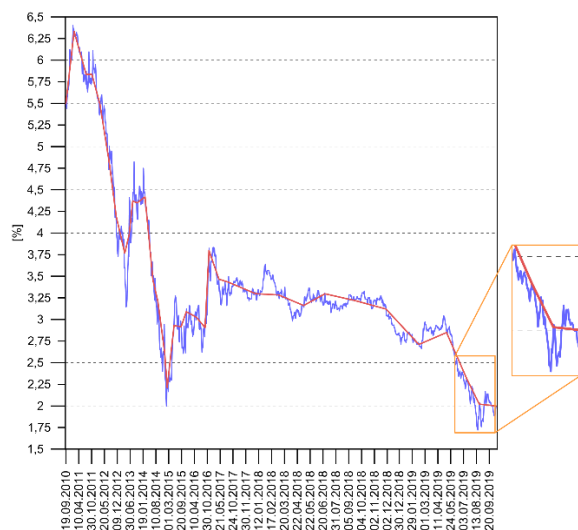
Wydaje się, że nadal pozytywne, ale nieco ostrożniejsze – niż we wcześniejszych Raportach – powinny być oczekiwania odnośnie przyszłej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Analizując tę kwestię należy oczywiście pamiętać, że we współczesnych gospodarkach własność środków trwałych często zastępowana jest ich wypożyczaniem (leasing) czy współdzieleniem – są to pozycje niejednokrotnie nieoszacowywane w bilansach firm. Korygować w dół prognozy inwestycji może też fakt, że wykorzystanie mocy produkcyjnych spada od pewnego czasu. Podkreślimy jednak, że wciąż jest ono w polskiej gospodarce bardzo wysokie (Rysunek 5).

Często, w kontekście oceny aktywności inwestycyjnej, przywołuje się także argument o występowaniu luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce argumentując jednocześnie, że dane za 2018 r. nie wskazują,

by mogła być ona zbyt duża. Także w dłuższym horyzoncie (Rysunek 11) wzrost inwestycji w Polsce był wyraźnie wyższy niż krajach postsocjalistycznych czy całej UE, a dane za 2018 r. nie tylko nie zmieniły tej relacji, ale nawet ją wzmocniły. Również badania EBI<sup>12</sup> nie potwierdziły istnienia tej luki w formie „ekstensywnej<sup>13</sup>” (Rysunek 12). Powyższe czynniki mogą więc potencjalnie przemawiać za relatywnie niższą aktywnością inwestycyjną firm w Polsce. Zmieniać się też może wpływ ryzyka na aktywność inwestycyjną. Z jednej strony krajowe ryzyko makroekonomiczne nadal jest relatywnie dość niskie i nie powinno być czynnikiem istotniej zniechęcającym rodzimych inwestorów. W szczególności takie indykatory, jak: względnie niski poziom rentowności polskich obligacji długookresowych, niskie i stabilne w dłuższym horyzoncie nominalne stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, czy bardzo dobre bieżące wyniki budżetu są raczej pozytywnie oceniane przez przedsiębiorców (Rysunek 6, Rysunek 9). Z drugiej obserwujemy silny wyraźny wzrost ryzyka globalnego. Może ono ograniczać popyt inwestycyjny zwłaszcza w grupie wyspecjalizowanych eksporterów. Nie można też pominąć faktu, że w ostatnim okresie niektóre krajowe indeksy ryzyka zauważalnie rosną (Rysunek 13). Pogarszają się też nastroje i oczekiwania przedsiębiorców (Rysunek 16, Rysunek 17), choć wciąż są one powyżej długookresowej średniej.

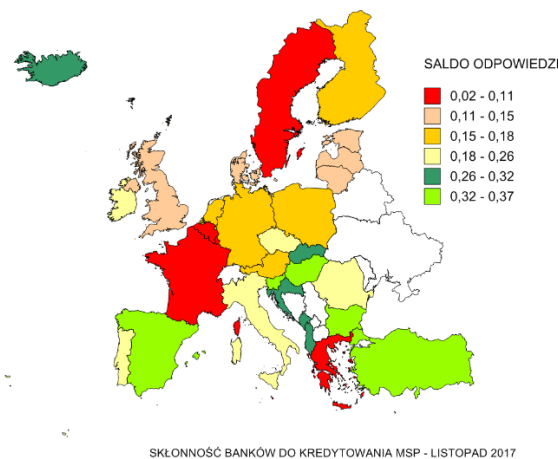
Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają natomiast wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (Rysunek 6). W warunkach znajdującej się w dopuszczalnym paśmie wahań inflacji można przypuszczać, że stopy te będą stabilne także i w kolejnych kwartałach. Jednocześnie, ze względu na przyspieszenie inflacji, stopy procentowe wykazują zauważalny spadek w wymiarze realnym. Poziom dostępności kredytu dla sektora MSP również można uznać za zadawalający, choć w świetle *Sytuacji na rynku kredytowym – III kw. 2019 r.* (NBP), w II kw. br. nastąpiło dalsze, ale lekkie, zaostrzenie kryteriów, które będzie prawdopodobnie kontynuowane m.in. ze względu na fazę cyklu.

Rysunek 9 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych.

Rysunek 10 Dostępność finansowania dla sektora MSP



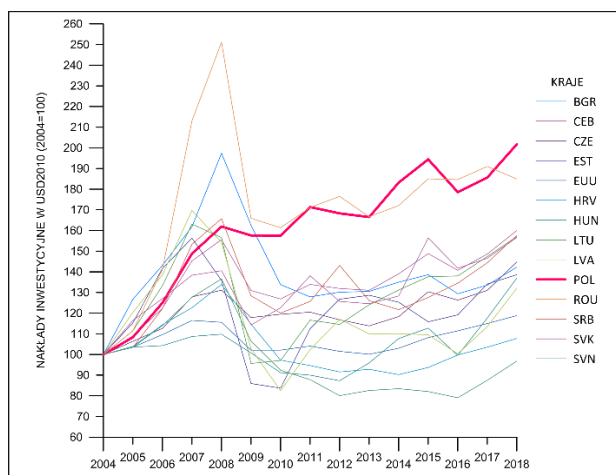
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych SAFE – ECB.

<sup>12</sup> Gereben A. (2017). "Poland overview. EIB Investment Survey." EIB.

<sup>13</sup> Rozumianej jako stopa inwestycji, która jest niedostateczna z punktu widzenia utrzymania gospodarki na historycznej ścieżce długookresowego wzrostu.

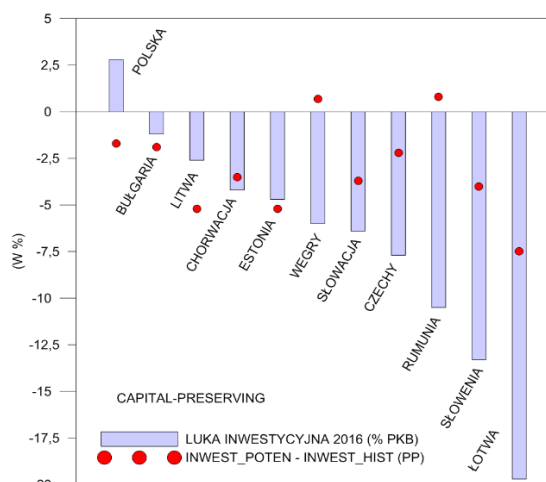


Rysunek 11 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-2018 (ceny 2010 r.)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego.

Rysunek 12 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)



Źródło: Zestawienie na podstawie danych EIB.

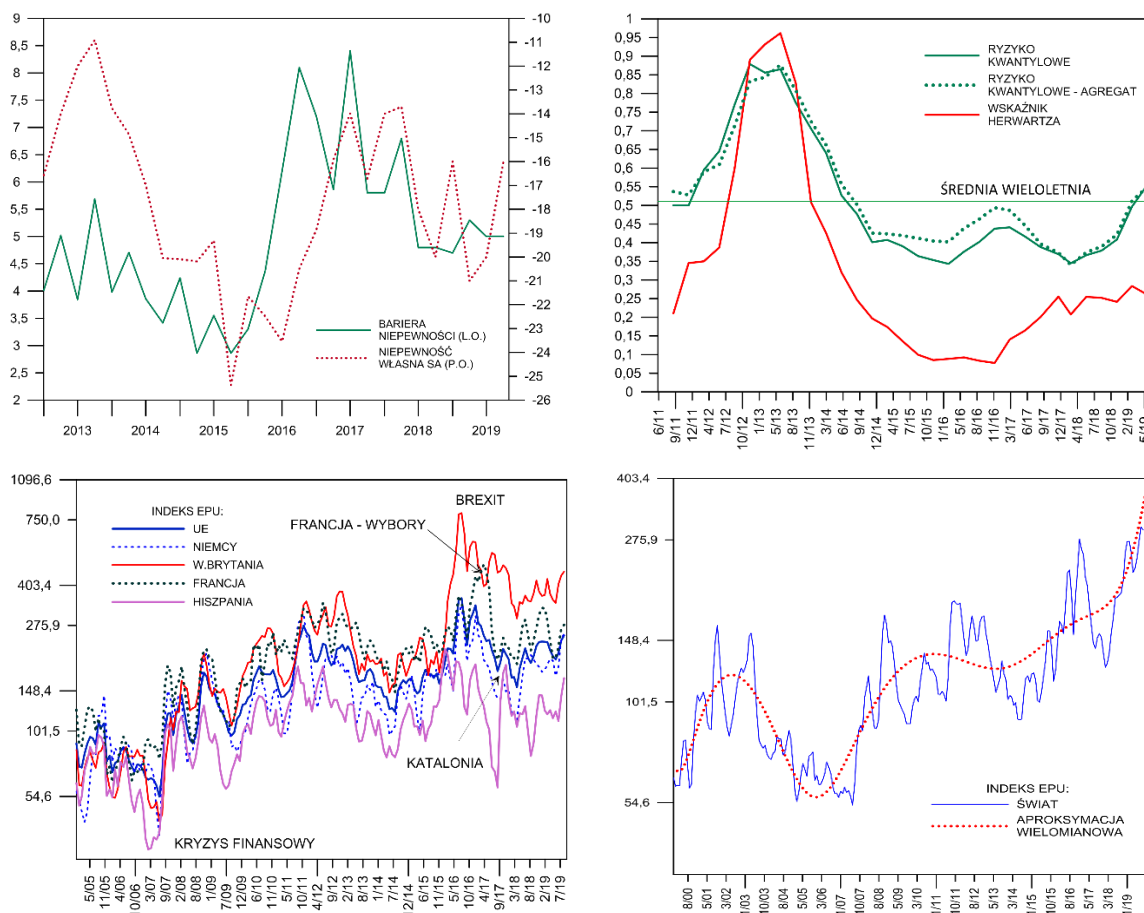
Oceniając perspektywy wzrostu inwestycji należy też zwrócić uwagę na czynniki, które mają charakter „kumulatywny”, niekoniecznie związany z bieżącą, czy nawet przyszłą aktywnością gospodarczą, a raczej z nawarstwianiem się pewnych procesów w przeszłości. Zauważmy przede wszystkim, że w Polsce przez długi okres utrzymywała się wysoka dynamika spożycia, a Piątka Kaczyńskiego wskazuje na kontynuację tej sytuacji w przyszłości. O ile wzrosty produkcji wymagają głównie nakładów na maszyny i urządzenia, to wysoki poziom produkcji, będący efektem jej wieloletniego dużego wzrostu rodzi dodatkowe potrzeby inwestycyjne – w zakresie powierzchni produkcyjnej, obiektów magazynowych, logistycznych etc. Konieczność wykonania tych inwestycji wynika nie tyle z impulsów strumieniowych (wzrost produkcji), a zasobowych (poziom produkcji). Jest prawdopodobne, że po dłuższym okresie wzrostu gospodarki mamy właśnie taką sytuację i inwestycje w strukturę produkcyjną właśnie ruszają. Mogą być one stosunkowo mało wrażliwe na wpływ bieżącej koniunktury – o ile nie przewiduje się, a dostępne prognozy w horyzoncie RŁ tego nie przewidują, głębokiego załamania aktywności produkcyjnej.

Drugim „odłożonym” czynnikiem aktywności inwestycyjnej może problem „intensywnej” luki inwestycyjnej tzn. konieczności zmiany nie tyle wielkości (luka ekstensywna), co struktury i produktywności majątku trwałego. Ze względu na m.in. sytuację demograficzną Polski obecna sytuacji na rynku pracy wydaje się dość trwała – płace prawdopodobnie będą nadal rosnąć, tak jak i niedobory niektórych typu pracowników. Oba te elementy, tak jak wysokie prawdopodobieństwo sekularnego wzrostu kosztów niektórych innych czynników produkcji (energii, ropy naftowej etc.), wymagają działań unowocześniających majątek produkcyjny, automatyzacji etc. W Polsce aktywność inwestycyjna w tym obszarze przez dłuższy czas nie była specjalnie duża i obecnie może być już niezbędna. W stosunku do poprzedniego RŁ pojawia się też dodatkowy czynnik – zapowiedź systematycznego i wyraźnego wzrostu płacy minimalnej. Przyspieszy to, a często i wymusi, konieczność działań zmniejszających koszty pracy – w tym większą jej automatyzację.

Reasumując, klimat dla wyższej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w Polsce nadal jest dość korzystny, zwłaszcza w przypadku projektów realizujących potrzeby w zakresie „czynników zasobowych”. Ze względu na przewidywane dalsze osłabienie koniunktury, w tym w gospodarce światowej, mniejszy może być natomiast popyt inwestycyjny wynikający z „czynników

strumieniowych”. Łączna aktywność inwestycyjna może więc kształtować się na dość dobrym, ale niższym, w stosunku do poprzedniego RŁ, poziomie.

*Rysunek 13 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP<sup>14</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).

Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu elementów – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że problemem może być dalsze osłabienie wzrostu w niektórych krajach europejskich, w tym u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Wskaźnik PMI jest tu na rekordowo niskim poziomie. Istotne znaczenie ma tam kryzys w globalnej branży motoryzacyjnej, do którego dołączają się kolejne skutki wojny handlowej USA z UE. Ocena wpływu sytuacji w Niemczech na naszą aktywność eksportową powinna być jednak ostrożna. Polskie firmy pokazały bowiem po raz kolejny swoją elastyczność – polski eksport do krajów spoza UE zauważalnie wzrósł bowiem w pierwszym półroczu, w tym silnie do Chin i USA. Mimo wzrostu płac w Polsce wciąż są one konkurencyjne w stosunku do krajów rozwiniętych. Eksportowi może też sprzyjać lekkie osłabienie złotego, choć przy wzroście także zmienności kursu.

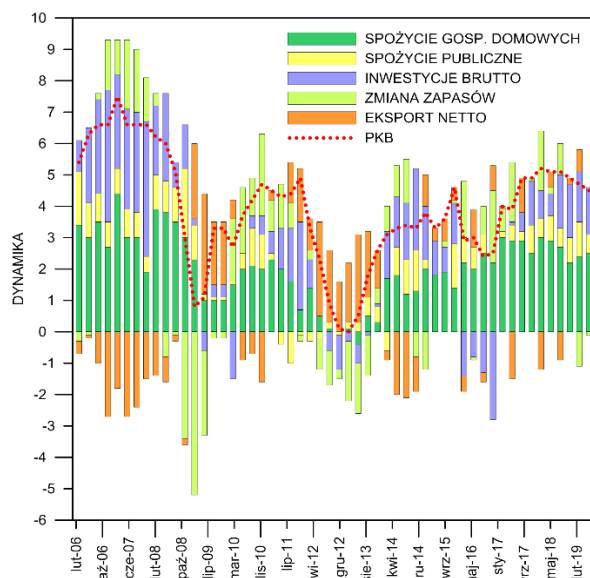
Powstaje oczywiście pytanie, jak równoległe będzie kształtował się polski import. Przede wszystkim nadal stymulująco, ale w słabszym stopniu niż przewidywał poprzedni RŁ, na jego dynamikę mogą oddziaływać inwestycje. Czynniki ten osłabił bowiem w II kw. br. i słabnąć może dalej, ale jednak stopniowo. Można przypuszczać, że w kierunku wzrostu importu będzie też działał impuls fiskalny,

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



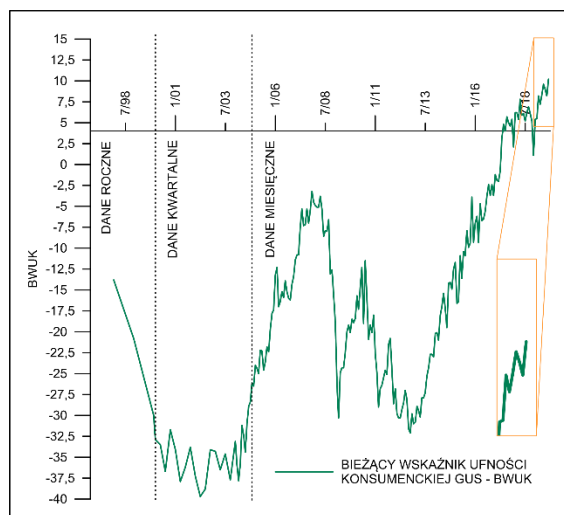
związany z tzw. Piątką Kaczyńskiego – część popytu gospodarstw domowych może skierować się na rynek dóbr i usług importowanych. Tu jednak dużo zależy od analizowanego powyżej problemu możliwego wzrostu popytu inwestycyjnego gospodarstw domowych. Reasumując, prawdopodobne jest, że w bliższym horyzoncie kontrybucja eksportu netto do PKB okaże się ujemna lub neutralna, choć scenariusz taki jest obciążony niepewnością. Bilans ryzyk jest tu jednak raczej „w dół” – sytuacja w gospodarce światowej może okazać się gorsza (np. prawdopodobieństwo recesji w USA bywa obecnie oceniane na 60%), a potencjał naszego eksportu słabszy.

Rysunek 14 Struktura wzrostu PKB w Polsce

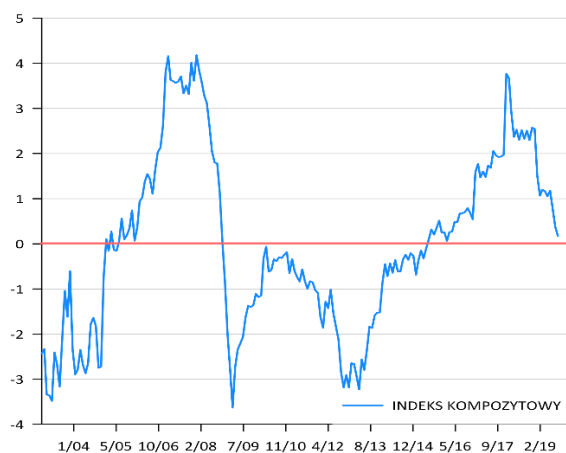


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 15 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS

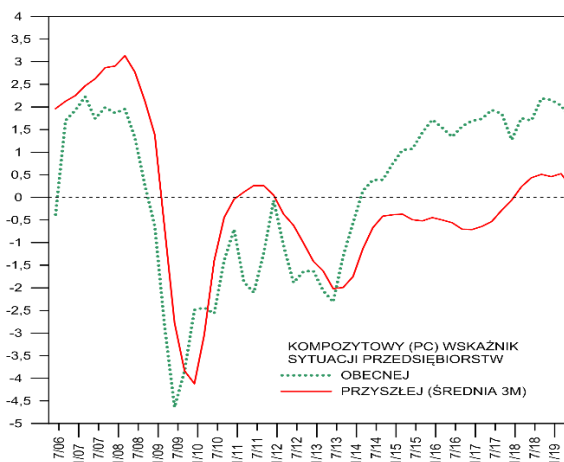


Rysunek 16 Kompozytowy indeks koniunktury GUS



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

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



Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo nadal wysokiej, choć słabnącej, dynamiki wzrostu, gospodarka nadal znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. W warunkach dość wysokiej, ale spadającej, dynamiki płac realnych oraz lekkiego ochłodzenia na rynku pracy, inflacja – pomimo

korzystnego tempa wzrostu gospodarczego, w tym popytu krajowego i niskiej stopy bezrobocia – znajduje się w paśmie odchyień. Dalsze spowolnienie wzrostu może też mocniej zakotwiczyć to przewidywanie, gdyż prognozy wskazują na przybliżanie się, w tym scenariuszu, wzrostu do potencjału. Choć poziom stóp procentowych jest relatywnie niski, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych są zbliżone do dynamiki nominalnego wzrostu PKB. Nie ma więc symptomów powstawania tzw. baniek kredytowych.

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

W chwili publikacji obecnej edycji Raportu, nie pojawiły się istotniejsze aktualizacje wcześniejszych prognoz kwartalnych. Warto zatem podkreślić, że niemal wszystkie, dostępne na ten rok, przewidują co najmniej 4% wzrostu PKB (r/r), a tylko jedna jest niższa od 4%. Po drugie, zgodnie z tymi scenariuszami osłabienie obecnego tempa wzrostu będzie gradualne. To korzystna sytuacja z punktu widzenia ograniczania ryzyka upadłości. Po trzecie, żadna z prognoz nie przewiduje zejścia dynamiki wzrostu w 2020 r. poniżej 3,0%, a 60% tych przewidywań lokuje dynamikę naszego wzrostu w tym roku w pobliżu potencjału. Można to więc podsumować tak, że słabnące tempo wzrostu polskiej gospodarki nie tylko nie powinno przekładać się *per se* na wzrost zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w horyzoncie do 2020 r., ale nawet redukować to zagrożenie – ze względu na bliskość tych dynamik do potencjału.

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

<sup>1/</sup> Mediana

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

### 1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Niejednoznaczne oczekiwania co do perspektyw gospodarki światowej zastępują dominujące przewidywania jej spowolnienia zarówno w 2019 r., jak i 2020 r. (por. Rysunek 20, Rysunek 21). Najnowsze, czerwcowe, wyniki Banku Światowego wskazują na możliwość spadku tej dynamiki do ok. 2,6% w 2019 r. Oznacza to raczej wyraźną korektę w dół wcześniejszych przewidywań tej organizacji – o 0,3 p.p. W latach 2020-2021 tempo to miałyby być zbliżone, przyspieszając do jedynie 2,8%. Z kolei OECD ponownie nieco w dół skorygowało większość prognoz na lata 2019-2020.

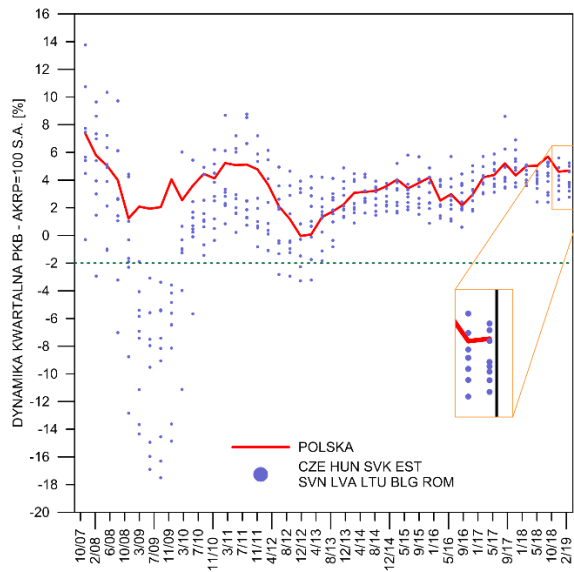
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %)

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

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

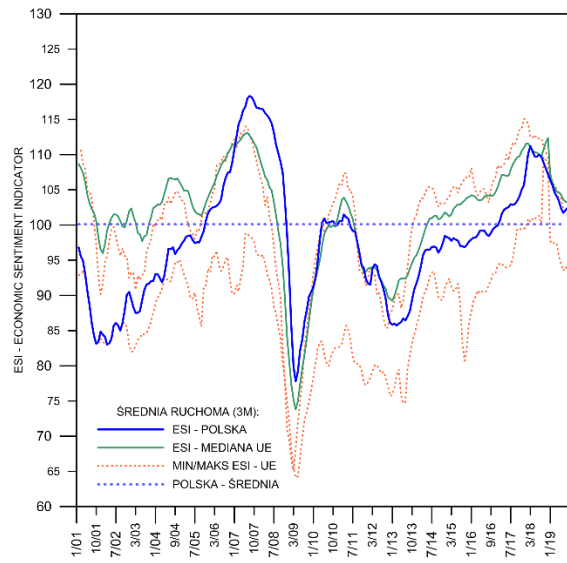
Mieszane są poglądy nt. perspektyw gospodarki amerykańskiej, przy czym niektóre ośrodki nadal oceniają prawdopodobieństwo recesji aż na 60%. Dość słabe, i to także na przyszły rok, są prognozy sytuacji w gospodarce chińskiej. Sytuacja może jednak okazać się nieco lepsza, bo wojna handlowa pomiędzy USA i Chinami nie tylko nieco zelżała po szczycie G20, ale pewną nadzieję niosą także toczące się aktualnie negocjacje. Niekorzystnie rysuje się natomiast najbliższa przyszłość gospodarki niemieckiej. W tej ostatniej istotnym źródłem problemów mogą być m.in. zawirowania na globalnym rynku motoryzacyjnym i efekty kolejnej odsłony wojny celnej USA z UE. nierozwiązanym problemem Europy pozostaje Brexit, przy czym rośnie groźba wariantu bezumownego. Wszystkie te czynniki powodują, że poziom niepewności w gospodarce światowej jest rekordowo wysoki. Łagodząco może natomiast działać fakt, że część wiodących banków centralnych, w tym FED, przynajmniej częściowo wraca do luźniejszej polityki pieniężnej. Skutki tych działań mogą być jednak dość ograniczone gdyż szereg problemów współczesnych gospodarek ma głęboko strukturalne podłoże, wymagające kompleksowej polityki gospodarczej, w tym większej roli bodźców fiskalnych. Trzeba natomiast podkreślić, że na tle UE i europejskich krajów postsocjalistycznych, polska gospodarka rozwija się nadal bardzo dynamicznie i jest obecnie vice liderem w tej grupie.

Rysunek 18 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



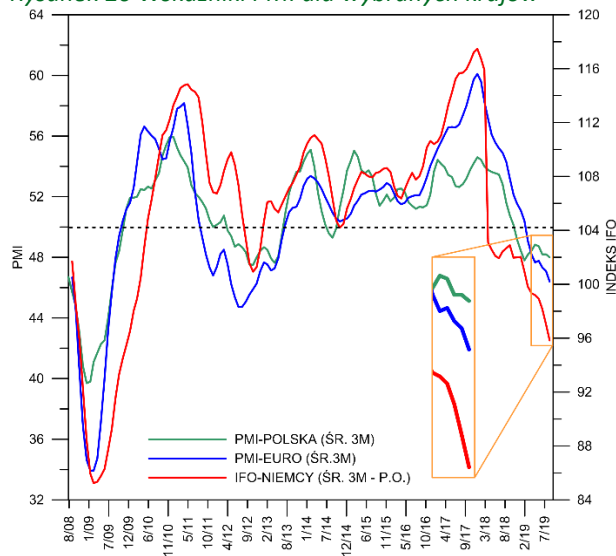
Źródło: Zestawienie na podstawie danych IMF.

Rysunek 19 Współczynnik nastrojów ESI



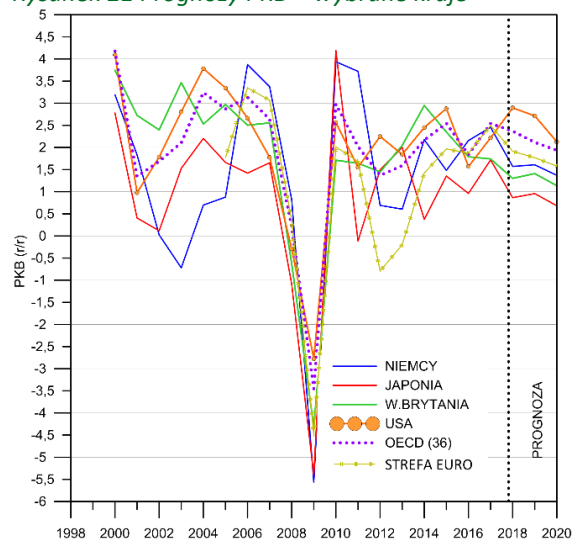
Źródło: Zestawienie na podstawie danych Eurostatu.

Rysunek 20 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



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

Rysunek 21 Prognozy PKB – wybrane kraje



#### 1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI

Ocena pozycji cyklicznej polskiej gospodarki jest prowadzona na podstawie analizy i interpretacji zarówno cyklu odchyień<sup>15</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>16</sup> (indeks miesięczny, o stałej podstawie: 2010=100, z wahaniami sezonowymi oraz oczyszczony z wahań sezonowych) oraz indeks PKB<sup>17</sup> i jego składowe (indeks kwartalny, z wahaniami sezonowymi, o stałej podstawie: 2010=100)<sup>18</sup>. Opis metodologii prowadzącej do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień zawiera *Raport metodologiczny zespołu makroekonomicznego*<sup>19</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>20</sup>. Wyniki tej analizy niezmiennie sugerują występowanie trzech kolejnych (istotnych ze statystycznego punktu widzenia) długości cyklu dla indeksu produkcji przemysłowej: cyklu o estymowanej długości ok. 2 lata, cyklu o estymowanej długości ok. 3,5 roku oraz cyklu o estymowanej długości ok. 6-7 lat.

Wyodrębniony cykl odchyień dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 22 (dolny panel). Zaznaczono na nim również okresy pogarszania koniunktury<sup>21</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.

W stosowanym podejściu przyjęto cztery różne wartości parametru  $\lambda$  metody filtracji HP ( $\lambda=5500$ ,  $\lambda=12000$ ,  $\lambda=32000$ ,  $\lambda=55000$ ). Porównując otrzymane realizacje cyklu odchyień 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 odchyień o większej amplitudzie wahań.

---

<sup>15</sup> Cykl odchyień to współcześnie znany cykl wzrostowy (czyli odchyień od długookresowej tendencji rozwojowej).

<sup>16</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

<sup>17</sup> Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

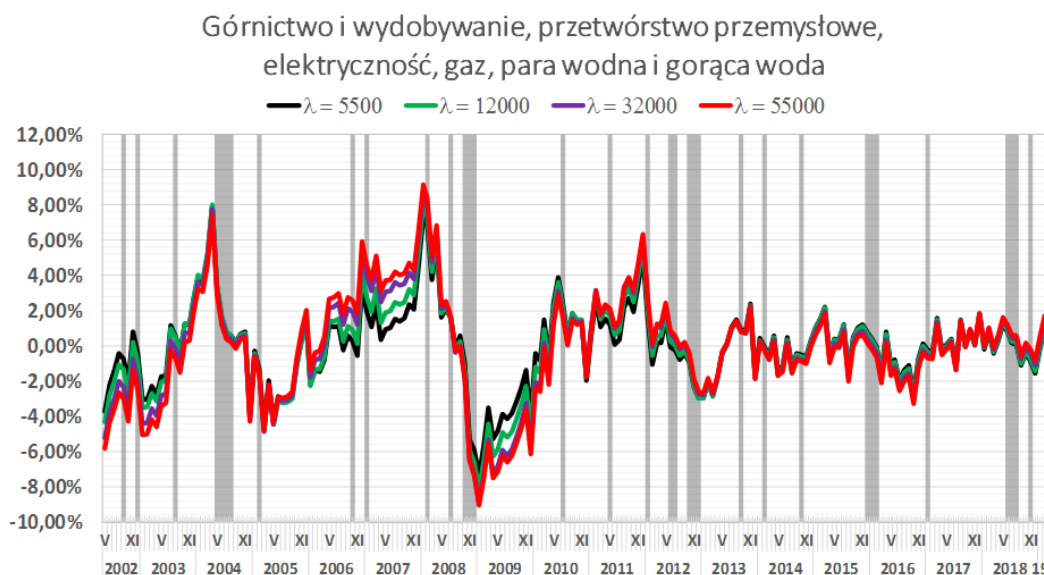
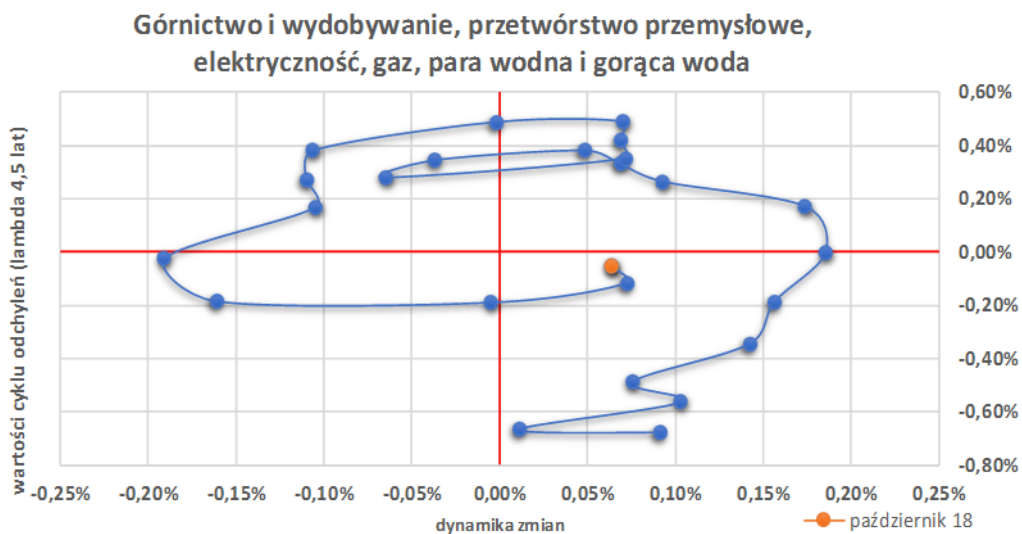
<sup>18</sup> Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

<sup>19</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>20</sup> Dane nieoczyszczone z wahań sezonowych.

<sup>21</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.

Rysunek 22 Cykl odchyłeń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2000 r. do maja 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do października 2018 r. – górny panel)



Źródło: *Raport Makro*.

Rysunek 22 (górny panel) przedstawia bieżące zegary wahań cyklicznych dla indeksu produkcji ogółem. Punkty zegara nie wykazują tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed 2014 r.). W wariancie klasycznym ostatnie punkty znajdują się w drugiej lub trzeciej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na przejście z okresu ekspansji do okresu spowolnienia. Punkty zegarów w wariancie klasycznym oscylują w dalszym ciągu blisko początku układu współrzędnych (dla wszystkich parametrów wygładzających), co utrudnia identyfikację fazy cyklu na podstawie ich ruchu. Powodem tej sytuacji jest znacznie mniejsza amplituda wahań cyklu odchyłeń w ostatnich 4-5 latach, a przez to niższy udział tych wahań w tendencji rozwojowej.

W kolejnym kroku analizie poddano miesięczne wartości indeksu o stałej podstawie produkcji ogółem (2010=100), oczyszczonego z wahań sezonowych<sup>22</sup>. Analiza ta ma na celu próbę poszerzonego scharakteryzowania aktualnej pozycji cyklicznej w produkcji ogółem, poprzez uwzględnienie w cyklu

<sup>22</sup> Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

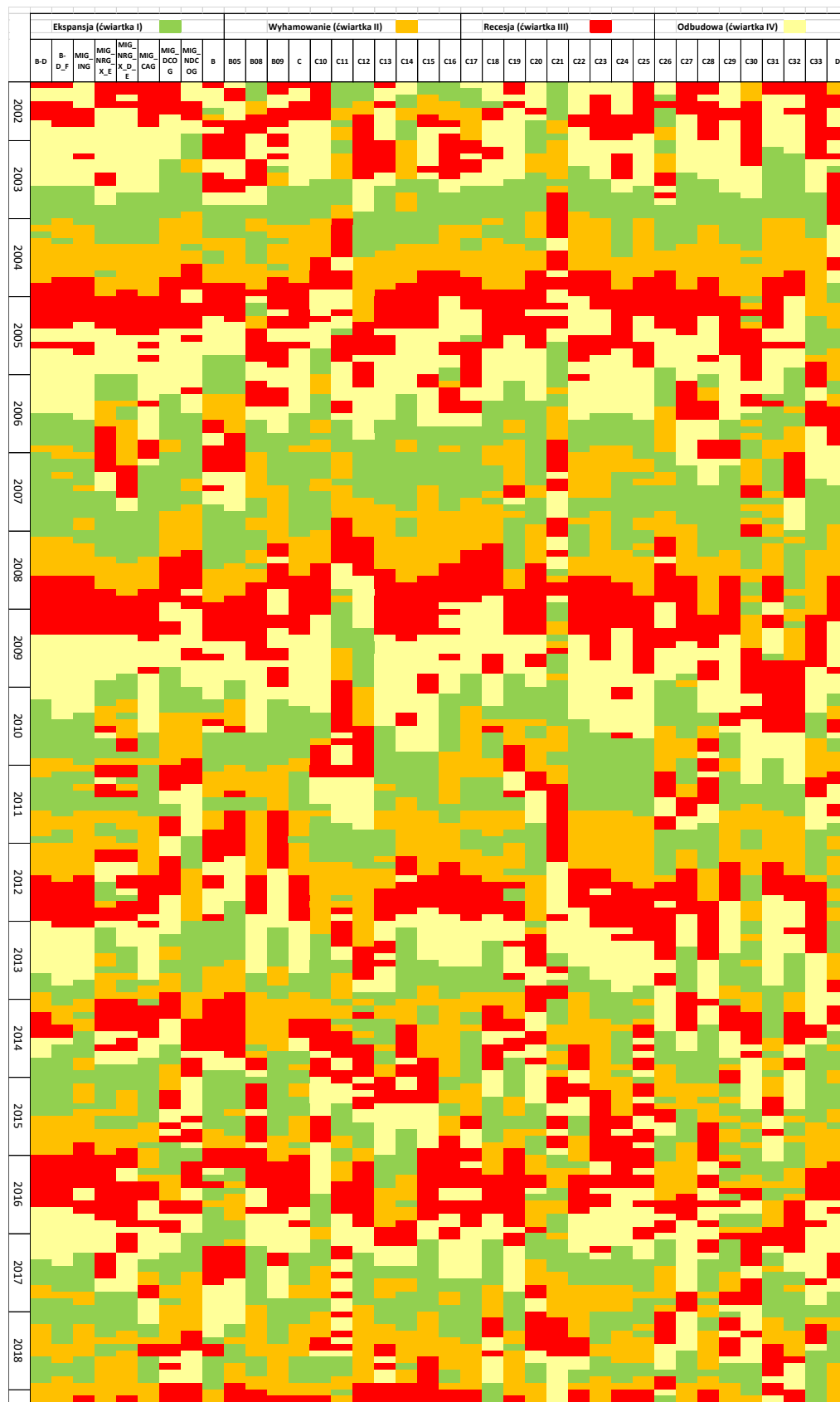
odchyleń dodatkowych obserwacji (do maja 2019 r.). Wyodrębniony cykl odchyleń przedstawiono graficznie (Rysunek 22 – dolny panel).

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

Bardziej szczegółową analizę cykli w analizowanych działach produkcji przedstawia Rysunek 23. 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 zielony” sygnalizuje kwartał, w którym w większości działów koniunktura jest dobra. W bieżącym okresie fazę ekspansji należy przypisać 3 działom przetwórstwa przemysłowego. W fazie recesji znajdowało się aż 20 działów przetwórstwa przemysłowego (9 z rozpatrywanych kategorii).

Rysunek 23 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla  $\lambda$  odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku

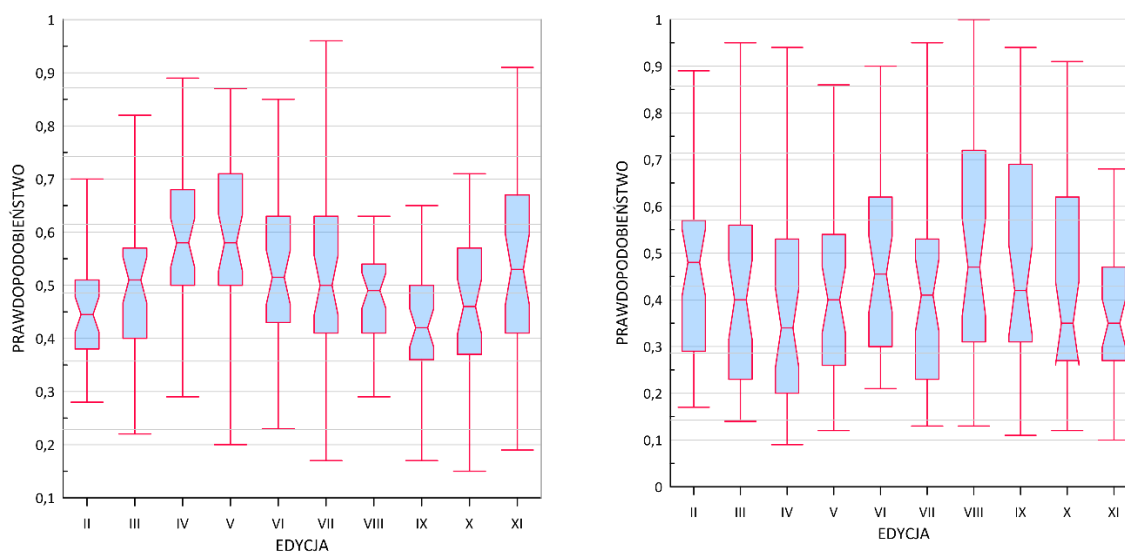


Ćwiartka 1 oznacza ekspansję, ćwiartka 2 wyhamowanie, ćwiartka 3 recesję, ćwiartka 4 odbudowę.

Źródło: Raport Makro.



Rysunek 24 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (prawy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – lewy panel



Źródło: Raporty Makro.

Analiza rozkładów prawdopodobieństw ujemnej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu (por. Rysunek 24) wskazuje na wyraźny wzrost, od trzech edycji, mediany i jednocześnie stosunkowo duży odstęp kwartyłowy rozkładu dla ostatniej edycji Raportu Makro. Jednocześnie jest stabilna i relatywnie niska mediana rozkładu prawdopodobieństwa, przy bardzo małym rozrzucie, spadku dynamiki produkcji w drugim okresie. Może to wskazywać na krótki okres pogarszania się dynamiki produkcji przemysłowej.

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

W ramach badania pozycji cyklicznej kategorii makroekonomicznych analizie poddano także indeks PKB wraz z jego składowymi<sup>23</sup> (o stałej podstawie, 2010=100) niewyrównany sezonowo. Jej wyniki wskazują że:

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

<sup>23</sup> Por. Raport Makro – Dodatek.

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

- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy (dla niskich wartości parametrów wygładzających) oscylację punktów zegara pomiędzy pierwszą a drugą ćwiartką, co utrudnia określenia fazy cyklu odchyień dla tego wskaźnika. W przypadku cykli uwzględniających wahania do 7 lub 8 lat, zegary wskazują na ekspansję lub wyhamowanie. Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchyień tej składowej.
- W przypadku nakładów brutto na środki trwałe ostatnie punkty zegara (III kwartał 2018 r.) wskazują na występowanie wczesnej fazy ekspansji, jednak o słabej amplitudzie.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 4-5 latach obserwujemy w dalszym ciągu bardzo niską amplitudę wahań cyklu odchyień. Położenie ostatnich punktów zegara w wariancie klasycznym wskazuje na dalsze pogorszenie koniunktury w eksporcie oraz imporcie towarów i usług. W przypadku tej kategorii zegary są najmniej czytelne.

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

## 1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH

Istotnym elementem analizy jest próba klasyfikacji działów ze względu na prognozowaną ścieżkę rozwoju. Tabele 1.1 do 1.6 w *Raporcie Makro* przedstawiają zbiorczą jakościową ocenę ich tendencji rozwojowych. W tabelach 1.1, 1.3 i 1.5 tego raportu zawarto informacje o prawdopodobieństwie spadku produkcji w każdym z działów w każdym miesiącu w horyzoncie prognozy (od IX 2019 r. do VIII 2020 r.). Podano także maksymalną i minimalną wartość tego prawdopodobieństwa. Powyższe prawdopodobieństwa umożliwiają klasyfikację działów na te, które będą się z dużym prawdopodobieństwem dynamicznie rozwijać; na te, które pozostaną na dotychczasowym poziomie rozwoju oraz na te, które będą się kurczyć.

Perspektywy rozwojowe pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najlepsze perspektywy rozwojowe nadal ma dział „Produkcja urządzeń elektrycznych”. Prawdopodobieństwo spadku produkcji w tym dziale jest najniższe i wynosi co najwyżej 0,19. Pogorszenie perspektyw oznacza, że analizowane prawdopodobieństwo w poprzedniej edycji raportu wynosiło 0,12. Dobre perspektywy ma też sekcja rezydualna „Pozostała produkcja wyrobów”. Działami szczególnie zagrożonymi, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, są natomiast nadal sekcje: „Dobra związane z energią poza sekcją D i E” oraz „Produkcja odzieży”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie, na co wskazywano również w dwóch poprzednich edycjach raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na silne wyhamowanie koniunktury. Poważnie zagrożona wydaje się też sekcja „Górnictwo i wydobywanie”, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,86 w analizowanym horyzoncie.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik  $r/r$  jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najstabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy nadal przypisać „Sprzedaży detalicznej paliw w wyspecjalizowanych sklepach”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może wynosić 0,71 (w poprzedniej edycji raportu 0,72). To wysokie

prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy marca 2020 r. Od tego miesiąca do końca horyzontu prognozy analizowane prawdopodobieństwo maleje, jednak pozostawia wiele niepewności co do kierunku rozwoju branży. Najlepsze perspektywy rozwojowe należy przypisać dwóm działom: „Sprzedaży detalicznej z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi i motocyklami” oraz „Sprzedaży detalicznej towarów nieżywnościowych z wyłączeniem paliw”. W tym przypadku prawdopodobieństwo spadku w wielkości handlu nie przekracza wartości 0,17. Jest to efekt relatywnie trwały, bo w przypadku pierwszego z działów informowaliśmy o tym w poprzednim raporcie. Wyniki analizy mogą wskazywać na umiarkowany stopień trwałości opisywanych tendencji. Opisane powyżej tendencje rozwojowe są też bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie dynamicznie się rozwijać niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy.

W przypadku budownictwa bardzo wysokie poziomy dynamik współwystępują ze znacznymi szansami tendencji spadkowej. Odzwierciedla to po prostu występowanie w ostatnim okresie bardzo wysokiej koniunktury w tym dziale. Sytuacja w działach jak i w budownictwie ogółem będzie się pogarszać, jednak z zachowaniem ciągle dodatnich dynamik. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza wartości 0,4 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,56 w poprzedniej edycji raportu). W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem może charakteryzować się wyhamowaniem rozwoju od drugiej połowy 2019 roku. Wyniki tej analizy wskazują też, 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 r.

## 1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w I p. 2019 r. charakteryzuje pogorszenie wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w II p. 2018 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). W celu jej oceny wykorzystano 10 węzłowych wskaźników finansowych oraz miarę w postaci pola powierzchni dziesięciokąta (miara „PD”) rozpiętego na dynamice wartości tych wskaźników. Krótkoterminowo odnotowano ogólne pogorszenie sytuacji finansowej. W I p. 2019 r. wartość miary PD zmniejszyła się o –7,9% (–19,4% w II p. 2018 r.). Nieznacznie korzystniejsze rezultaty uzyskano tylko w 3 na 10 wskaźników: cyrkulacji należności i długości cyklu zobowiązań oraz produktywności majątku. Największe pogorszenie odnotowano w zakresie: rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów, płynności bieżącej i szybkiej oraz w strukturze majątkowo-kapitałowej – por. rys. Rysunek 27.

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

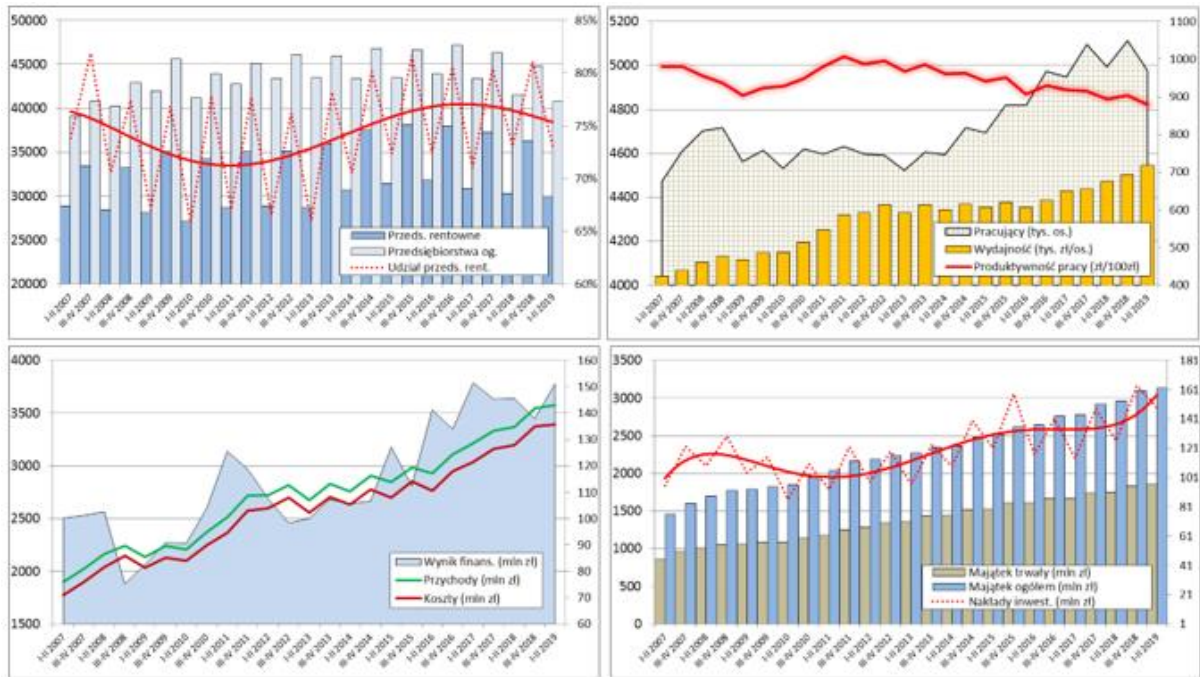
sytuacja była w działalności produkcyjnej (pogorszenie 8/10 wskaźników), zaś najlepsza w usługach – negatywne zmiany w 6/10 wskaźników.

Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej w tym samym czasie liczbie pracujących (ostatnio zahamowany) towarzyszył niższy przyrost wydajności pracy, a produktywność pracy wykazuje długoterminowy spadek. Przychody rosły krótkoterminowo w tempie niższym niż koszty, co zawężyło pole wyniku finansowego (ostatnio odbudowa). Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem oraz trwały. Dynamika nakładów inwestycyjnych wzrosła po okresie stagnacji. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy wzrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przyrasta równomiernie. Ustabilizowała się krótkoterminowo stopa wartości dodanej (por. Rysunek 25).

Widoczną zmianą krótkoterminową jest zahamowanie niekorzystanej tendencji pogorszenia struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, szybciej wzrasta długość cyklu zobowiązań, a cykl kapitału obrotowego netto uległ skróceniu. Płynność bieżąca, a zwłaszcza szybka maleją, podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje wahania, w kierunku jej zmniejszania się. W mniejszym stopniu dotyczy to rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego (por. Rysunek 26).

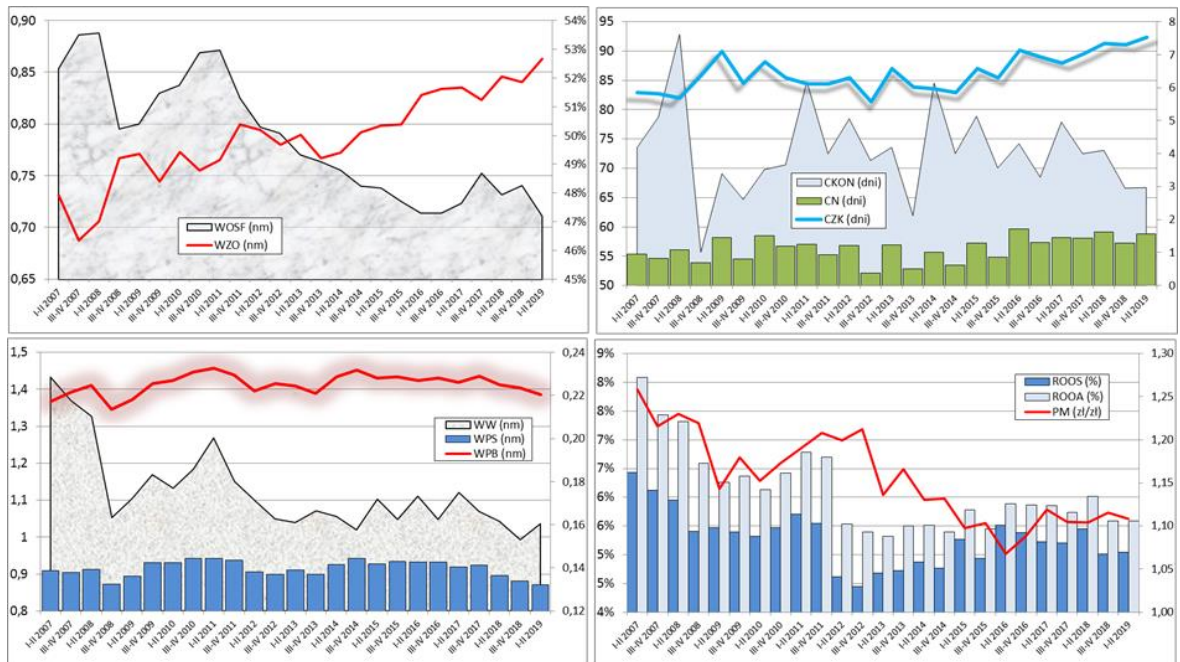
W klasach wielkości sytuacja kształtowała się tak, że w grupie podmiotów małych wystąpił spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Malejącej liczbie pracujących towarzyszy mniej proporcjonalny wzrost wydajności pracy, a długookresowo maleje produktywność pracy. Dynamika przychodów wzrastała w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

Rysunek 25 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 26 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)

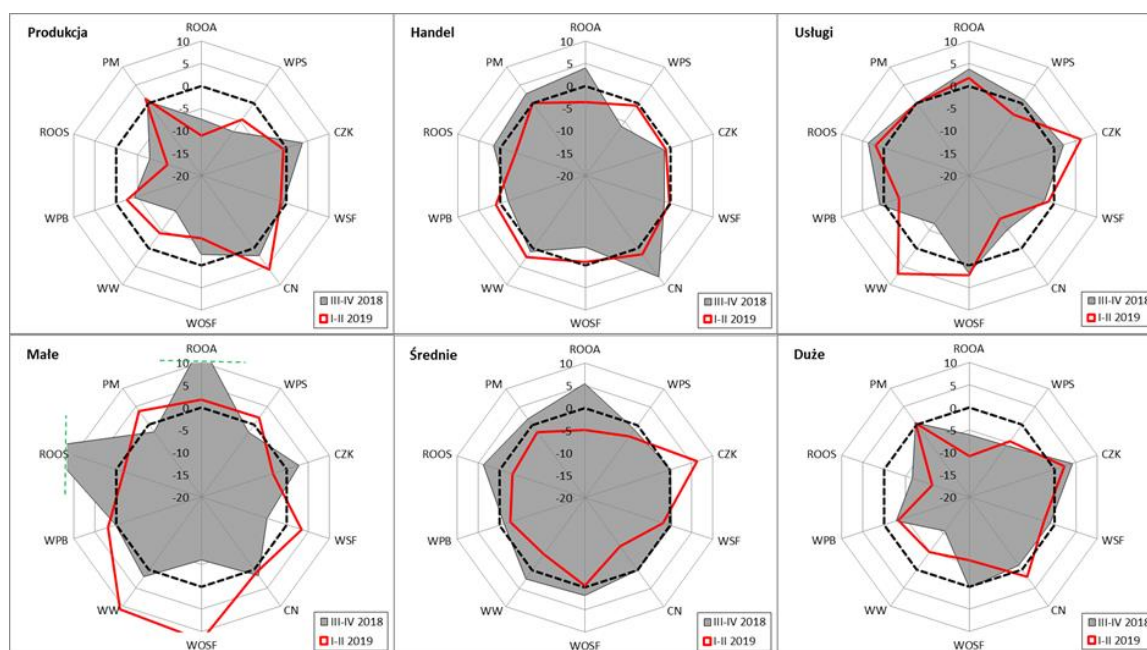


WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (struktury majątkowo-kapitałowej); WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; CKON – cykl kapitału obrotowego netto; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; WPS – wskaźnik płynności podwyższonej; WW – wskaźnik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

Źródło: Raport Mikro.



Rysunek 27 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2018 r. oraz I p. 2019 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*.

## 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.

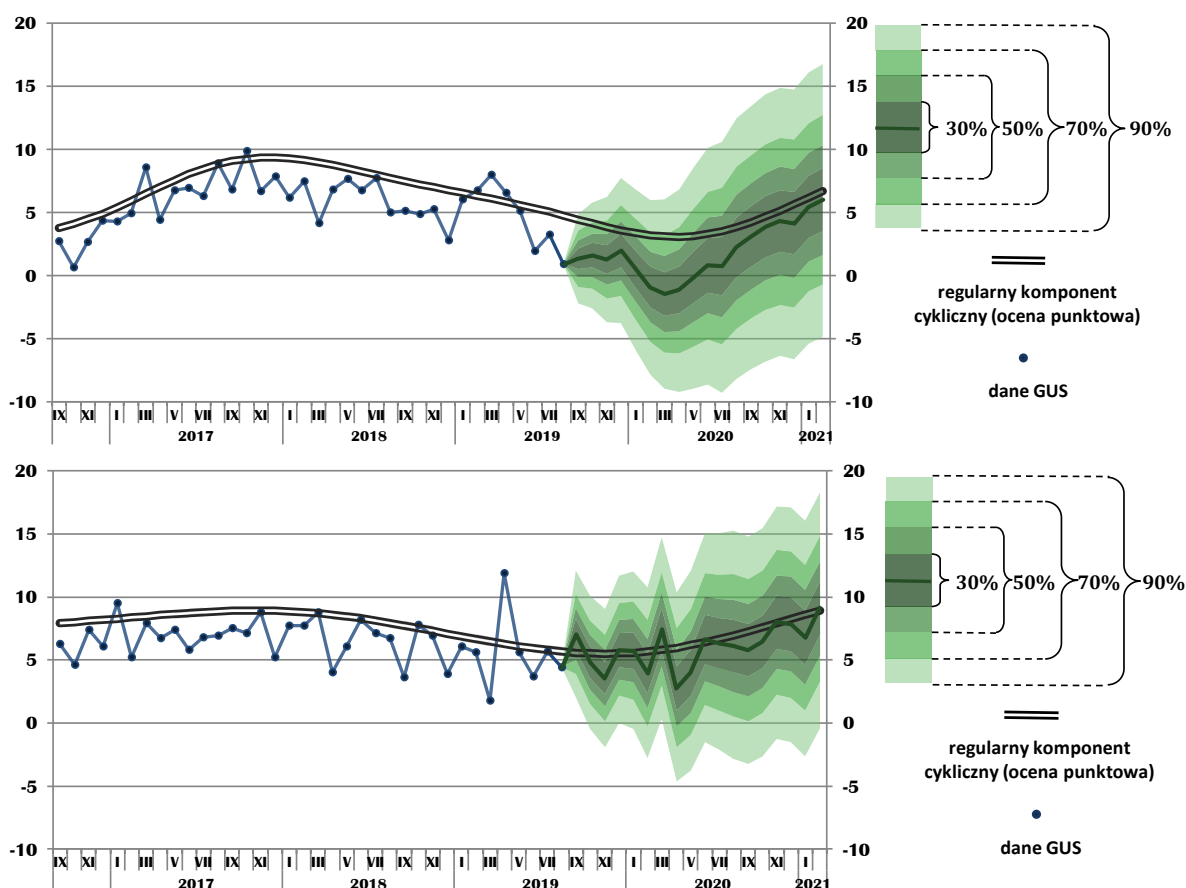
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznanymi parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie 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 sierpnia 2019 r. (dane miesięczne) lub drugiego kwartału 2019 r. (dane kwartalne) łącznie. Analizowane tu szeregi czasowe o częstotliwości miesięcznej opisują dynamikę zmian  $r/r$  (w procentach) w przypadku produkcji przemysłowej (skorygowanej o efekt dni kalendarzowych) oraz sprzedaży detalicznej (w obydwu przypadkach wyrażonych w cenach stałych, za GUS). Wskaźniki te mogą jedynie w przybliżeniu odzwierciedlać koniunkturę w sektorze produkcyjnym oraz sytuację popytową. Zatem wnioskowanie o bieżącej sytuacji w sektorze przedsiębiorstw polega oczywiście na pewnym przybliżeniu. Trudno jednak wskazać zbiór bardziej adekwatnych, dostępnych wskaźników ekonomicznych publikowanych w cyklu miesięcznym. Dodatkowo przeprowadzono analizę kwartalnych wskaźników charakteryzujących dynamikę PKB, popytu krajowego, wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (w cenach stałych, w ujęciu rocznym). Skonfrontowano także najnowsze dane makroekonomiczne z wcześniejszymi prognozami oraz zobrazowano, jak napływ nowych obserwacji modyfikuje wnioskowanie o regularnym komponencie cyklicznym dynamiki rozpatrywanych wielkości. Zaprezentowano również prognozy uzyskane przy wyłączeniu oddziaływania regularnego komponentu cyklicznego.

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

Rysunek 28 (górny panel) ilustruje prognozę dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskaną na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Przebieg ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż rozpoczęta w 2016 r. faza przyspieszenia tempa wzrostu zakończyła się w czwartym kwartale 2017 r. Od tego czasu widoczna jest tendencja do spowolnienia, której odwrócenie może nastąpić w drugim kwartale 2020 r. Wynik ten odbiega od rezultatów z poprzedniej prognozy – wahania cykliczne są silniej zaznaczone. Wskazuje to, że prezentowana w poprzednich raportach konstatacja, iż produkcja przemysłowa w ostatnim wykazuje niewielkie odchylenia od stabilnej tendencji wzrostowej, powinna zostać zrewidowana. Jeśli nastąpiła zmiana strukturalna w obrazie wahań koniunkturalnych produkcji przemysłowej, może to skutkować trudnościami z prawidłową identyfikacją wahań cyklicznych. Ponadto niepewność prognozy w dalszym horyzoncie jest na tyle znaczna, że nie wyklucza także kontynuowania tendencji spadkowej. O ile więc prezentowane wyniki uprawdopodobniają wyraźne spowolnienie w krótkim okresie, to prognozy dotyczące odwrócenia tej tendencji w przyszłości należy traktować z ostrożnością.

*Rysunek 28 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)*



Źródło: *Raport Makro*.

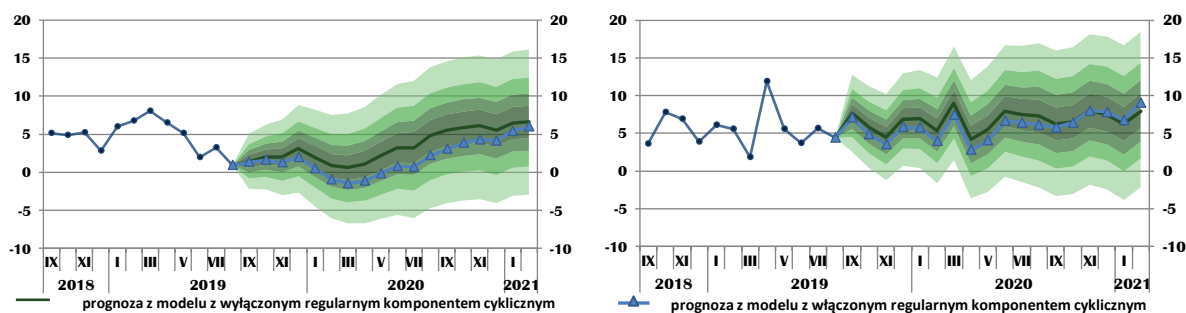
Przebieg wartości oczekiwanych *a posteriori* regularnego komponentu cyklicznego wskazuje na wystąpienie słabo zaznaczonej tendencji wzrostowej w dynamice sprzedaży detalicznej, począwszy od drugiego kwartału 2016 r. aż do czwartego kwartału 2017 r., kiedy to dynamika sprzedaży detalicznej osiągnęła górny punkt zwrotny (por. Rysunek 28 – dolny panel). W horyzoncie predykcji widoczne jest



odwrócenie tej tendencji tj. obniżenie (dodatniego) tempa wzrostu sprzedaży detalicznej, przy czym przewiduje się wystąpienie dolnego punktu zwrotnego regularnego komponentu cyklicznego w czwartym kwartale 2019 r. W pierwszej części okresu prognozy dynamika r/r sprzedaży detalicznej nie wykazuje silnie zaznaczonej tendencji (przewidywane są jednak relatywnie silne, krótkookresowe wahania). W drugiej części okresu predykcji zaznacza się tendencja do wzrostu dynamiki r/r sprzedaży detalicznej. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca, iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r. Wymowa prognozy dynamiki wskaźnika sprzedaży detalicznej jest zbliżona do rezultatów dotyczących produkcji przemysłowej w tym sensie, iż obydwie prognozy przewidują przyspieszenie tempa wzrostu w drugiej połowie horyzontu predykcji. Konkluzję taką należy jednak przyjmować z dużą ostrożnością – ze względu na znamiona występowania poważnych zmian strukturalnych. Prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej (w przeciwieństwie do produkcji przemysłowej), nie wskazuje jednak na wcześniejsze wystąpienie wyraźnie zaznaczonego spowolnienia.

Wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego (por. Rysunek 29) skutkuje otrzymaniem jakościowo zbliżonej ścieżki prognoz punktowych dla sprzedaży detalicznej. W przypadku produkcji przemysłowej wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego skutkuje otrzymaniem wyżej położonej ścieżki prognozy. Model bez cykliczności również przewiduje minimum cyklu wzrostu produkcji na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2020 r., jednakże jest ono wyraźnie wyżej położone.

*Rysunek 29 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r*

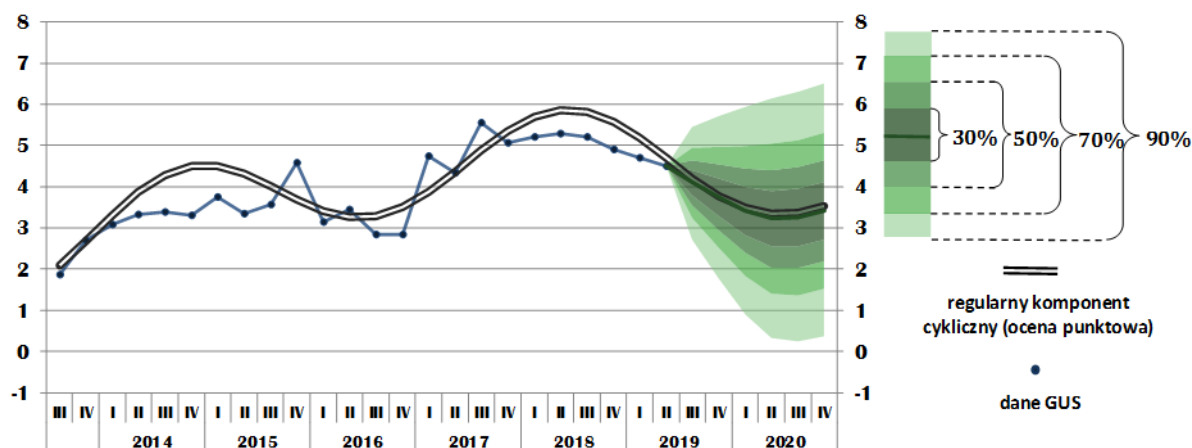


Źródło: Raport Makro.

### 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

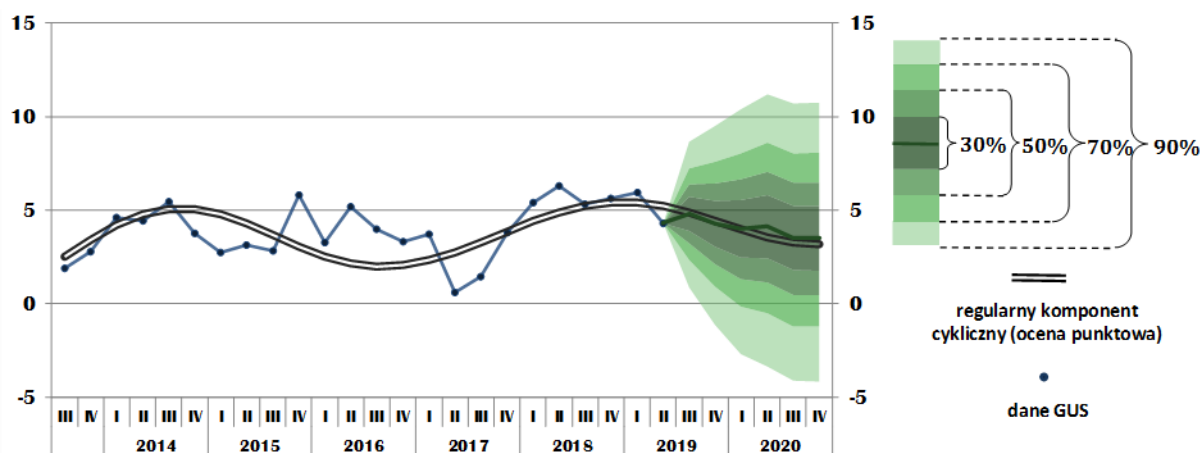
Rysunek 30 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy nadal przewiduje powolne wyhamowanie ostatnio obserwowanego wysokiego tempa wzrostu PKB. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują, iż górny punkt zwrotny w cyklu wzrostu PKB wystąpił w drugim lub trzecim kwartale 2018 r., zaś w kolejnych kwartałach następuje systematyczne spowolnienie tempa wzrostu, trwające do drugiego lub trzeciego kwartału 2020 r. Po tym okresie przewidywane jest odwrócenie tendencji spadkowej w dynamice r/r PKB. Oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy punktowe dynamiki PKB przekraczają wartość 3% r/r. Prezentowana prognoza przewiduje systematyczne spowolnienie i osiągnięcie tempa wzrostu PKB zbliżonego do 4% r/r w trzecim kwartale 2019 r. oraz zbliżonego do 3% w II/III kwartale 2020 r. Taki scenariusz wynika z analizy prognoz punktowych, które jednak są obciążone znaczną niepewnością; rzeczywista ścieżka spowolnienia może mieć mniej regularny charakter.

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



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



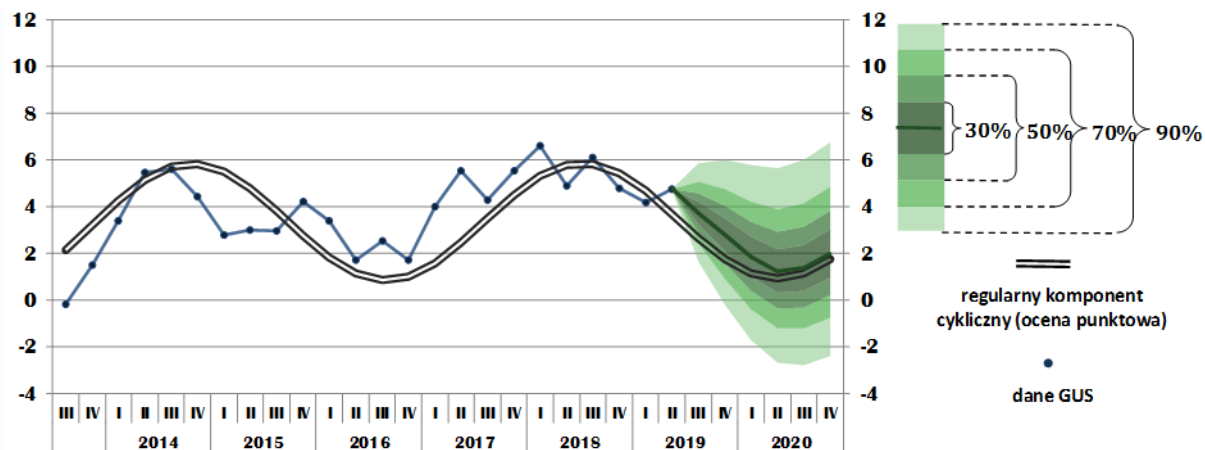
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. W aktualnej prognozie wahania typu cyklicznego są nieco silniej zaznaczone niż poprzednio. Ostatnie wyniki wskazują, iż dotychczasowa diagnoza wskazująca na coraz bardziej spłaszczony przebieg cyklu – podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej – może zostać zrewidowana. Lokalne maksima regularnego komponentu cyklicznego występują w przybliżeniu w tym samym okresie co maksima cyklu wzrostu PKB omawiane powyżej. Aktualna ścieżka prognoz punktowych dynamiki r/r wartości dodanej brutto w przemyśle wskazuje na tendencję do spowolnienia tempa wzrostu. Tendencja ta jest relatywnie słabo zaznaczona, jednak w horyzoncie predykcji nie jest widoczne jej odwrócenie. Prognozy punktowe dynamiki omawianego wskaźnika obniżają się z poziomu ok. 5% r/r do ok. 3% r/r w czwartym kwartale 2020 r. Ze względu na widoczne w próbie wahania krótkookresowe prognoza tempa wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle wykazuje dość znaczącą niepewność *ex ante*.

W przypadku popytu krajowego (Rysunek 34) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje na istnienie dwóch lokalnych maksimów cyklu wzrostu (pod koniec 2014 r. i pod koniec 2018 r.), co jest spójne z wynikami otrzymanymi dla dynamiki PKB oraz wartości dodanej brutto w przemyśle. Można zauważyć, iż (nieco inaczej niż w przypadku dynamiki PKB), kolejne minima i maksima regularnego komponentu cyklicznego dla tempa wzrostu popytu krajowego mają zbliżone wartości.

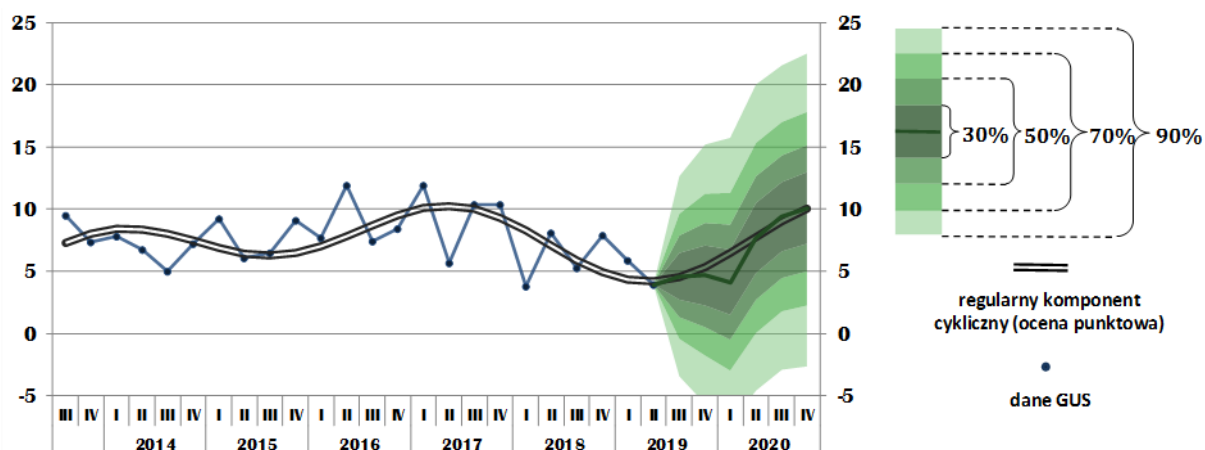
Tendencja prognozy dynamiki popytu krajowego jest zbliżona do tendencji przewidywanej dla tempa wzrostu PKB, jednak prognozy punktowe mają niższe wartości. Według prognoz punktowych dolny punkt zwrotny w dynamice popytu krajowego będzie miał miejsce w połowie 2020 r., na poziomie o ok. 3-4 pp. niższym od ostatniego odczytu dynamiki (tj. na poziomie ok 1% r/r).

Rysunek 32 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

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



Źródło: Raport Makro.

W przypadku eksportu (Rysunek 33) również widoczne było zwiększenie amplitudy wahań krótkookresowych. Należy jednak zaznaczyć, iż w szczególności wahania o okresie typowym dla wahań koniunkturalnych są zaznaczone nieco silniej niż jeszcze pół roku temu i wcześniej – może to być związane zarówno z wpływem ostatnich obserwacji, jak i z rewizjami danych, efekt ten może mieć jednak również charakter pozorny.

Pod koniec horyzontu predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję wzrostową sięgającą niemal 10% 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*, wobec czego takie przewidywanie powinno być traktowane z dużą ostrożnością.

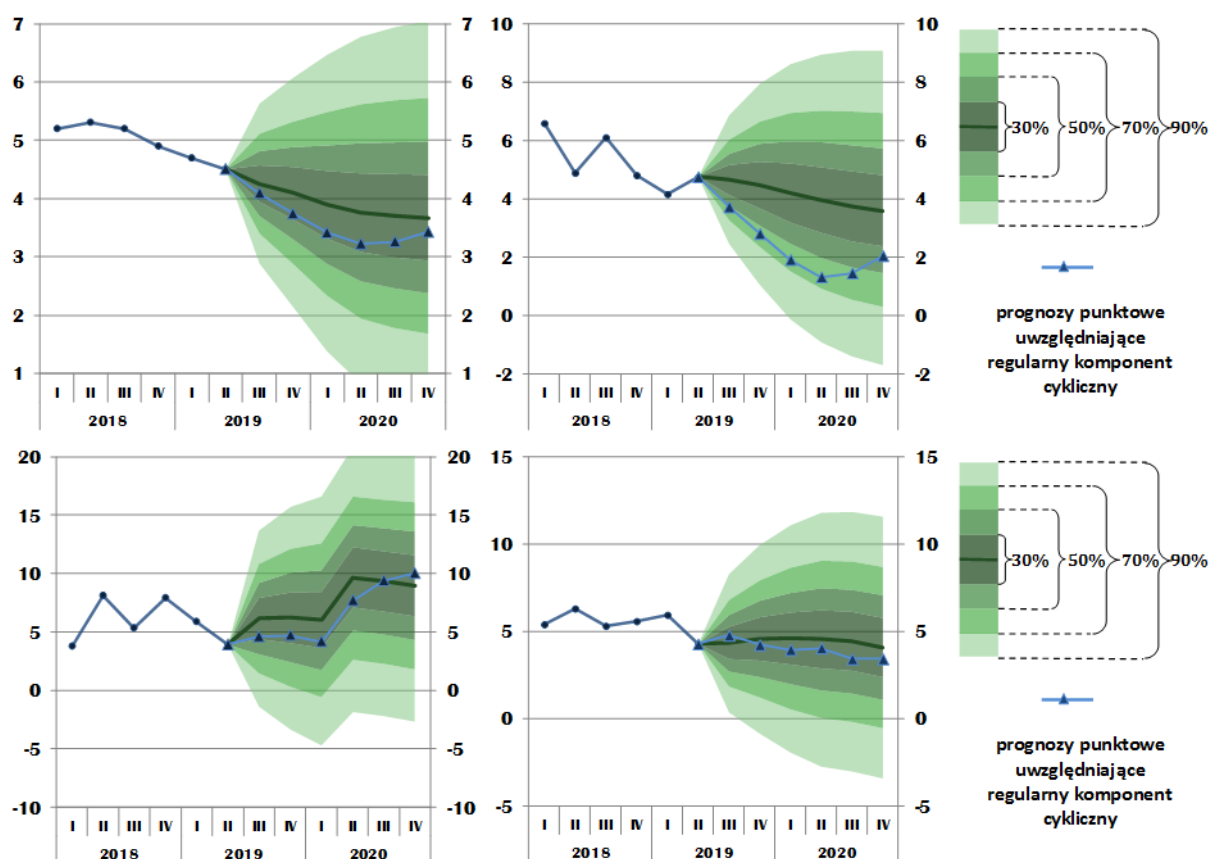
Zaprezentowane powyżej prognozy dynamiki produkcji przemysłowej oraz wartości dodanej brutto w przemyśle w krótkim okresie raczej wskazują na przewagę szans na spowolnienie tempa wzrostu (lub nawet realny spadek produkcji). Tendencja średniookresowa jest trudna do przewidzenia, jednak

prezentowane prognozy (ze względu na dużą niepewność) dopuszczają zarówno nieznaczne przyspieszenie jak i silniejsze spowolnienie. Prognozy dynamiki PKB oraz popytu krajowego mają podobną tendencję (prognoza dynamiki popytu krajowego przewiduje jednak silniejsze spowolnienie). Przewidywane przyspieszenie dynamiki eksportu w drugiej połowie okresu predykcji byłoby spójne z tendencją do ożywienia prognozowanego w tym okresie dla innych wskaźników, jednak – wobec trudności w przewidywaniu przeważających tendencji w eksporcie i imporcie – jest to w większym stopniu teoretyczna możliwość niż bazowy scenariusz.

## 2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej wyłączenie komponentu cyklicznego wiąże się z utrzymaniem przewidywanego kierunku zmian, przy pewnym jej osłabieniu (por. Rysunek 34).

Rysunek 34 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 wyłączonym komponentem cyklicznym w większości przypadków przewidują wyższą wartość dynamiki. Efekt ten jest słabiej zaznaczony dla wartości dodanej brutto w przemyśle i eksporcie. W przypadku dynamiki PKB różnice początkowo systematycznie rosną, jednak prognozy punktowe z włączonym komponentem cyklicznym mieszczą się każdorazowo w 30% przedziałach prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym. W dwóch ostatnich kwartałach okresu predykcji rozbieżność pomiędzy prognozami punktowymi w obydwu podejściach zmniejsza się, zaś prognozy osiągają poziom zbliżony do 3,5% r/r. Wynika to z faktu, iż w modelu z cyklicznością przewidywany jest

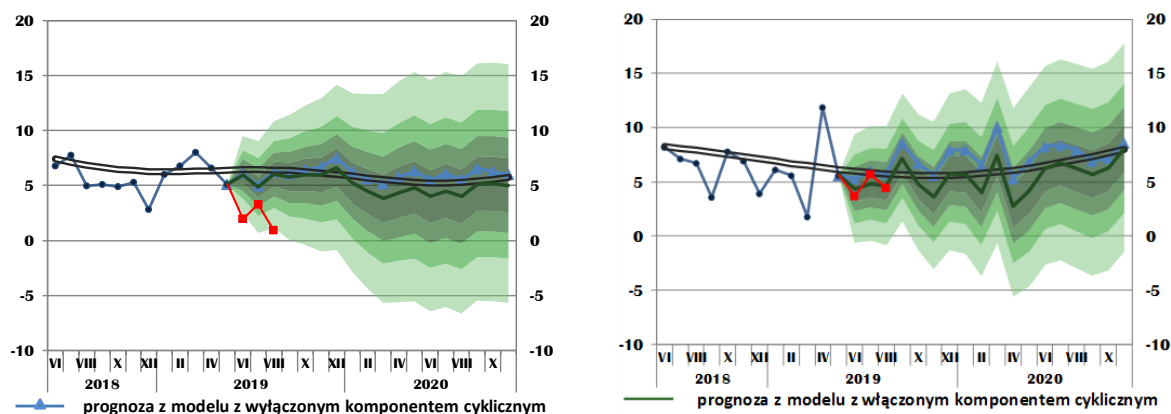
wzrost dynamiki (po przejściu dolnego punktu zwrotnego) – model bez cykliczności przewiduje zaś słabszą lecz widoczną w całym okresie prognozy tendencję spadkową. Podobny jakościowo efekt widoczny jest w przypadku prognozy dynamiki popytu krajowego – tam jednak rozbieżności pomiędzy prognozami są większe. W ciągu pięciu początkowych kwartałów okresu predykcji prognozy punktowe z modelu z cyklicznością mieszczą się pomiędzy dolnymi krańcami 50% i 70% przedziałów prognozy z modelu bez cykliczności.

Prezentowane prognozy dla zmiennych o silnie zarysowanej dynamice cyklicznej sugerują raczej, że bieżąca sytuacja makroekonomiczna odzwierciedla poruszenie się w fazie spowolnienia. Modele z regularnym komponentem cyklicznym sugerują zwykle silniejsze wahania (w tym przypadku: silniejsze spowolnienie). W przypadku eksportu przewidywane jest przyspieszenie dynamiki, jednak dla tej zmiennej prognozowanie tendencji jest szczególnie trudne. W przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle obserwowana dynamika nie jest regularna; najprawdopodobniej wynika ona z nałożenia różnych tendencji cyklicznych w poszczególnych działach produkcji. Powoduje to dodatkowe trudności w prognozie tej wielkości jako agregatu. Podsumowując, można jednak stwierdzić, iż jeśli dotychczas obserwowane wzorce wahań znajdą swoją kontynuację, bardziej prawdopodobne jest wejście w fazę spowolnienia trwającą około 4-5 kwartałów. Głębokość spowolnienia (w sensie obniżenia realnej dynamiki PKB) zależy m.in. od (trudnego do przewidzenia z wykorzystaniem narzędzi modelowych) wkładu eksportu netto, który może to spowolnienie osłabić lub przyspieszyć. Nowym elementem w aktualnej prognozie jest wyraźny sygnał krótkookresowego spowolnienia w produkcji przemysłowej, otrzymany po uwzględnieniu trzech ostatnich odczytów tego wskaźnika.

## 2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ

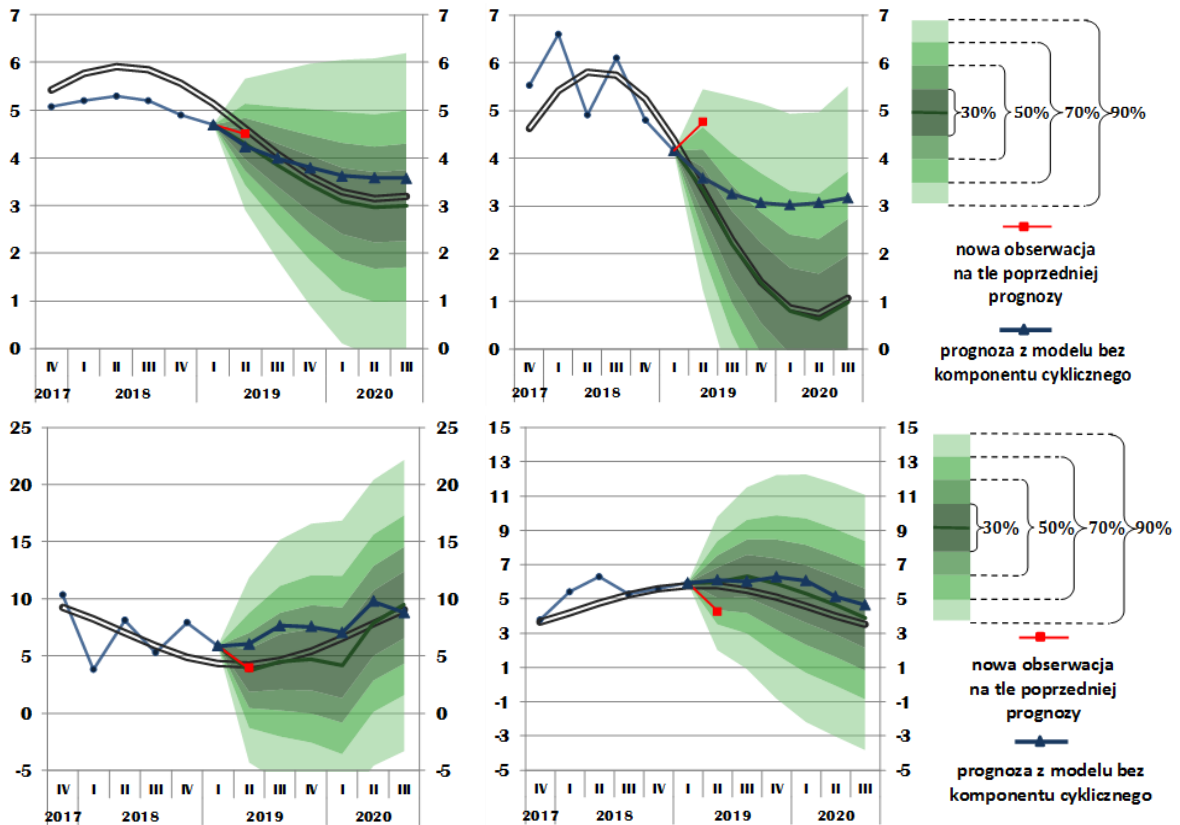
Ze względu na rozbieżności pomiędzy prognozami z poszczególnych kategorii modeli szczególnie ważna wydaje się analiza *ex post* poprzednio przedstawianych prognoz. W przypadku danych miesięcznych, tj. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (Rysunek 35), różnice są nieznaczne. Dla produkcji przemysłowej obydwa modele w krótkim horyzoncie dawały bardzo zbliżone prognozy, które jednak okazały się wyraźnie przeszacowane. W przypadku sprzedaży detalicznej można jednak stwierdzić, iż przewidywania modelu z włączonym komponentem cyklicznym były nieco bardziej adekwatne (przy czym model ten dawał nieco bardziej pesymistyczne prognozy).

Rysunek 35 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 36 Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)



Źródło: Raport Makro.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Prognozy z wyłączonym i włączonym komponentem cyklicznym dla PKB oraz popytu krajowego były bardzo zbliżone (w horyzoncie jednego kwartału) i okazały się relatywnie trafne (Rysunek 36). Jeśli chodzi o wartość dodaną brutto w przemyśle, prognozy były również zbliżone, jednak odczyt okazał się wyraźnie gorszy od przewidywań. Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku popytu krajowego – obydwa podejścia dawały bardzo zbliżone przewidywania w horyzoncie jednego kwartału, które okazały się jednak zbyt pesymistyczne. W przypadku eksportu prognozy różniły się od siebie, przy czym to prognoza z modelem z włączonym komponentem cyklicznym okazała się trafna. Podsumowując, odczyty danych kwartalnych w bieżącej edycji *ex post* nie dostarczają jednoznacznego wsparcia dla jednego z podejść (także dlatego, że ostatnie prognozy były dość zbliżone w krótkim horyzoncie).

Warto podkreślić, że na obecnym etapie wszystkie rozpatrywane tu modele przewidują wystąpienie w gospodarce polskiej spowolnienia (różniąc się nieco co do jego skali oraz dokładnego umiejscowienia w czasie). Modele z włączoną cyklicznością przewidują silniejsze spowolnienie, jednak dopuszczają też wystąpienie ożywienia po upływie ok. 4 kwartałów. Modele bez cykliczności przewidują mniej dotkliwe spowolnienie, jednak perspektywa ożywienia jest w tych prognozach słabiej zaznaczona. W porównaniu z poprzednimi prognozami, widocznie słabsze odczyty dotyczące produkcji przemysłowej (oraz związane z tym mniej optymistyczne prognozy) wydają się wspierać scenariusz zbliżony do przewidywanego przez modele z cyklicznością.

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

	2019		2020			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	<b>4,09%</b>	<b>3,74%</b>	<b>3,41%</b>	<b>3,23%</b>	<b>3,26%</b>	<b>3,43%</b>
	0,8	1,2	1,5	1,8	1,9	1,9
	<b>4,26%</b>	<b>4,10%</b>	<b>3,91%</b>	<b>3,77%</b>	<b>3,73%</b>	<b>3,70%</b>
	0,8	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0
Wartość dodana brutto w przemyśle	<b>4,79%</b>	<b>4,24%</b>	<b>3,95%</b>	<b>4,04%</b>	<b>3,43%</b>	<b>3,42%</b>
	2,4	3,2	4,0	4,4	4,5	4,6
	<b>4,33%</b>	<b>4,57%</b>	<b>4,58%</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,41%</b>	<b>4,08%</b>
	2,4	3,3	4,0	4,4	4,5	4,6
Popyt krajowy	<b>3,73%</b>	<b>2,82%</b>	<b>1,91%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,45%</b>	<b>2,05%</b>
	1,3	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8
	<b>4,65%</b>	<b>4,49%</b>	<b>4,22%</b>	<b>3,97%</b>	<b>3,77%</b>	<b>3,62%</b>
	1,3	2,1	2,7	3,0	3,2	3,3
Eksport	<b>4,60%</b>	<b>4,71%</b>	<b>4,17%</b>	<b>7,69%</b>	<b>9,37%</b>	<b>10,03%</b>
	4,9	6,3	7,0	7,5	7,5	7,7
	<b>6,14%</b>	<b>6,23%</b>	<b>6,01%</b>	<b>9,60%</b>	<b>9,30%</b>	<b>8,96%</b>
	4,6	5,8	6,5	6,9	7,0	7,1

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

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

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



### III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

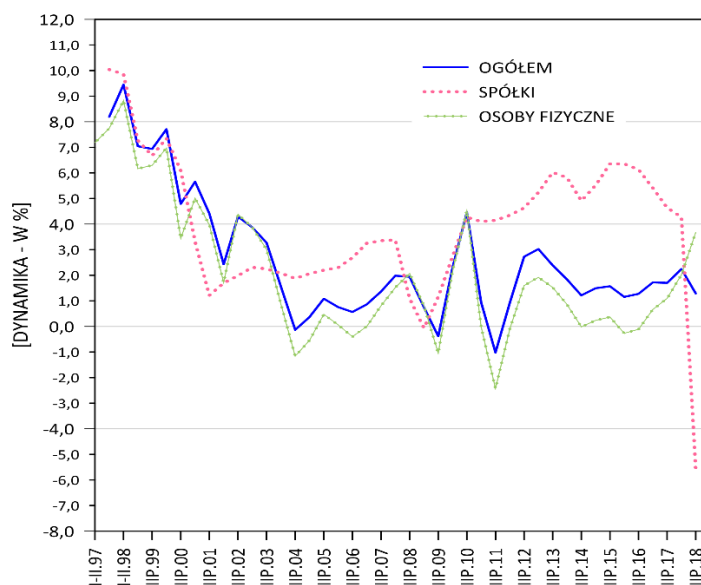
#### 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej zostaną przedstawione podstawowe informacje dotyczące demografii przedsiębiorstw – zarówno analizowanej próby, jak i firm objętych ewidencją REGON. W kontekście analizy zagrożenia upadłością jest to ważne przynajmniej z trzech powodów. Po pierwsze, doświadczenia międzynarodowe pokazują, że ponadprzeciętna dynamika kreacji przedsiębiorstw na ogół jest dobrym predyktorem późniejszego wzrostu liczby upadłości. Po drugie, statystyki upadłości sądowych są dosyć niedoskonałym przybliżeniem faktycznej skali zjawiska w gospodarce. Dzieje się tak z kilku powodów, ale jednym z najważniejszych jest to, że na liczbę postępowań silny wpływ ma prawodawstwo, w tym jego zmiany, i praktyka sądowa. W Polsce problemem jest m.in. to, że istnieją firmy „zbyt biedne żeby upaść”. W tej sytuacji dodatkowym źródłem informacji o skali upadłości mogą być statystyki skreśleń z rejestru, choć upadłość nie jest oczywiście jedyną przyczyną wykreślenia przedsiębiorstwa. Po trzecie, rejestr REGON obejmuje praktycznie całą populację. Analizując te dane trzeba naturalnie pamiętać, że tego typu rejestry same nie są pozbawione wad – w tym mogą zawierać informacje nieaktualne lub niepełne (gdy np. nie ma skutecznych sankcji związanych z naruszaniem obowiązków sprawozdawczych). Brak jest także danych REGON za 2019 r., a począwszy od bieżącego roku zmianie uległa sprawozdawczość GUS w tym obszarze.

#### 3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

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



Źródło: Obliczenia własne na danych GUS.



Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (40 780 podmiotów ogółem w I p. 2019 r., w tym: 24 896 małych oraz 12 480 średnich i 3 404 dużych).

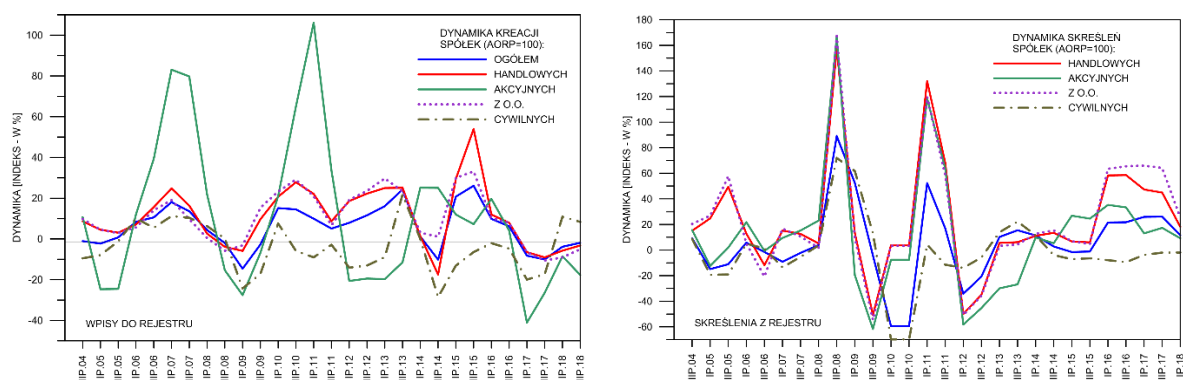
## POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

W I p. 2019 r. odnotowano znaczące zmniejszenie r/r liczby sądowych postępowań upadłościowych (SPU) o 77 – co w strukturze SPU wpłynęło na zmniejszenie r/r liczby upadłości w celu likwidacji majątku. Niepokojący wzrost wartości odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU)<sup>24</sup> utrzymujący się do I p. 2018 r. (maksymalny obserwowany poziom w całym okresie analizy) został w II kw. 2018 r. przełamany i w I p. 2019 r. tendencja spadkowa została utrzymana. W I p. 2019 r. wartość SPU osiągnęła poziom 430 postępowań, co jest wartością nieznacznie niższą od maksymalnego poziomu SPU w I p. 2018 r. W I p. 2019 r. nastąpiło zmniejszenie r/r SPU oraz OU w produkcji i usługach oraz nieznaczny wzrost w handlu.

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

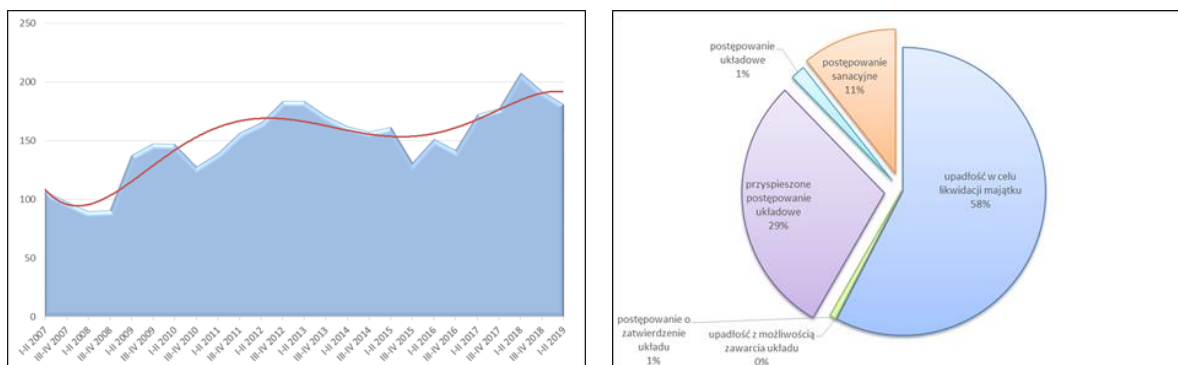
Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby r/r jedynie w 4 województwach a w relacji p/p w 5. Najwięcej postępowań w I p. 2019 r. odnotowano w woj. mazowieckim, a największy wzrost r/r w województwach: wielkopolskim i dolnośląskim.

Rysunek 38 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)



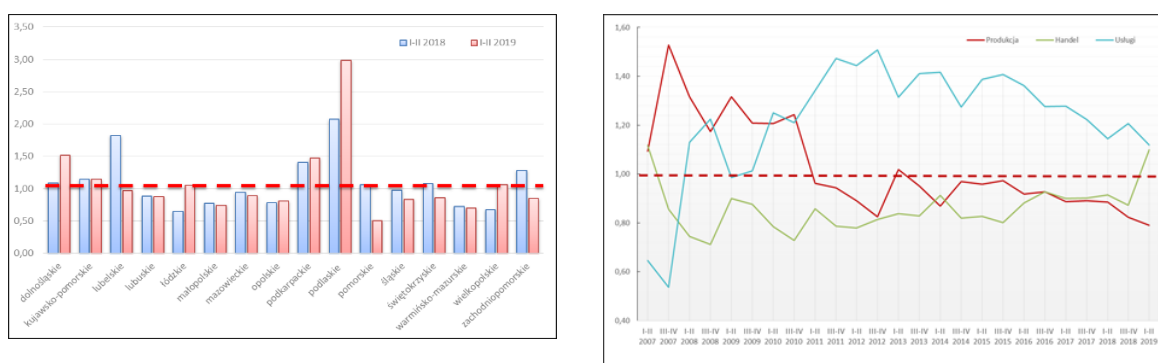
<sup>24</sup> Rozwinięcie symboli wskaźników zawarto w tekście, a ich formuły i opis zamieszczono w załączniku zawierającym uwagi metodologiczne (załącznik B) oraz słowniku pojęć i terminów na końcu opracowania.

Rysunek 39 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2019 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 40 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2018 i I p. 2019 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. według rodzaju działalności (prawy panel)



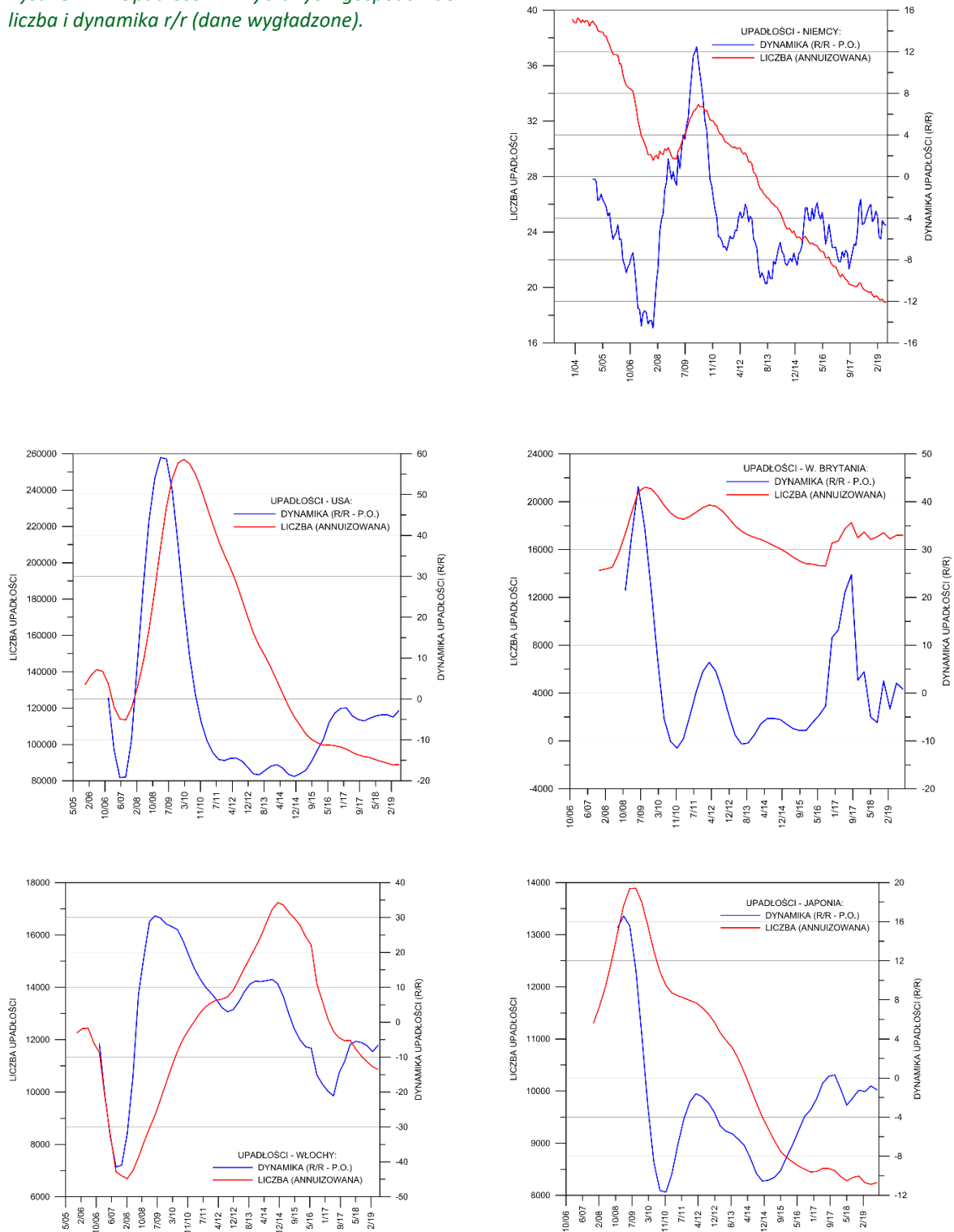
Źródło: Raport Mikro.

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

### 3.3 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

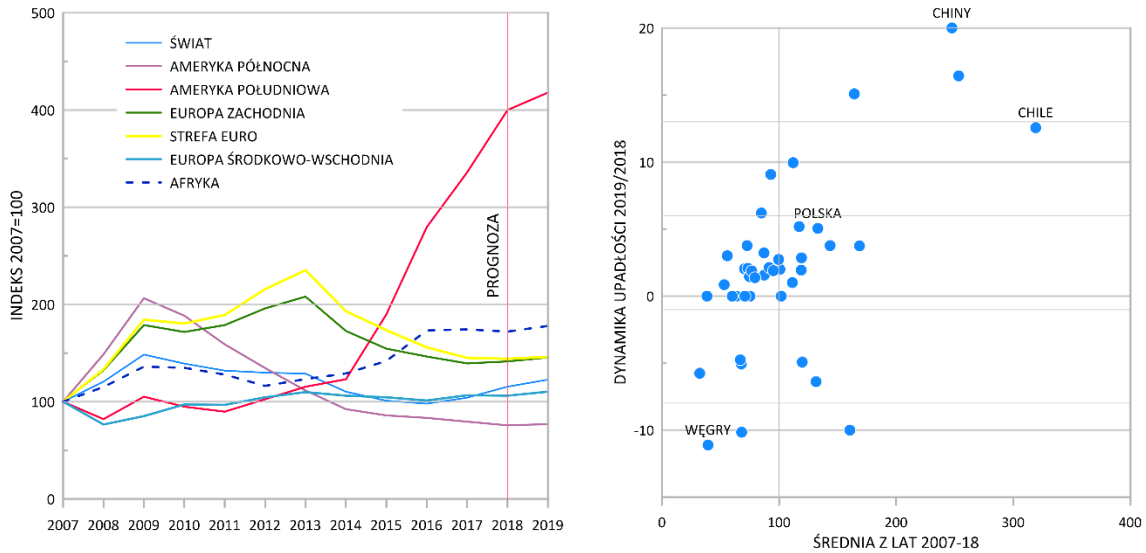
Słabsze perspektywy wzrostu gospodarki światowej powodują, że w części gospodarek rozwiniętych obserwujemy wzrost stopnia zagrożenia upadłością lub przynajmniej spadek tempa poprawy.

Rysunek 41 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).



Przewidywana dynamika upadłości w Polsce była, w świetle prognozy EH, dość wysoka i wynosiła ok. 5% r/r. Było to dość dużo, także na tle innych krajów postsocjalistycznych (np. dla Węgier przewiduje się spadek tej dynamiki o kilkanaście procent). Skala tego zjawiska w naszym kraju jest jednak relatywnie mała. Najnowsze dane COFACE za III kw. 2019 r. nie potwierdzają też tej prognozy – liczba upadłości i postępowań praktycznie nie zwiększyła się. Natomiast pojawiły się branże, w których widocznie wzrosła liczba upadłości.

*Rysunek 42 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel).*



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Euler-Hermes.

## IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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

### 4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA

Wykonane analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. W I p. 2019 r. nastąpił wzrost zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co ważne – w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (r/r). Stopień zagrożenia osiągnął poziom wysoki i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe określają kontynuację trendu umiarkowanego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów (Rysunek 43).

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

W I p. 2019 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia (-8,5% r/r), spowodowany korzystną sytuacją w usługach<sup>25</sup>, natomiast handel charakteryzowało niewielkie pogorszenie sytuacji, a w produkcji miała miejsce stabilizacja. Ocena zmian: po ostatnich odczytach przeszła do poziomu neutralnego. Prognoza krótkoterminowa (II p. 2019 – I p. 2020 r.) sugeruje stabilizację i możliwą niewielką poprawę sytuacji – zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (-1,0%).

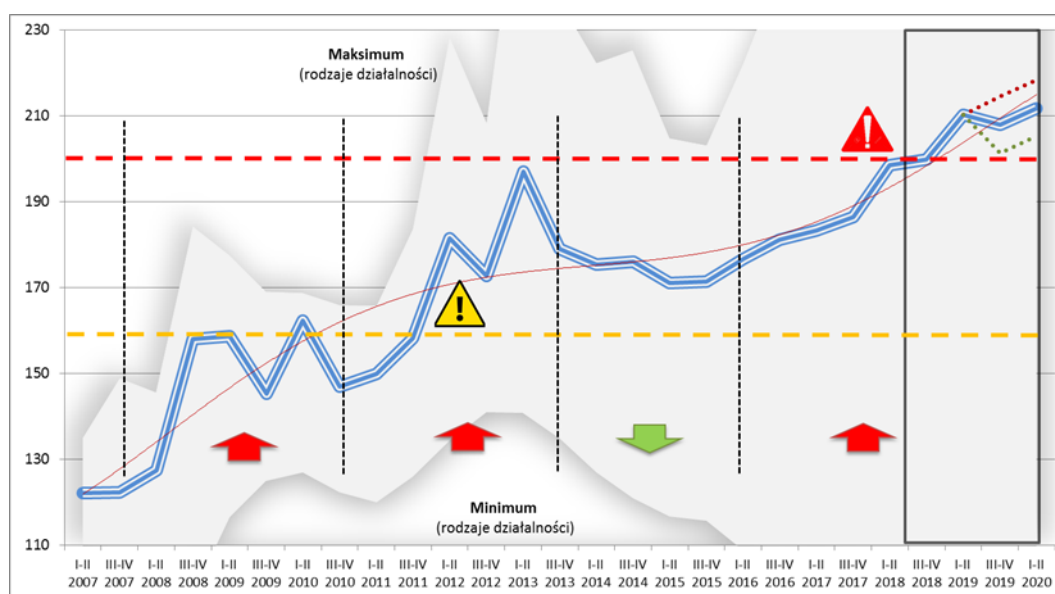
---

<sup>25</sup> Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości) – vide: *Raport Mikro*.

Przedsiębiorstwa średnie w I kw. 2019 r. wykazały silny wzrost zagrożenia (+15,5% r/r), który dotyczył w mniejszym stopniu handlu, natomiast znaczny wzrost odnotowano w usługach. W produkcji nastąpiła zaś niewielka poprawa sytuacji. Ocena zmian sugeruje, że wobec ponownie wysoce niekorzystnego odczytu i przekroczenia progu wyznaczającego poziom wysoki, jest ona negatywna z utrzymaniem ostrzeżenia. Prognoza krótkoterminowa przewiduje (III kw. 2019 – II kw. 2020 r.) zwiększenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (+5,9%).

Przedsiębiorstwa duże w II kw. 2019 r. odnotowały niewielki wzrost zagrożenia (+1,1% r/r), dotyczący tylko produkcji, natomiast poprawa sytuacji miała miejsce w handlu oraz w usługach. Wobec długookresowego trendu wzrostowego i wartości zbliżających się do progu wysokiego stopnia zagrożenia, oceny zmian pozostają negatywne. Prognoza krótkoterminowa (III kw. 2019 r. – II kw. 2020 r.) sugeruje niewielkie zmniejszenie średniego rocznego poziomu zagrożenia (–1,2%).

*Rysunek 43 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r.*



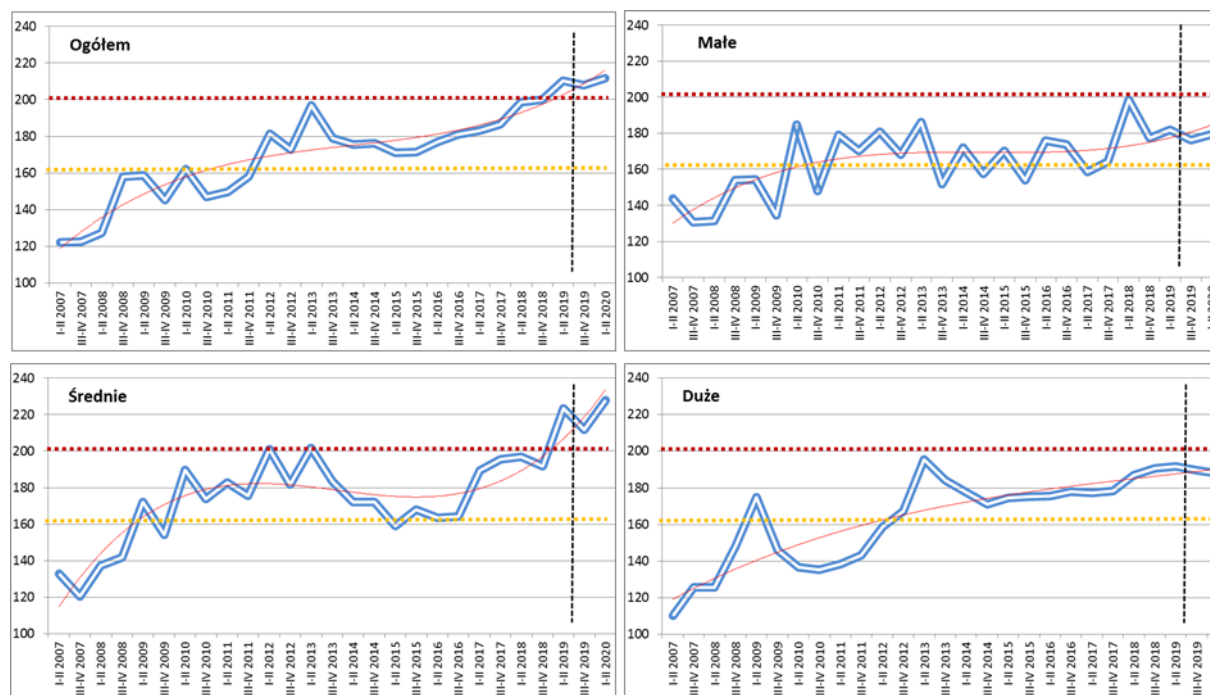
Uwagi: wartość „Ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym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

Źródło: *Raport Mikro*.

W produkcji wyraźnie niekorzystną utrzymującą się sytuację zaobserwowano w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30), którą cechował wysoki stopień zagrożenia w całym okresie analizy oraz działalności usługowej wspomagającej górnictwo i wydobywanie (dział PKD 09). W 9 działach PKD wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy (05, 09, 11, 12, 24, 26, 27, 33 i 39). W usługach silnie niekorzystną sytuację, cechującą się wysokim stopniem zagrożenia, zaobserwowano w działalności związanej z zatrudnieniem (dział PKD 78), w którym aż w 22/24 półroczach wartość stopnia zagrożenia kształtowała się na wysokim poziomie. Aż w 10 działach PKD w ponad połowie okresu analizy odnotowano wysoki stopień zagrożenia. W handlu nakreślona została korzystna sytuacja w całym okresie analizy – bez wyraźnych kierunków zmian i utrzymująca się na stabilnym wysoce korzystnym poziomie – wskazując ten rodzaj działalności jako bezpieczny.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) poprawa sytuacji w I p. 2019 r. wystąpiła w budownictwie (-11,50% r/r), transporcie i gospodarce magazynowej (-9,8% r/r) oraz w informacji i komunikacji (-19,8% r/r). Wzrost zagrożenia odnotowano ponownie w górnictwie i wydobywaniu (+24,0% r/r), w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (+17,8% r/r), natomiast niewielki w przetwórstwie przemysłowym (+2,3% r/r). Działalność handlową charakteryzuje krzywa opadająca od II p. 2014 r., nie potwierdzona jednak przez ostatni odczyt (wzrost +0,9% r/r). Scenariusz neutralny zakłada dalsze, ale mniej intensywne spadki zagrożenia, bliższe stabilizacji krótkoterminowej (zmiany odpowiednio: -5,2% r/r oraz -1,9% r/r) – Rysunek 47.

*Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)*



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

Źródło: Raport Mikro.

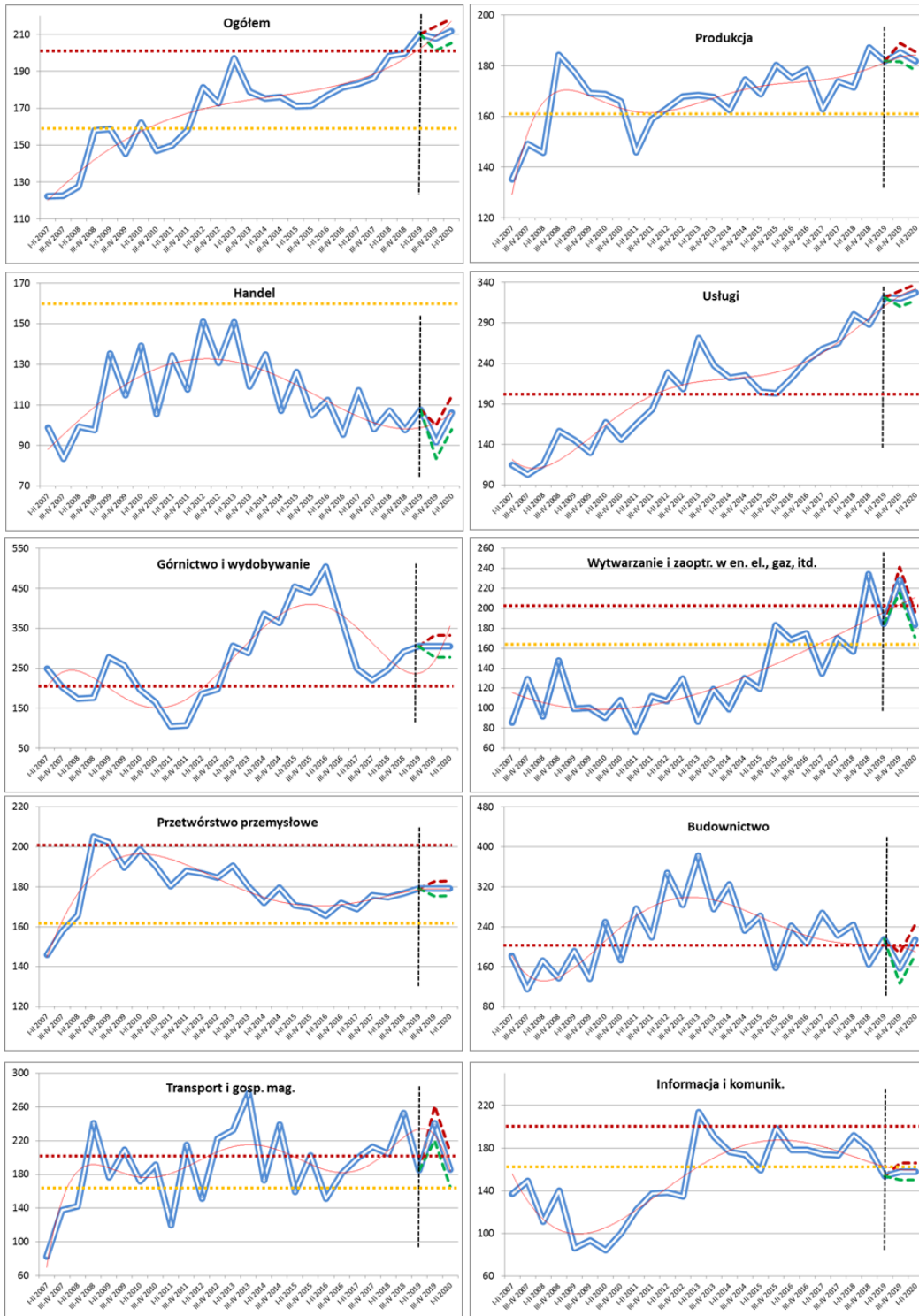
Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, postępujący w ramach jego tendencji średniokresowej, wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2019 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego<sup>26</sup> przewidują wzrost zagrożenia w I p. 2019 r. +3,0% r/r, natomiast w II p. 2019 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  $r=0,81$ ). W ocenie tej należy mieć na uwadze zmiany tempa wartości dodanej (ogólne warunki gospodarowania) oraz czynniki prawno-proceduralne związane z sądowymi postępowaniami upadłościowymi.

<sup>26</sup> Sposób wyznaczania scenariuszy opisany jest w *Raporcie Mikro*.



Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)



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

Źródło: Raport Mikro.

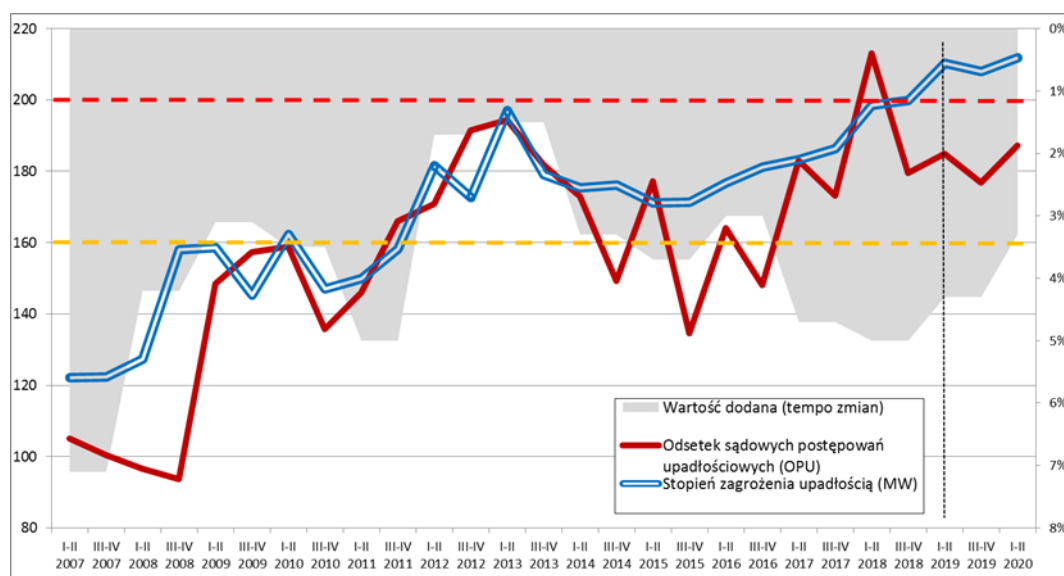


Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2019 r.

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

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r.



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

Źródło: Raport Mikro.

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

## V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

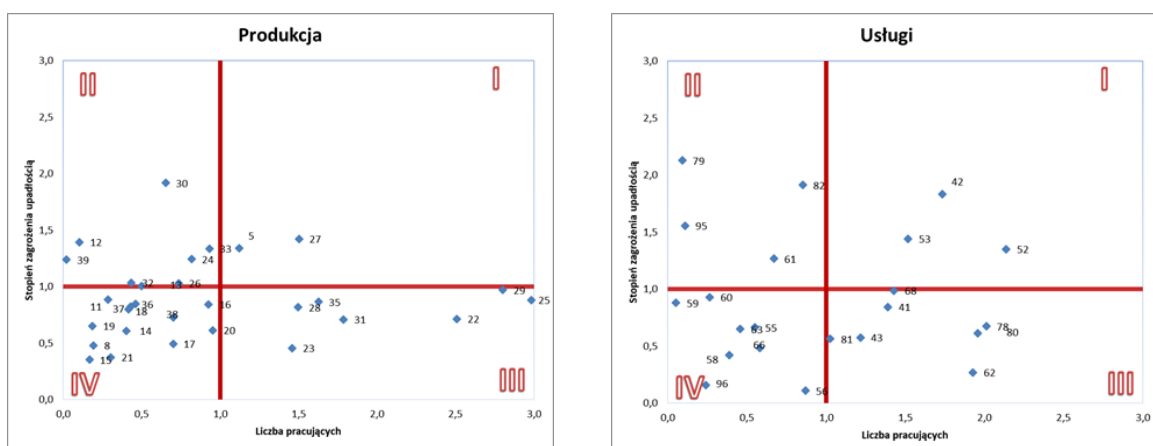
Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać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

### 5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

W ramach rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstw (grup przedsiębiorstw) analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością pozwala na sformułowanie następujących wniosków. Przekrojowa analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością (MW) przedsiębiorstw w Polsce w okresie od I p. 2007 r. do I p. 2019 r. (tab. 5) wskazuje na najwyższe jego średnie wartości i największą zmienność w działalności produkcyjnej związanej z produkcją pozostałego sprzętu transportowego (30), wydobywaniem węgla kamiennego i węgla brunatnego (05), pozostałym górnictwem i wydobywaniem (08), działalnością wspomagającą górnictwo i wydobywanie (09). W dziale PKD 30 w całym okresie analizy wartość stopnia zagrożenia kształtowała się na wysokim poziomie i w 7 działach PKD wysoki stopień zagrożenia występował w ponad połowie okresu analizy. W handlu średnia wartość stopnia zagrożenia upadłością oraz jej zmienność kształtowała się na niskim poziomie, co tylko potwierdza korzystną sytuację w tym rodzaju działalności w całym okresie analizy. Jedynie w działach 45 i 47 odpowiednio w 3 i 2 półroczach wartość stopnia zagrożenia wzrosła do poziomu ostrzegawczego. W usługach najwyższe średnie wartości stopnia zagrożenia upadłością oraz jego duża zmienność obserwowana była w przedsiębiorstwach zajmujących się: transportem wodnym (50), transportem lotniczym (51) oraz działalnością organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostałą działalnością usługową w zakresie rezerwacji i działalnościami z nimi związanymi (79).

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

Rysunek 47 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2019 r.



Źródło: Raport Mikro.

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

- **przedsiębiorstw ogółem:**
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego (5),
  - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność pocztowa i kurierska (53);
  
- **przedsiębiorstw małych:**
  - produkcja wyrobów z korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wypalania (16),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68),
  - działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana (62);
  
- **przedsiębiorstw średnich:**
  - produkcja mebli (31),
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
  - transport lądowy oraz transport rurociągowy (49),
  - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
  - działalność związana z obsługą nieruchomości (68);
  
- **dla przedsiębiorstw dużych:**
  - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
  - produkcja urządzeń elektrycznych (27),
  - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),

- wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (35),
- 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 związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem zieleni (81),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42).

### 5.3 TOP 10

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

*Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2018 r. – I p. 2019 r.*

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

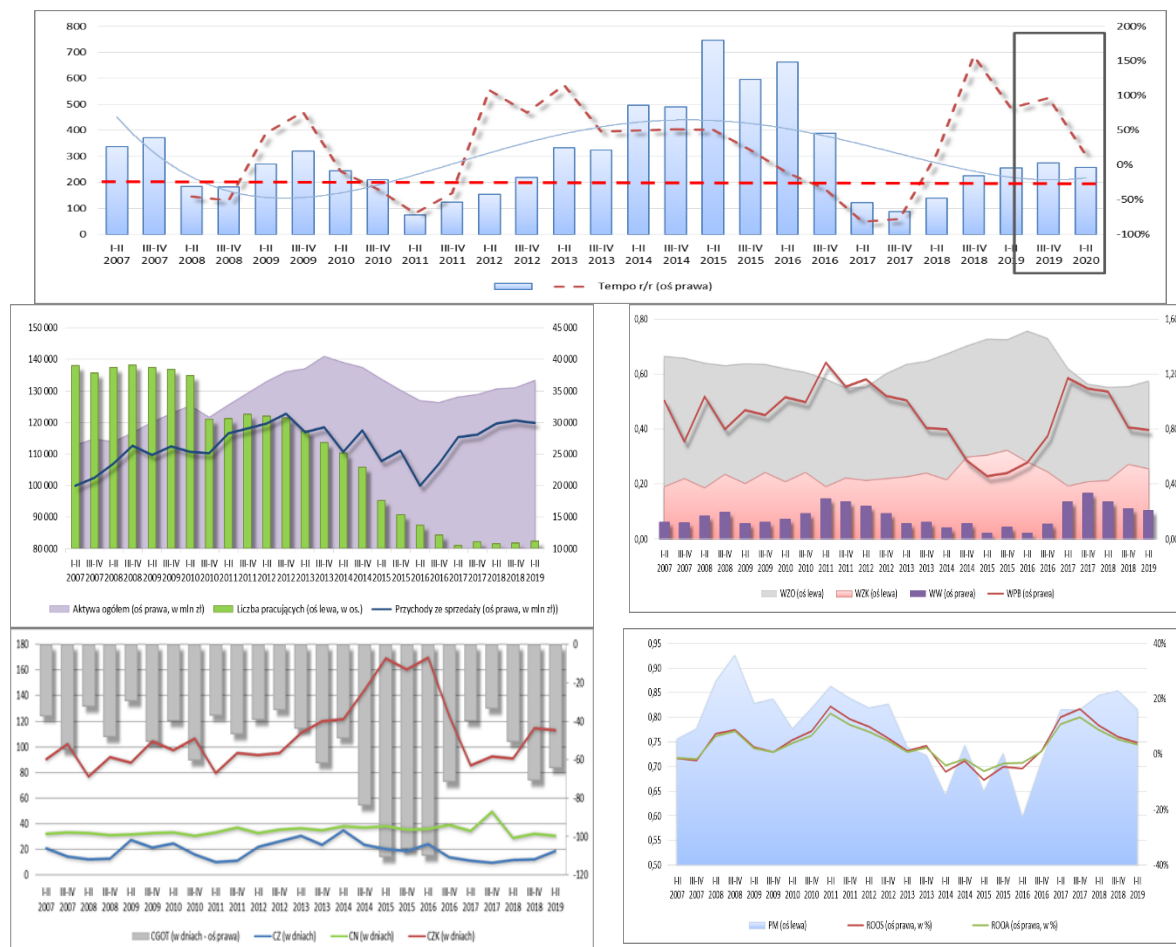
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, √ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.  
Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych GUS w Warszawie, Pont Info w Warszawie i Coface Polska.

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

Poniżej przedstawiono szczegółowe charakterystyki sytuacji ekonomicznej najbardziej zagrożonych upadłością 5 działów PKD. Obejmują one zarówno prognozy zagrożenia upadłością oraz zestawienie głównych charakterystyk finansowych tych działów w ujęciu historycznym, jak i najnowsze oceny ich pozycji cyklicznej oraz prognozy (dla większości z nich) dynamiki produkcji.

## 1. Dział PKD 5 – Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)

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

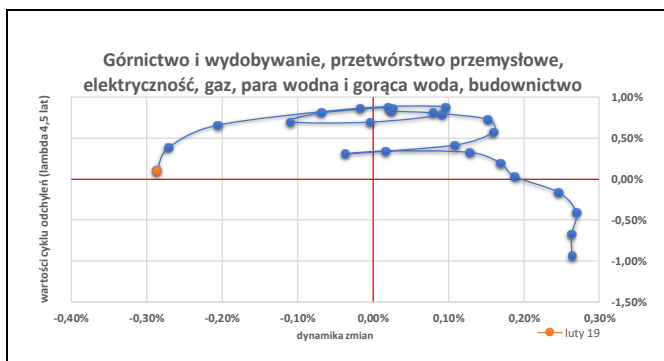


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

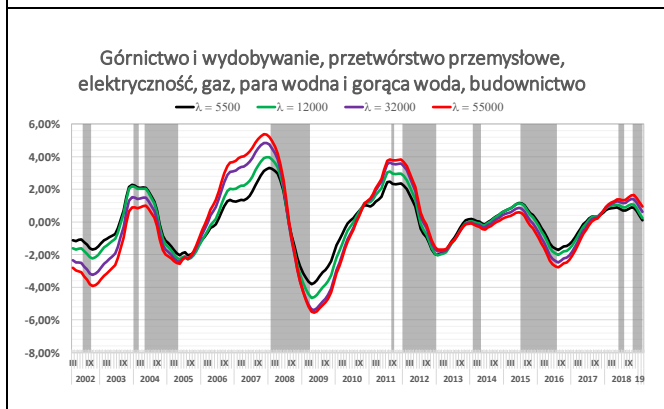
Źródło: *Raport Mikro*.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 15 przedsiębiorstw (zmniejszenie o 2 r/r). Od 2009 r. obserwowane było systematyczne zmniejszanie zatrudnienia i jednoczesny wzrost wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, które od I p. 2016 r. nasiliły swoją intensywność i finalnie kształtowały na następujących poziomach: 82 264 osoby, 36 671 mln zł – aktywa i 29 962 mln zł – przychody ze sprzedaży i we wszystkich miarach odnotowano wzrost r/r. Niekorzystnym zmianom towarzyszyło zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym pogorszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W I p. 2019 r. zadłużenie krótkoterminowe wzrosło o 20% wykazując taką tendencję od trzech półroczy. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 26% i o 23% wskazując sytuację jako niekorzystną, z tendencją do jej pogłębiania się od czterech półroczy. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę do 2015 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywne jego skracanie aż do II p. 2017 r., w którym nastąpiło ponowne wydłużenie i jego nieznaczną poprawę w I p. 2019 r. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, który mógł być spowodowany wzrostem cyklu należności. Obserwowany cykl zapasów cechował się stabilną sytuacją do II p. 2018 r. i znaczący wzrost o 56% w I p. 2019 r. Zarysowana od I p. 2015 r. tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w II p. 2017 r. cechując się zmniejszaniem rentowności w ostatnich trzech półroczach. Po niekorzystnym trendzie zmniejszania produktywności majątku do I p. 2016 r. nastąpiło odwrócenie trendu na silnie wzrostowy do II p. 2018 r., w którym nastąpiło przełamanie trendu na

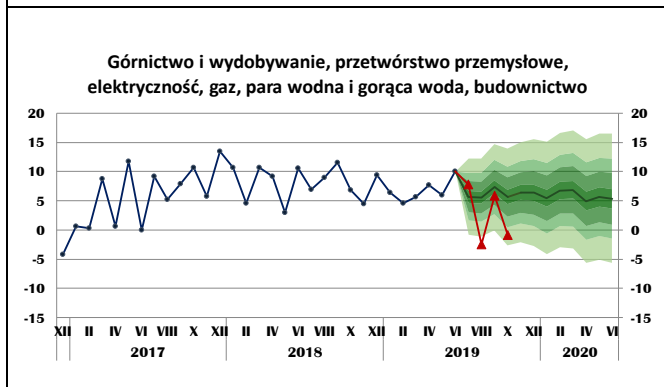
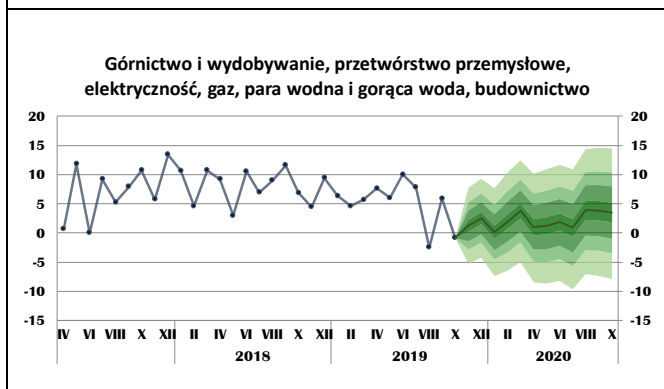
spadkowy w I p. 2019 r. Korzystny trend zmniejszania stopnia zagrożenia trwający od 2015 r. został zatrzymany i następnie odwrócony w II p. 2017 r. cechując się w kolejnych półroczach wysokim tempem wzrostu. W I p. 2019 r. stopień zagrożenia upadłością kształtuje się na poziomie wysokim (275) z prognozą wzrostową zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do jego wzrostu.



Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w drugiej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na dalsze wyhamowanie koniunktury. Położenie ostatnich punktów wskazuje na przejście do drugiej ćwiartki, co oznaczać może dla działu recesję. Wniosek ten potwierdza również analiza ostatnich wartości cykli odchyleń tej zmiennej. Pomimo niskiej amplitudy wahań, dynamika zegara wskazuje wyraźnie na ruch w kierunku przeciwnym do ruchu wskazówek zegara, poprzez kolejne fazy cyklu.



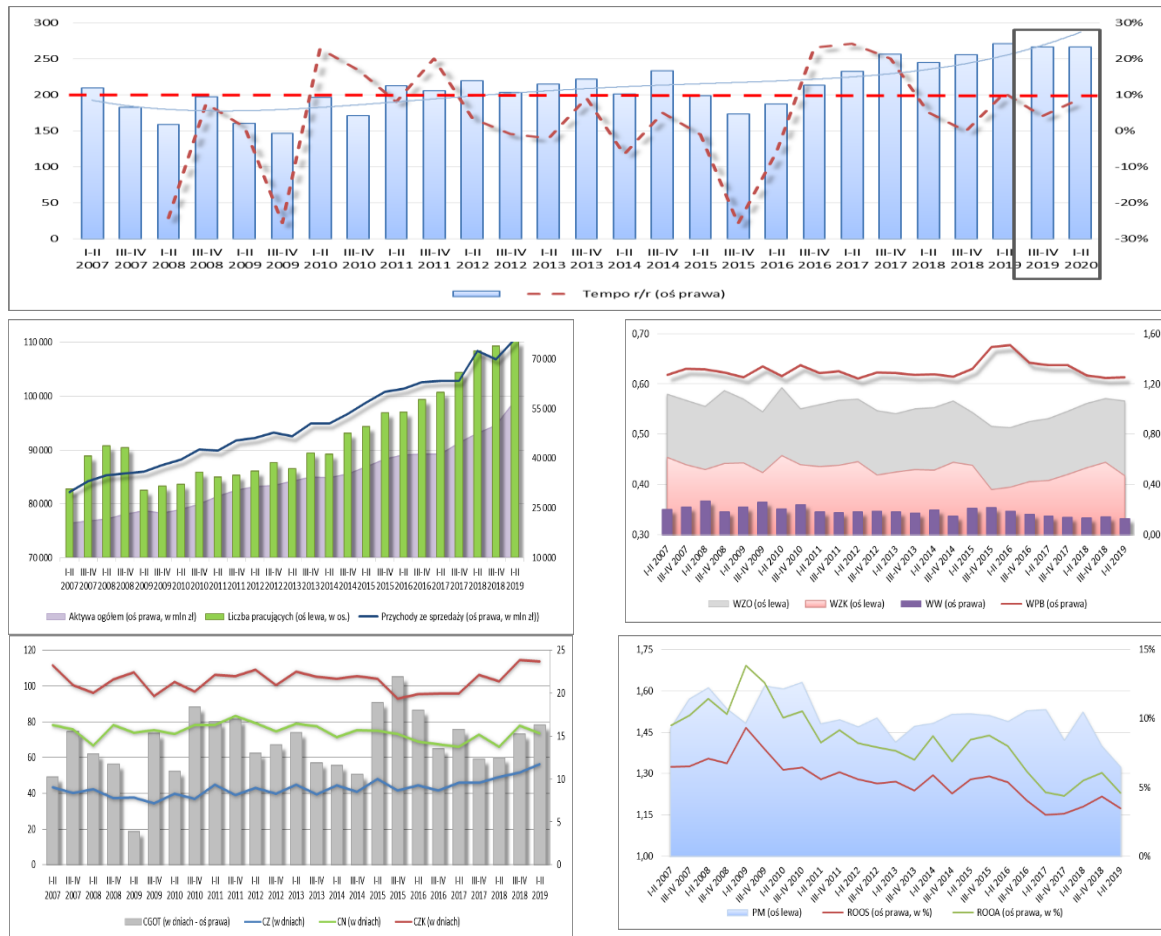
Nowo napływające obserwacje nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Bieżąca prognoza wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r w horyzoncie prognozy (powyżej 0,30). Ścieżka centralna prognozy (mediana rozkładów predykcyjnych) waha się wokół poziomu ok. 2,5%. 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 jest prawie tak samo prawdopodobny jak scenariusz odwrotny. Oznacza to silną niepewność co do tendencji rozwojowych działu przy jednoczesnym obniżeniu ścieżki centralnej w porównaniu z poprzednim raportem.





## 2. Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

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

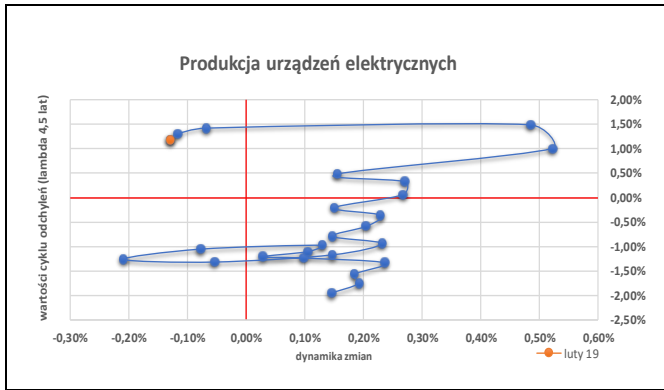


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

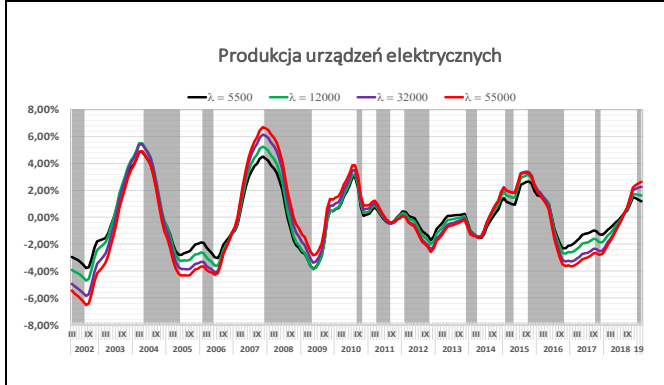
Źródło: Raport Mikro.

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

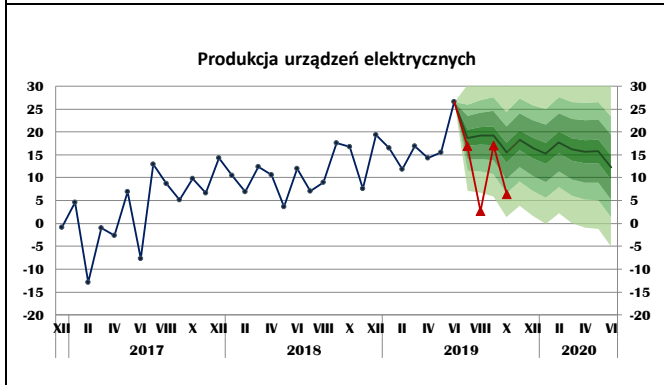
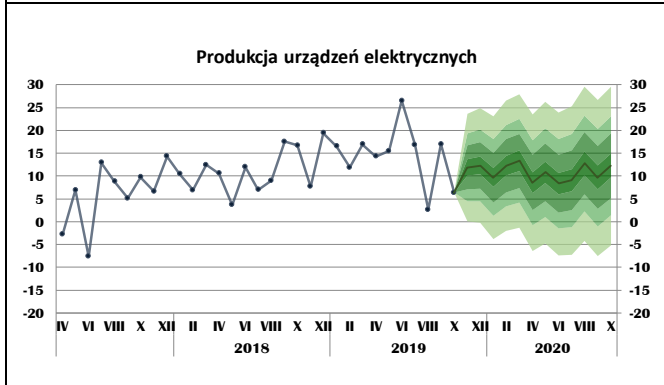




Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w kierunku drugiej ćwiartki układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do wyhamowania koniunktury w tym dziale produkcji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchyień. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,81 wskazuje, iż cykl odchyień produkcji wyrobów elektrycznych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

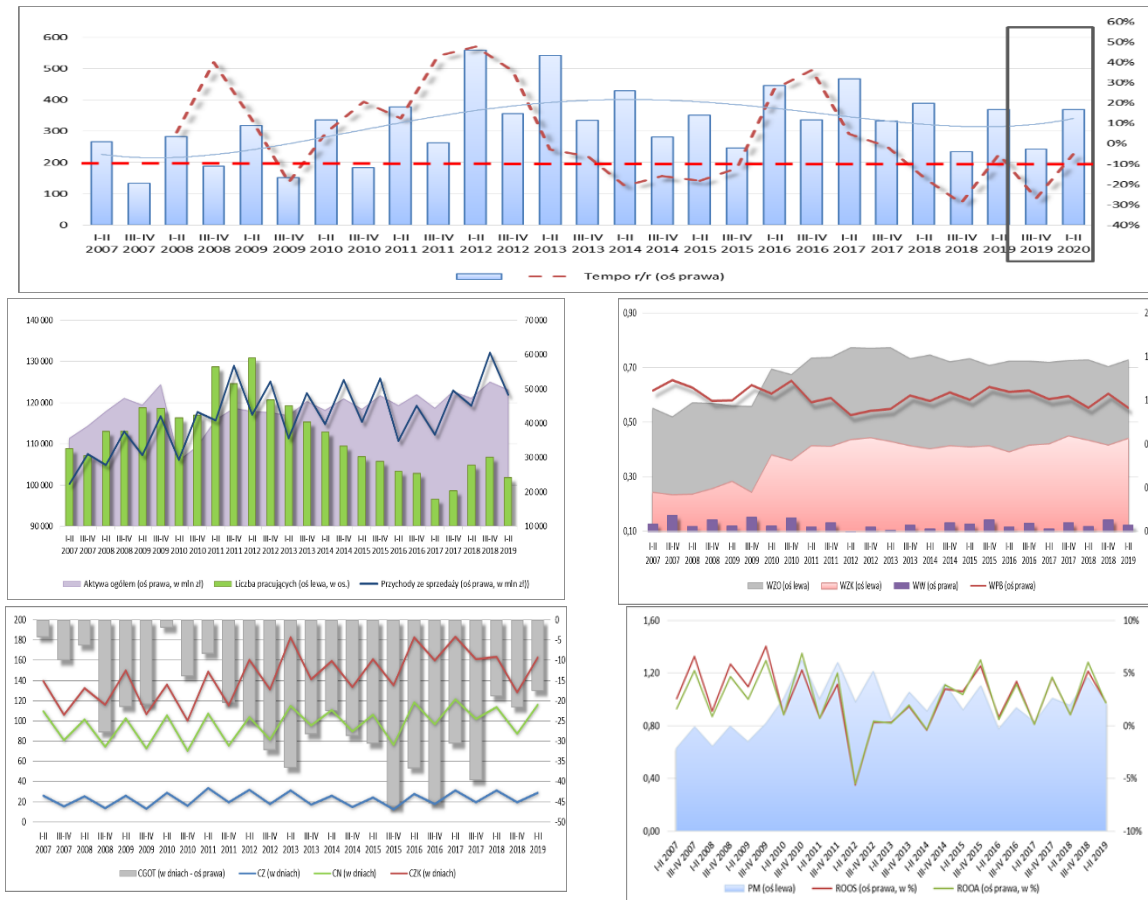


Nowo napływające obserwacje nie zmieniają znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predykcyjnych) waha się w przedziale od 12% do 17%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,19. 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 0,56).



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

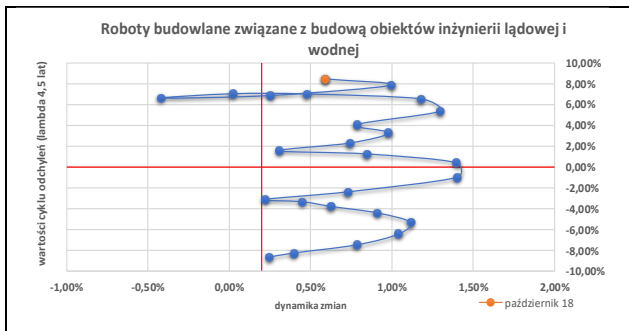
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 42



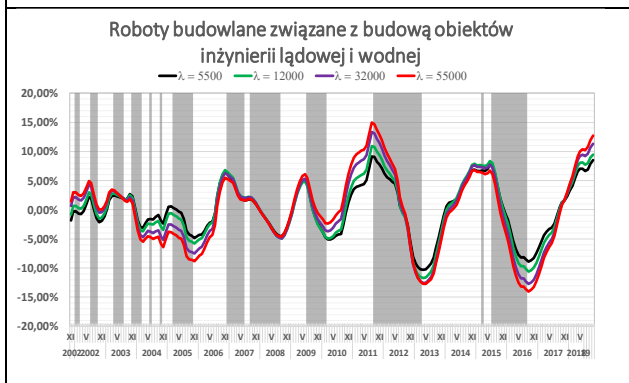
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

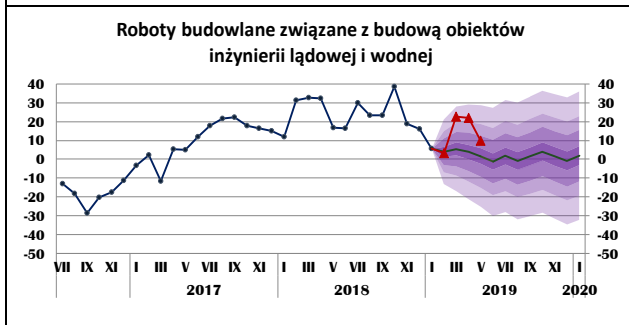
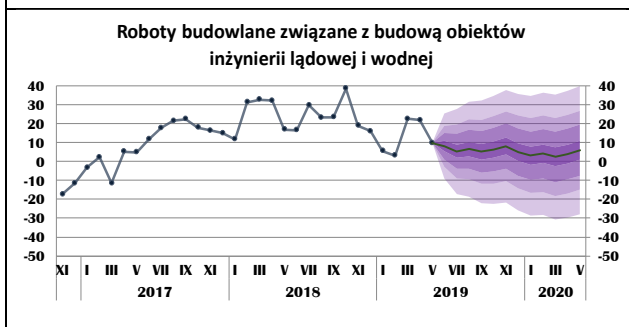
W I p. 2019 r. działalność prowadziło 1 204 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 48), w których zatrudnionych było 101 748 osób (zmniejszenie r/r o 2,99%). W I p. 2019 r. po trzech półroczach wzrostu odnotowano zmniejszenie liczby pracujących przełamując wzrostową tendencję zmian. Wartość aktywów ogółem wyniosła 49 742 mln zł (wzrost wartości od osiemnastu półroczy), a wartość przychodów ze sprzedaży 48 366 mln zł (zarysowana tendencja wzrostowa od I p. 2016 r.). Po okresie nieznacznej poprawy w I p. 2019 r. zaobserwowano pogorszenie sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszył wzrost poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie zmniejszeniu płynności bieżącej. W I p. 2019 r. zaobserwowano zmniejszenie zdolności do obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. cykl gotówki wzrósł r/r, przy jednoczesnym skróceniu cyklu zapasów, wzroście cyklu należności oraz skróceniu zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od I p. 2012 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2015 r. została przełamana cechując się sukcesywnym zmniejszaniem analizowanych miar, lecz od II p. 2017 roku odnotowano ponowny ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę, która została utrzymana w I p. 2019 r. Od II p. 2010 r. odnotowywane pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku) zostało przełamane w I p. 2016 r. cechując się silną tendencją wzrostową. Zarysowana od I p. 2017 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została utrzymana w I p. 2019 r. stabilizując sytuację jednak dalej na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje stabilizację sytuacji i kształtowanie się wartości stopnia zagrożenia na wysokim poziomie.



Zegary cyklu słabo czytelne, o nieregularnym kształcie. Położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (oscylacje pomiędzy drugą a pierwszą ćwiartką) oraz analiza dynamiki cyklu odchyłeń wskazują na wyhamowanie tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji budowlanej. Amplituda wahań cyklu odchyłeń ok. 12%.

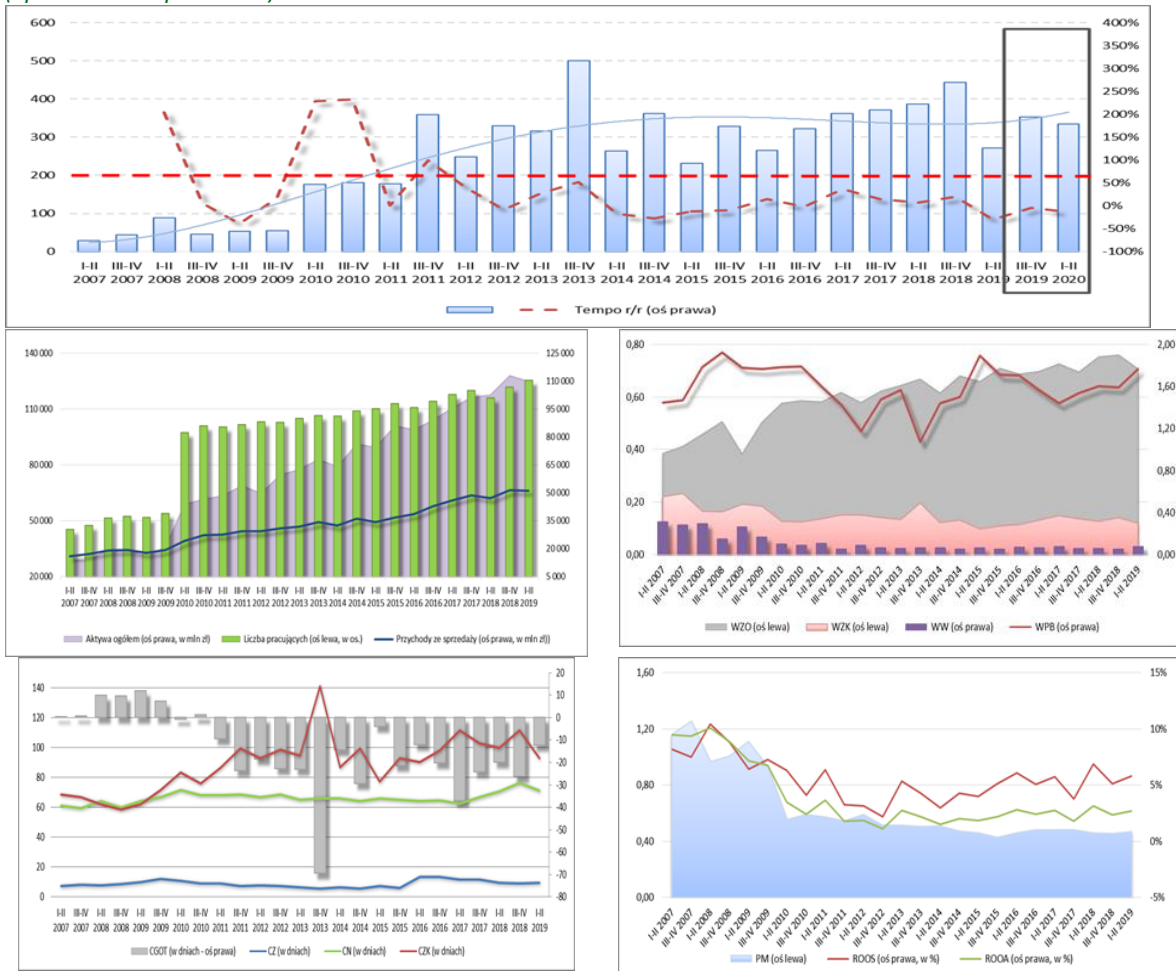


Nowo napływające obserwacje wpłynęły na nieznaczne podwyższenie ścieżki centralnej prognoz. Przebieg median rozkładów waha się w przedziale od 10% do 3%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika waha się w przedziale 0,45-0,62. Oznacza to, że pomimo dobrych perspektyw wyznaczonych przez ścieżki centralne prognoz, ryzyko trudnej sytuacji w budownictwie infrastrukturalnym należy ocenić na wysokie. Z prawdopodobieństwem 0,42 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półroczu okresu prognozy. Rozproszenie rozkładów predykcyjnych dla tego działu budownictwa silnie różnie w całym rozważanym horyzoncie prognozy.



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

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



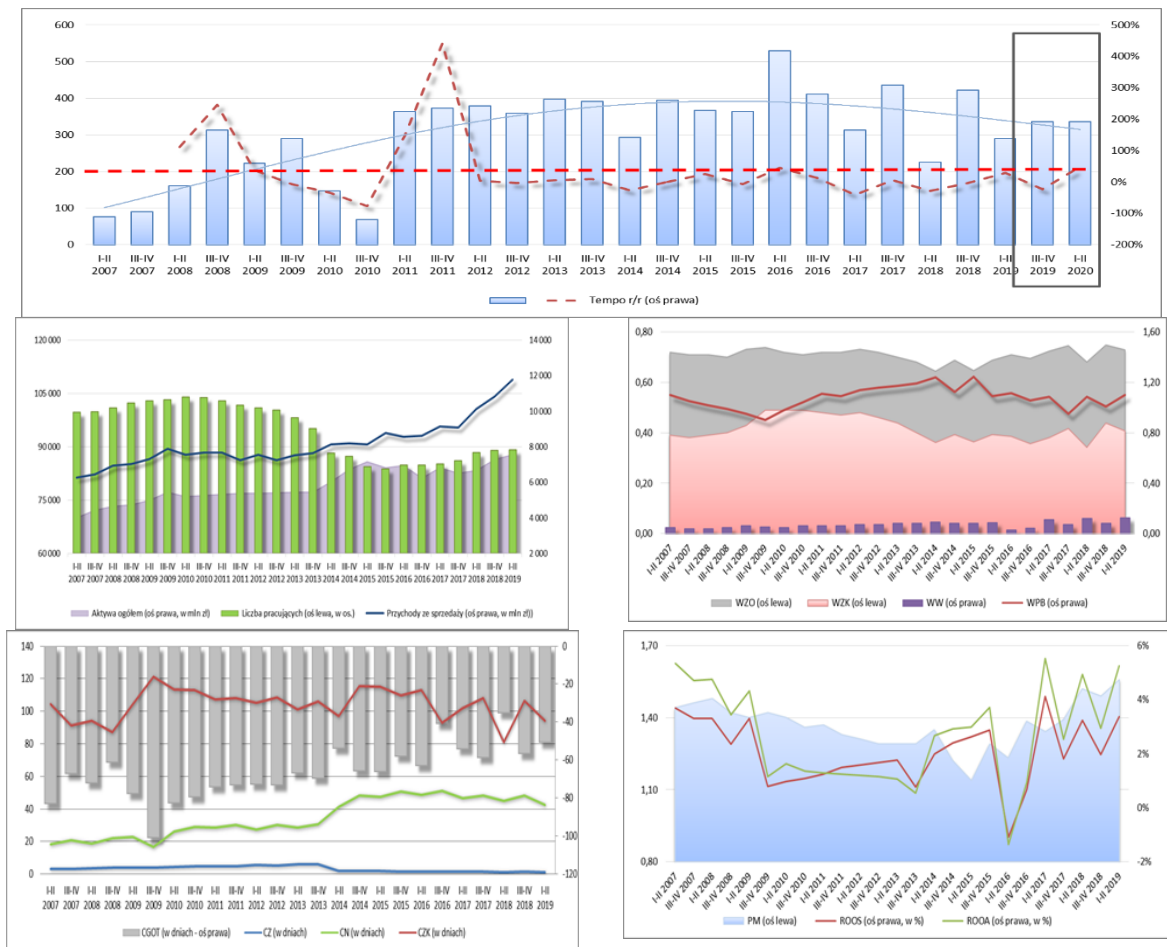
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 634 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 16), w których zatrudnionych było 125 516 osób (wzrost r/r o 8,32%). W I p. 2019 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 109 802 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 51 259 mln zł o obserwowalnej tendencji wzrostowej. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, który został przełamany w I p. 2019 r. Wartość poziomu zadłużenia krótkoterminowego cechowała tendencja wzrostowa od I p. 2015 r. przy jednoczesnym wyraźnym zmniejszaniu płynności bieżącej i zdolności do obsługi zadłużenia – sytuacja niekorzystna. Od I p. 2017 r. zaobserwowano wzrost płynności bieżącej, który został utrzymany w I p. 2019 r. oraz nastąpiła nieznaczna poprawa obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. odnotowano wzrost r/r cyklu gotówki i cyklu należności. W I p. 2019 r. nastąpiło zmniejszenie r/r cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W I p. 2019 r. odnotowano niekorzystną sytuację cechującą się zmniejszeniem r/r rentowności aktywów i rentowności operacyjnej sprzedaży. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w I p. 2019 r. Zarysowana od II p. 2016 r. tendencja wzrostu stopnia zagrożenia w I p. 2019 r. została odwrócona, wskazując na silne jego zmniejszenie r/r do poziomu 272 w I p. 2019 r. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje kolejne wzrosty stopnia zagrożenia, co potwierdza niekorzystną sytuację.

## 5. Dział PKD 53 – Działalność pocztowa i kurierska

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.) – dział PKD 53



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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2019 r. działalność gospodarczą prowadziło 18 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 2), w których zatrudnionych było 89 191 osób (wzrost r/r o 0,96%) z tendencją wzrostu od II p. 2015 r. W I p. 2019 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 7 558 mln zł (wzrost r/r o 13,3%), a wartość przychodów ze sprzedaży 11 773 mln zł (wzrost r/r o 16,24% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym wzroście płynności bieżącej zostało utrzymane w I p. 2019 r. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowane zostały korzystne zmiany w I p. 2019 r., w którym nastąpiła poprawa płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście obsługi zadłużenia. W I p. 2019 r. cykl gotówki skrócił się r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego i skróceniu cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r., odwracając trend i w I p. 2019 r. osiągając maksymalny poziom w obserwowanym okresie. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów po utrzymującym się trendzie wzrostowym od II p. 2009 r. zmniejszyła się do deficytowego poziomu w I p. 2016 r., a następnie nastąpił wzrost trwający do I p. 2017 r., w którym analizowane miary osiągnęły poziom najwyższy w całym okresie analizy. W I p. 2019 r. rentowność sprzedaży i aktywów w relacji r/r cechowała się wzrostem. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona w II p. 2017 r. i następnie odnotowano wzrosty w kolejnych półroczach, a w I p. 2019 r. wartość stopnia zagrożenia wzrosła do poziomu 290. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na utrzymanie wartości stopnia zagrożenia na poziomie wysokim.

## SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## ZAKRES ROZSZERZONY

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

## LITERATURA

- Batini, N., et al. (2014). "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections." IMF Technical Notes and Manuals.
- Crilino, 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).....	26
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....	27
Tabela 3 Wartość oczekiwana i odchylenie standardowe rozkładów predyktywnych dla rocznej dynamiki omawianych kwartalnych wskaźników makroekonomicznych (w polach zaciemnionych – bez komponentu cyklicznego).....	47
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2019 r. ....	57
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2018 r. – I p. 2019 r. ....	61

## 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 Dynamika sprzedaży detalicznej .....	21
Rysunek 8 Bariera deficytu pracowników w działach gospodarki.....	21
Rysunek 9 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce .....	22
Rysunek 10 Dostępność finansowania dla sektora MSP .....	22
Rysunek 11 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-2018 (ceny 2010 r.).....	23
Rysunek 12 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB) .....	23
Rysunek 13 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna).....	24
Rysunek 14 Struktura wzrostu PKB w Polsce .....	25
Rysunek 15 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS .....	25
Rysunek 16 Kompozytowy indeks koniunktury GUS.....	25
Rysunek 17 Kompozytowy indeks bieżącej i prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP).....	25
Rysunek 18 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	28
Rysunek 19 Współczynnik nastrojów ESI .....	28
Rysunek 20 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....	28
Rysunek 21 Prognozy PKB – wybrane kraje.....	28
Rysunek 22 Cykl odchylen dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2000 r. do maja 2019 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do października 2018 r. – górny panel).....	30
Rysunek 23 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla $\lambda$ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku .....	32

<i>Rysunek 24 Rozkład prawdopodobieństwa spadku dynamiki produkcji przemysłowej w drugim półroczu prognozy wg. działów PKD (prawy panel) oraz maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy – lewy panel</i> .....	33
<i>Rysunek 25 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)</i> .....	37
<i>Rysunek 26 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2019 r.)</i> .....	37
<i>Rysunek 27 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2018 r. oraz I p. 2019 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)</i> .....	38
<i>Rysunek 28 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górnny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)</i> .....	40
<i>Rysunek 29 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r</i> .....	41
<i>Rysunek 30 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i> .....	42
<i>Rysunek 31 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i> .....	42
<i>Rysunek 32 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i> .....	43
<i>Rysunek 33 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i> .....	43
<i>Rysunek 34 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)</i> .....	44
<i>Rysunek 35 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)</i> .....	45
<i>Rysunek 36 Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)</i> .....	46
<i>Rysunek 37 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)</i> .....	48
<i>Rysunek 38 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)</i> .....	49
<i>Rysunek 39 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie II p. 2007 r. – II p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2019 r. (prawy panel)</i> .....	50
<i>Rysunek 40 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2018 i I p. 2019 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. według rodzaju działalności (prawy panel)</i> .....	50
<i>Rysunek 41 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)</i> .....	51
<i>Rysunek 42 Prognozy upadłości (lewy panel) i ich skala w wybranych gospodarkach (prawy panel)</i> ..	52
<i>Rysunek 43 Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r.</i> .....	54
<i>Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)</i> .....	55
<i>Rysunek 45 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)</i> .....	56
<i>Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2020 r.</i> .....	57
<i>Rysunek 47 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłościami i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2019 r.</i> .....	60