



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



Autor:

Jerzy Hausner

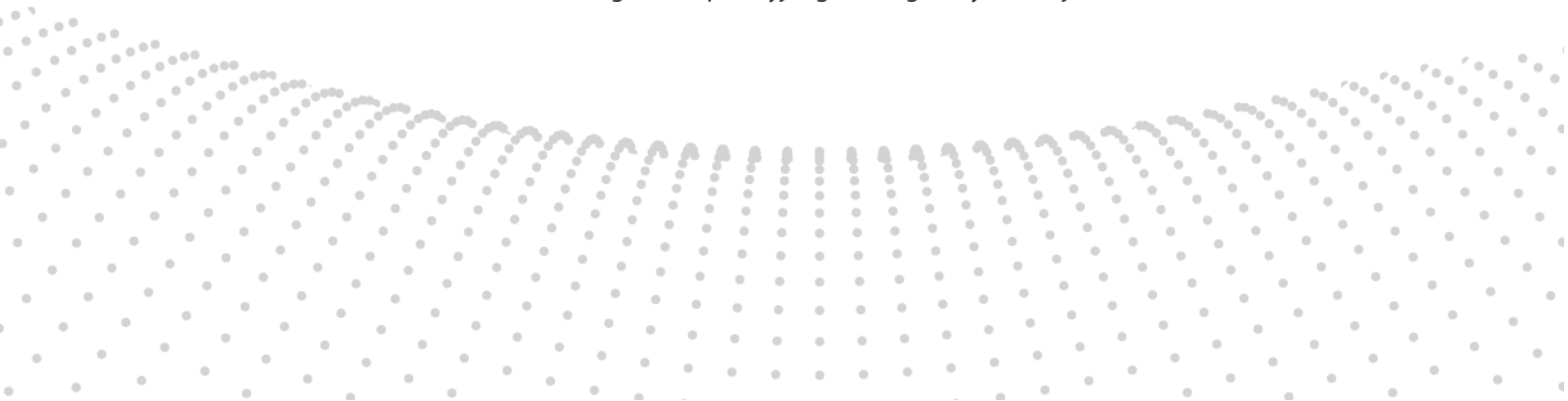


MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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



WNIOSKI I REKOMENDACJE

Przeprowadzone przez nasz zespół analizy w kolejnym czwartym cyklu badawczym wykazują z dużym prawdopodobieństwem, że polska gospodarka osiągnęła w III kwartale 2017 r. szczytowy punkt koniunktury. Jednakże jest tak rozpędzona, że utrzyma wysoką dynamikę wzrostu (powyżej 4 proc. PKB rocznie) także w roku 2018.

Skonstruowane prognozy pokazują jednocześnie, że na przełomie lat 2018 i 2019 wystąpi wyhamowanie tej dynamiki, które może potrwać co najmniej kilka kwartałów. Wskazują na to nasze prognozy miesięczne dotyczące dynamiki produkcji przemysłowej i spożycia. W obu przypadkach nasza projekcja pokazuje obniżenie dynamiki o kilka punktów procentowych, i to już w I połowie 2018 r.

Zasadniczym problemem polityki gospodarczej obecnie staje się to, aby nie dopuścić do mocnego wyhamowania. Interpretujemy to w taki sposób:

1. Obniżenie dynamiki wzrostu o rząd 1 punktu procentowego PKB r/r nie powinno stanowić zagrożenia. Może okazać się nawet korzystne dla utrzymania równowagi makroekonomicznej i podtrzymania relatywnie wysokiego wzrostu w dłuższym okresie.
2. Obniżenie dynamiki wzrostu o rząd 2 punktów procentowych PKB r/r może wywołać poważne napięcia gospodarcze, w szczególności w zakresie nierównowagi fiskalnej.
3. Obniżenie dynamiki wzrostu o rząd 3 punktów procentowych PKB r/r z dużym prawdopodobieństwem spowoduje bardzo poważne napięcia gospodarcze i społeczne, podobne do skutków głębokiej recesji w gospodarkach wysoko rozwiniętych.

Klucz do rozwiązania problemu leży – z jednej strony – w sferze dobrej koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej. Idzie w szczególności o stopniowe przeniesienie odpowiedzialności za stabilizowanie fluktuacji gospodarczych na politykę pieniężną, której poziom restrykcyjności powinien konsekwentnie wzrastać. Z drugiej strony potrzebna byłaby stopniowa zmiana struktury wzrostu PKB. Od szeregu kwartałów jest on napędzany głównie przez konsumpcję, przy niewielkim lub ujemnym wkładzie inwestycji i przy wahliwym udziale eksportu netto.

Utrzymanie wkładu dynamiki konsumpcji do wzrostu PKB jest pożądane, zwłaszcza jeśli wynikałoby z podniesienia aktywności zawodowej i wzrostu wynagrodzeń nieprzekraczającego wzrostu wydajności pracy.

Potrzebne jest jednak ustabilizowanie wkładu eksportu netto. Będzie to jednak bardzo trudne, jeśli tempo wzrostu wynagrodzeń, jak jest to obecnie, będzie wyraźnie wyższe niż wzrost wydajności i produktywności innych czynników wytwórczych. Nawet w przypadku utrzymywania się wysokiej koniunktury w gospodarkach wysoko rozwiniętych, w szczególności w Niemczech.

Dodatkowo przy utrzymywaniu się wysokiej dynamiki wzrostu PKB w Polsce, będącego wyraźnie powyżej produktu potencjalnego, trzeba się liczyć z dodatkowym wzrostem importu.

Osłabi to wkład eksportu netto do PKB lub nawet go zniweluje. Ponieważ obserwujemy także obniżanie się dynamiki produktu potencjalnego: problem może się jeszcze zaostrzyć.

Jednak fundamentalnie ważne są działania na rzecz przyspieszenia inwestycyjnego. I to takiego, które nie ma tylko cyklicznych źródeł w koniunkturze, ale także ma podłoże w pozytywnych efektach strukturalnych. Chodzi o wspieranie produktywnych i innowacyjnych przedsięwzięć w sektorze prywatnym. Tylko takie inwestycje pozwolą utrzymać wysoką konkurencyjność w sytuacji deficytu wykwalifikowanych pracowników i wynikającego z tego silnego nominalnego wzrostu wynagrodzeń.

Inwestycje publiczne, których intensyfikacja jest także potrzebna, mogą mieć w tym zakresie wyłącznie funkcję wspomagającą. Na razie jednak nie obserwujemy ich oczekiwanego skokowego wzrostu. Ciągłe bowiem poziom wykorzystania środków unijnych jest niezadowolający. W listopadzie 2017 r. nasze wydatki z budżetu unijnego były niższe niż w roku 2016, które były z kolei wyraźnie niższe niż w roku 2015. Warto jednak w tym miejscu przypomnieć, że gdyby dokonano się w tym zakresie wyraźne przyspieszenie, to spowoduje to dodatkowe problemy fiskalne i wzrost deficytu sektora finansów publicznych.

Nasza optymistyczna projekcja makroekonomiczna ma także uzasadnienie w silnym przekonaniu o dalszym utrzymaniu się wysokiej koniunktury w gospodarce światowej. Wskazują na to prognozy innych ośrodków badawczych. Zwracamy jednak uwagę na to, że w ostatnim okresie traci impet handel światowy.

Symptodem wyjątkowo dobrej obecnie koniunktury międzynarodowej jest to, że po raz pierwszy od pięciu lat prognozy wzrostu światowego PKB były korygowane *in plus* a nie *in minus*. W państwach wysoko rozwiniętych nie występują symptomy przegrzania ich gospodarek – ani w postaci znaczącego wzrostu inflacji ani narastania nierównowag wewnętrznych lub zewnętrznych. Sugeruje to, że obecna dobra koniunktura utrzyma się najprawdopodobniej także w tym roku, jakkolwiek silnie spłaszczony kształt krzywych dochodowości w poszczególnych krajach świadczy o dominującym przekonaniu, iż po 2018 r. tempo wzrostu gospodarczego w krajach wysoko rozwiniętych zacznie słabnąć.

Jedną z przyczyn tego rodzaju przewidywań jest to, że przyspieszenie globalnego tempa wzrostu w 2017 r. było efektem ożywienia akcji kredytowej w latach 2015-2016. Przy istniejącym już dużym zadłużeniu sektora prywatnego w wielu krajach (zwłaszcza w wysoko rozwiniętych) gospodarstwa domowe mogą być zmuszone do ograniczenia skali swego zadłużenia ze względu na i tak już duże koszty spłacania rat kapitałowych.

Z drugiej strony, czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu się dobrej koniunktury w krajach wysoko rozwiniętych jest to, że poziom stóp procentowych jest w niższy od tempa wzrostu realnego PKB. Zmniejsza to koszty obsługi długu publicznego i umożliwia zmniejszanie się relacji długu publicznego do PKB bez potrzeby znaczącego zacieśniania polityki fiskalnej. Ułatwia to konsolidację fiskalną między innymi w krajach strefy euro.

Równocześnie trudno nie odnotować stopniowo rosnącego poziomu rynkowych stóp procentowych. Banki centralne krajów G-10 stają się bardziej „jastrzębie”. Na stopniową

normalizację polityki pieniężnej wskazują sygnały płynące już nie tylko od FED, ale także od EBC, banków centralnych Norwegii, Szwecji, Wielkiej Brytanii, Kanady, a nawet Japonii.

W dłuższej perspektywie stabilizująco na wzrost gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych powinien wpłynąć trwający postęp technologiczny, którego przejawem jest utrzymujący się spadek cen dóbr wytwarzanych w sektorze IT. Być może nastąpi dzięki temu ponowny wzrost wydajności po dekadzie zastoju. Powinna temu sprzyjać postępująca robotyzacja produkcji i globalizacja sektora R&D w wyniku coraz częstszego przenoszenia ośrodków badawczych wielkich międzynarodowych korporacji do gospodarek wschodzących, co ułatwia wykorzystanie kapitału ludzkiego, jakim kraje te dysponują.

Czynnikiem zmniejszającym szanse na znaczący wzrost wydajności w skali międzynarodowej jest nowe zjawisko, którego przyczyny nie są jeszcze w pełni rozpoznane. Chodzi tu o wyraźne spowolnienie procesu proliferacji nowych technologii tworzonych w firmach najbardziej technologicznie zaawansowanych do pozostałych przedsiębiorstw danej branży.

Na tempo wzrostu w krajach wysoko rozwiniętych wpłynie także relacja tempa wzrostu płac i cen. Niedawne przyspieszenie inflacji przyhamowało tempo wzrostu płac realnych. To może się zmienić, jeśli trwający spadek stóp bezrobocia, do bezprecedensowo niskich poziomów, przyniesie jednak przyspieszenie tempa wzrostu płac. Za niewielką skalą takiego przyspieszenia przemawia jednak to, że spadkowi stóp bezrobocia w poszczególnych gospodarkach towarzyszy spadek liczby przepracowanych godzin na jednego zatrudnionego – m.in. za względu na utrzymującą się tendencję dalszego wzrostu udziału (w ogólnym zatrudnieniu) osób pracujących w niepełnym wymiarze.

Dla gospodarki Europy, a w tym Polski, istotne znaczenie ma to, że od 2009 r. realne płace w Niemczech nadal rosną w tempie wyraźnie wyższym niż przed kryzysem, gdy w latach 2000-2008 praktycznie nie rosły. Ta korzystna zmiana (dzięki której wzrost w gospodarce niemieckiej zależy już relatywnie mniej od eksportu) stabilizuje popyt w Niemczech – w tym także ich popyt na import.

Potencjalnym zagrożeniem dla światowej koniunktury pozostaje możliwe, chociaż trudne do przewidzenia, załamanie się wyraźnie przeszacowanych obecnie indeksów giełdowych. Jeśli do załamania na rynkach finansowych doszłoby w 2018 r., to może mieć to istotny wpływ na globalną koniunkturę – głównie w następstwie skokowego wzrostu niepewności.

Wyróżniającą cechą naszych analiz jest spojrzenie na gospodarkę nie tylko od strony makro, ale też od strony mikro. To daje ostrzejszy obraz i pozwala na pogłębioną ocenę. O ile spojrzenie od strony makro daje nadal obraz optymistyczny, to po stronie mikro widać wyraźnie rodzące się zagrożenia.

W sferze makro jednym z zagrożeń może być wzrost inflacji. Tym razem byłoby to spowodowane czynnikami wewnętrznymi. Zasadniczo bowiem w otoczeniu naszej gospodarki presja inflacyjna nie występuje. W tym względzie wyjątkiem są niektóre kraje naszego regionu. Obserwowana jest w nich bardzo wysoka dynamika wzrostu. Tak wysoka, że w kilku przypadkach występuje przegrzanie koniunktury. Stąd władze monetarne Rumunii i Czech

postanowiły ją chłodzić, podnosząc stopy procentowe banku centralnego. Uczyniły to także Węgry, w przypadku których dynamika wzrostu gospodarczego nie była aż tak wysoka.

Na niebezpieczeństwo wyraźnego przyspieszenia inflacji w Polsce wskazuje rosnący wskaźnik oczekiwań inflacyjnych konsumentów (DG EcFin), który w grudniu 2017 r. osiągnął 19,3 pkt. (16,9 pkt. w listopadzie), plasując się na poziomie najwyższym od lipca 2014 r. Presja inflacyjna w naszym przypadku ma głównie charakter płacowy. Od kilku kwartałów obserwujemy bowiem wysoką dynamikę wynagrodzeń nominalnych. Wskaźnik inflacji bazowej będzie w trakcie roku stopniowo wzrastał nawet do ponad 2% r/r.

Mogłoby temu zapobiec podniesienie dynamiki wydajności pracy. Uzyskanie tego w skali gospodarki krajowej będzie jednak trudne, ze względu na rosnący udział sektora usług, w którym poziom wydajności pracy jest wyraźnie niższy niż w sektorze wytwórczym. Nie będzie także sprzyjać osiągnięciu tego celu osłabienie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Mało tego, doświadczamy obecnie odpływu kapitału krajowego z naszej gospodarki. Aktualnie bilans przepływu kapitału jest bliski zeru.

Przy obecnych trendach demograficznych tempo wzrostu w gospodarkach wschodzących będzie zależało coraz silniej od tempa wzrostu wydajności. O potencjalnych zagrożeniach w tym względzie mówi to, że w wielu krajach wschodzących tempo wzrostu PKB *per capita* jest niższe niż w krajach wysoko rozwiniętych. Oznacza to, że wraz z pogorszeniem się trendów demograficznych możemy zamiast konwergencji doświadczać dywergencji w relacjach starych i nowych krajów unijnych. Z tego punktu widzenia niepokoi trwale niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007-2008 napływ do gospodarek wschodzących inwestycji bezpośrednich i związanych z nimi nowych technologii.

W przypadku polskiej gospodarki – ze względu na szybkie starzenie się społeczeństwa – utrzymanie dotychczasowego, relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydajności jest szczególnie ważne, ponieważ w przeciwnym razie może przyspieszyć tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. To zaś może prowadzić do zmniejszania się kosztowej konkurencyjności eksportu, jeśli proces ten nie będzie amortyzowany dostosowaniami w wysokości nominalnego kursu złotego.

W sferze mikro dostrzegamy, że nie ma wyraźnych podstaw do stwierdzenia możliwego znacznego pogorszenia się sytuacji przedsiębiorstw. Niewątpliwie jednak przedsiębiorstwa spowolniły na ścieżce swojego wzrostu z punktu widzenia oceny efektywności i sprawności działania. Zmalała intensywność kreacji wartości, w tym ekonomicznej wartości dodanej.

Wysoka i nadal wzrastająca jest niepewność w otoczeniu regulacyjnym przedsiębiorstw. Otoczenie to zamiast stanowić podstawę stabilizacji działania przedsiębiorstw w wymiarze długoterminowym, destrukcyjnie wpływa na ich świadomość decyzyjną, uwypukloną w obszarze inwestowania. Z kolei otoczenie bliższe, konkurencyjne, generuje nadal sygnały zachęcające do działań ekspansywnych. Te dwa przeciwstawne strumienie informacji powodują dysonans w funkcjonowaniu przedsiębiorstw.

Coraz większa grupa przedsiębiorstw napotyka na bariery podażowe. Odczuwają one brak odpowiednich pracowników. Jest to na razie łagodzone wzrostem współczynnika aktywności

zawodowej i napływem pracowników z zagranicy. Pomagają też międzydziałowe migracje pracowników: zasoby pracy traci rolnictwo, a zyskują usługi.

Po stronie podażowej problemem jest także niski poziom i dynamika inwestycji. Przedsiębiorstwa wykazują inwestycyjną awersję. Czego przejawem jest ich niski popyt na kredyt. Trudno w tej chwili oczekiwać przełomu w zakresie inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. Natomiast z pewnością wkrótce przyspieszy dynamika inwestycji publicznych, związana ze skuteczniejszą absorpcją środków unijnych. Ale i to wcale nie jest proste i pewne. Przeszkodą mogą się okazać znacznie bardziej skomplikowane procedury w obecnej perspektywie budżetowej w relacji do perspektywy poprzedniej. Ponadto zainteresowanie firm budowlanych uczestnictwem w przetargach publicznych nie musi być bardzo wysokie. To one szczególnie odczuwają deficyt pracowników. Mogą się one także obawiać o marżę zysku, zważywszy na to, że umowy o realizację inwestycji publicznych z zasady nie są aneksowane, pomimo znaczących zmian warunków rynkowych (np. wyraźnego wzrostu cen materiałów budowlanych). Pamiętają przecież, jak wiele z nich wpadło w tarapaty i bankrutowało w poprzednim okresie boomu w inwestycjach publicznych (lata 2011-2015); głównie z powodu fatalnego funkcjonowania systemu zamówień publicznych.

W roku poprzednim bardzo przyspieszyły inwestycje samorządowe. Ale był to rok przedwyborczy, w którym tradycyjnie samorzady gmin podejmują duży wysiłek inwestycyjny tak, aby jego dostrzegalne przez mieszkańców efekty wystąpiły w roku wyborczym. Można to kolokwialnie ująć następująco: w roku przedwyborczym liczne utrudnienia (zwłaszcza komunikacyjne), aby w roku wyborczym móc kumulować efekty i dobre wiadomości. Ten rok, szczególnie jego druga połowa, będzie oznaczać wyhamowanie dynamiki inwestycji samorządowych. Ponieważ wybory spowodują zapewne duże zmiany we władzach samorządowych, to trzeba się liczyć z tym, że i rok następny będzie w tym zakresie słabszy. Nowi decydenci będą stopniowo wchodzić w swoją rolę i na pewno zaczną od weryfikacji i korygowania planów poprzedników oraz nowej obsady wielu stanowisk wykonawczych.

Nasze analizy sygnalizują, że produktywność majątku – chociaż wzrosła w ostatnim półtorarocznym okresie (tylko w przedsiębiorstwach dużych) – wykazuje na poziomie przedsiębiorstw ogółem długoterminową tendencję spadkową (lata 2007-2017).

Na tym tle można podać kilka kluczowych charakterystyk podzbiorowości przedsiębiorstw średnich i dużych:

- **produkcja:**
 - zmniejszanie się odsetka przedsiębiorstw rentownych w ostatnich kwartałach;
 - przyrosty majątku trwałego, podobnie jak majątku ogółem, zostały spowolnione w ostatnich kwartałach, w związku ze spadkiem wolumenu nakładów inwestycyjnych;
 - wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej wykazuje tendencję spadkową, przy stabilizacji zadłużenia ogółem;
 - w miarę stabilnym poziomie długości cyklu należności odpowiadało wydłużenie długości cyklu zobowiązań – przedsiębiorstwa średnie;
 - płynność bieżąca i szybka oraz poziom wypłacalności spadły – przedsiębiorstwa średnie. W dużych stabilizacja płynności i zatrzymanie spadku wypłacalności;

- rentowność operacyjna sprzedaży oraz aktywów ustabilizowały się po wzrostach, a produktywność po spadkach – przedsiębiorstwa średnie. W dużych poprawa obu rentowności i zatrzymanie spadków produktywności;
- **handel:**
 - zmniejszanie się odsetka przedsiębiorstw rentownych w ostatnich kwartałach;
 - spadki wartości majątku ogółem i majątku trwałego w związku ze spadkiem wolumenu nakładów inwestycyjnych – przedsiębiorstwa średnie. Dla dużych stabilizacja majątku przy spadku nakładów inwestycyjnych;
 - wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej wykazuje poprawę, przy wzroście zadłużenia ogółem – przedsiębiorstwa średnie. Dla dużych spadek zadłużenia;
 - stabilizacja długości cyklu należności oraz wzrost długości cyklu zobowiązań – przedsiębiorstwa średnie;
 - płynność bieżąca i szybka stabilne przy spadkach poziomu wypłacalności – przedsiębiorstwa średnie. W dużych wzrosty płynności i stabilizacja wypłacalności;
 - rentowność operacyjna sprzedaży oraz aktywów, a także produktywność pogorszyły się – przedsiębiorstwa średnie. W dużych stabilizacja obu rentowności a pogorszenie produktywności;
- **usługi:**
 - zmniejszanie się odsetka przedsiębiorstw rentownych w ostatnich kwartałach;
 - wzrost majątku ogółem, stabilizacja majątku trwałego oraz zmniejszenie wolumenu nakładów inwestycyjnych – przedsiębiorstwa średnie. Dla dużych wzrost majątku trwałego i ogółem przy spadku nakładów inwestycyjnych;
 - pogorszenie wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej i wzrost zadłużenia ogółem;
 - wzrost długości cyklu należności oraz cyklu zobowiązań – przedsiębiorstwa średnie;
 - płynność bieżąca i szybka oraz poziom wypłacalności wykazały spadki;
 - rentowność operacyjna sprzedaży oraz aktywów pogorszyły się, przy stabilizacji produktywności.

Z naszych analiz wynika, że obecnie zagrożonymi pogorszeniem kondycji segmentami polskiej gospodarki są przedsiębiorstwa średnie oraz przedsiębiorstwa usługowe. Na nie powinna być szczególnie zwrócona uwaga odpowiedzialnych za politykę gospodarczą.