



**IX 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

Zgodnie w naszych prognozach polska gospodarka weszła w fazę cyklicznego wyhamowania. Obecnie przewidujemy, że w II kwartale 2020 r. tempo wzrostu PKB obniży się do poziomu rzędu 3 proc. rocznie. Oznacza to, że na przestrzeni 6 kwartałów (licząc od IV kwartału roku 2018) nastąpi obniżenie wzrostu gospodarczego o około 2 punkty procentowe. Opisywanego powyżej wyhamowania nie da się zatrzymać. Takiej roli nie może odegrać aktualnie uruchamiany dodatkowy rządowy pakiet stymulacji fiskalnej, zwany „piątką Kaczyńskiego”. Można się spodziewać, że mnożnik fiskalny z nią związany będzie słabszy niż w przypadku wprowadzenia pakietu w 2016 r. Zwiększone transfery dotrą bowiem w dużej części do gospodarstw bogatszych, a zatem o wyższej skłonności do oszczędzania i wyższej skłonności do korzystania z dóbr importowanych.

Uważamy, że pakiet fiskalny (w br. wydatki budżetowe dodatkowo wzrosną o około 2 proc. PKB) może co najwyżej spowodować nieznaczne podniesienie ścieżki dynamiki wzrostu gospodarczego. Może też wydłużyć i złagodzić fazę wyhamowania wzrostu. To czy taką rolę odegra, zależeć będzie przede wszystkim od formy przeznaczenia dodatkowych strumieni wydatków socjalnych. Nawet gdyby pakiet stymulacji fiskalnej oddziaływał na bieżącą konsumpcję, to kluczowe znaczenie będzie miało to, w jakiej proporcji dotyczyć to będzie dóbr podstawowych w relacji do dóbr wyższej jakości. To bowiem określi, w jakim stopniu dodatkowy popyt konsumpcyjny będzie pobudzał import. Silniejsze pobudzenie importu może osłabić dynamikę PKB, bowiem spowoduje obniżenie wkładu eksportu netto. Wydaje nam się zatem bardzo wątpliwe, czy z ekonomicznego punktu widzenia uruchomienie stymulacji fiskalnej w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego, przy wciąż wysokiej dynamice wzrostu, znacząco wyższej od potencjału, ma sens i czy może zostać uznane za działanie antycykliczne.

Trzeba się też liczyć z tym, że wzrost nierównowagi finansów publicznych nieuchronnie związany w pakiecie fiskalnym, spowoduje obniżenie wyceny polskich aktywów i osłabienie kursu złotego, co wpłynie na wyższą inflację producencką i konsumencką. A to być może spowoduje szybsze uruchomienie podwyżek stóp procentowych przez RPP. Utrzymywanie zbyt długo niskich stóp procentowych może przyczynić się do rośnięcia bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów finansowych i rynku mieszkaniowym. Z kolei, gwałtowny wzrost rynkowych stóp procentowych – w wyniku wzrostu premii za ryzyko – doprowadzi do jej pęknięcia i rozlania się szeregu negatywnych tego efektów w całej gospodarce.

Pojawia się w naszej gospodarce nowa sytuacja: zbiega się presja inflacyjna tak po stronie podażowej, jak i popytowej. W kwietniu inflacja zbliżyła się do poziomu celu inflacyjnego NBP. I biorąc pod uwagę, że mamy równocześnie bardzo luźną politykę fiskalną i politykę monetarną należy oczekiwać, że wkrótce odczyty inflacji zbliżą się do górnej granicy celu inflacyjnego, czyli 3,5 proc. Jeśli Rada Polityki Pieniężnej podniesie stopy procentowe ze zbyt dużym opóźnieniem, to zbiegnie się to z odczuwalnym obniżeniem dynamiki PKB. I stanie się to dodatkowym impulsem hamowania koniunktury. Jeśli jednak nie podniesie stóp procentowych, to rosnąca inflacja i tak spowoduje obniżenie popytu, co także osłabi dynamikę

gospodarczą, tyle, że trochę później i znacznie mocniej. Pole manewru w polityce gospodarczej oraz w obszarze pozytywnej synchronizacji polityki fiskalnej i monetarnej zostało drastycznie zminimalizowane. Przed możliwością wystąpienia takiej sytuacji wielokrotnie ostrzegaliśmy.

Wyższa i rosnąca inflacja oznacza, że dynamika realnych wynagrodzeń będzie wyraźnie niższa niż dynamika nominalnego funduszu płac. Stymulacja fiskalna podtrzyma konsumpcję, ale jej rzeczywisty wpływ szybko osłabi rosnąca inflacja, która pobudzi kolejną fazę presji płacowej. Jeśli taka spirala zacznie działać, to jej odkręcenie nie będzie łatwe. Zwłaszcza jeśli jej początkowe działanie wywoła zmianę oczekiwań inflacyjnych, tak gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Wyższe oczekiwania mogą dodatkowo zniechęcać do oszczędzania i inwestowania. Czynnikiem pobudzającym spiralę inflacyjną będzie odłożony wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz silny wzrost administrowanych cen na usługi komunalne.

Najistotniejszy wniosek z naszych badań zaprezentowanych w części mikro jest taki, że stopień zagrożenia upadłością osiągnął poziom wysoki (200 pkt) i przekroczył dotychczasowy punkt kulminacyjny (obserwowany w pierwszym półroczu 2013 r.). Prognozy wykazują jego dalszy umiarkowany wzrost. Po raz pierwszy od 2002 r., pomimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego, w ostatnim okresie postępował wzrost odsetka upadłości. Z reguły zależność ta była odwrotnie proporcjonalna.

Obserwujemy także wyraźne pogorszenie się wskaźników kondycji finansowej przedsiębiorstw już u progu spowolnienia gospodarczego. W IV kwartale 2018 r. wynik finansowy przedsiębiorstw bardzo wyraźnie spadł. Dynamika przychodów była nadal wysoka, co potwierdza wysoki poziom popytu krajowego, ale dynamika kosztów była wyższa, co mocno obniżyło rentowność. Tym samym przedsiębiorstwa stają wobec wyzwania wyboru ścieżki dostosowania do pogarszających się warunków gospodarowania. A jednocześnie narastające trudności uwidaczniają ich słabości.

Tym większego znaczenia dla przyszłej dynamiki polskiej gospodarki nabiera to jaką ścieżkę dostosowania wybierają przedsiębiorstwa: pasywnego ograniczania aktywności czy aktywnego zrestrukturyzowania się. I tu widzimy szczególne miejsce dla mikroekonomicznie ukierunkowanej polityki gospodarczej, czyli prorynkowo i prokonkurencyjnie zorientowanej polityki przemysłowej.

Potrzebne teraz działania powinny się konkretnie odnosić do tych kwestii, które przedsiębiorcy systematycznie sygnalizują jako bariery podnoszenia innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstw. Za szczególne utrudnienia uznają oni narastanie tendencji do penalizacji przedsiębiorstw i uznawanie przedsiębiorców za potencjalnych przestępców. Silną przeszkodę stanowi nieustannie niepewność prawna i sądowa.

Ważną obserwacją jest spadające tempo tworzenia nowych miejsc pracy, których liczba w 4 kw. 2018 r. była aż o 13 proc. niższa niż przed rokiem. W tym samym czasie liczba wakatów wzrosła jednak o 18 proc. r/r. Mamy więc potwierdzenie występowania równoległe dwóch procesów na rynku pracy: występuje bariera podażowa, a jednocześnie popyt na pracę

stabilnie. Ponieważ dynamika inwestycji przedsiębiorstw, choć nadal niska, to jednak w ostatnich kwartałach przyspieszyła, być może wskazuje to na preferowaną przez przedsiębiorstwa ścieżkę dostosowania się do trudniejszych warunków rynkowych: orientacja na modernizację majątku produkcyjnego. Byłoby to niewątpliwie w dłuższej perspektywie korzystne zjawisko.

Choć wzrost inwestycji prywatnych w tej fazie cyklu koniunkturalnego byłby zaskoczeniem, to być może znacząca część przedsiębiorstw uzna jednak, że właśnie w tej fazie trzeba podjąć wysiłek modernizacyjny, który przygotuje je do fazy przyszłej ekspansji i zapewni im wyraźnie lepszą pozycję konkurencyjną. Miałoby to istotne znaczenie, bowiem wchodzimy równocześnie w fazę odczuwalnego obniżenia dynamiki inwestycji publicznych, związanego z zamykaniem obecnego okresu budżetowego UE.

Póki co nie obserwujemy znaczącego odpływu Ukraińców z polskiego na niemiecki rynek pracy. Ale pamiętać należy, że na razie barierą dla takiego odpływu jest głównie nieznanostwo języka niemieckiego, czego administracja niemiecka wymaga. Ta bariera może zostać jednak relatywnie szybko usunięta, a wówczas presja płacowa w przedsiębiorstwach dodatkowo wzrośnie.

Pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw wynika także ze wzrostu kosztów związanych w cenami materiałów i energii. Przeciętnie rachunki energetyczne przedsiębiorstw w br. wzrosły o ¼ w stosunku do roku 2018. W konsekwencji rosną i będą rosnąć ceny producentów. Oczywiście przedsiębiorstwa zostaną zmuszone tym samym do dostosowania się i oszczędniejszego gospodarowania energią. To z czasem podniesie ich produktywność, ale na bieżąco ich koszty rosną szybciej niż przychody. Co jednoznacznie potwierdzają wyniki naszych badań mikroekonomicznych.

Nasze badania z IX cyklu kwartalnego wykazują, że 23 działy produkcji są w recesji (VIII raport: 15 działów, VII raport: 7 działów). Utrzymywanie ekspansji można przypisać 8 działom (VIII raport: 12, VII raport: 22 działy).

Wzrost zagrożeń dotyczy zwłaszcza energetyki i działalności transportowej. Niekorzystna sytuacja w dziale produkcji pozostałego sprzętu transportowego ma charakter chroniczny i wynika ze specyfiki gospodarki finansowej w tej branży. Z kolei podobna sytuacja w działalności związanej z zatrudnieniem może wynikać z nadzwyczaj korzystnej sytuacji pracobiorców na rynku pracy. Natomiast z pewnością wart głębszej analizy jest sygnał o zagrożeniach w działalności związanej z obsługą nieruchomości. Niepokojącym sygnałem jest także pogorszenie sytuacji finansowej firm dużych. W ich przypadku pogorszenie dotyczyło aż 7 z 10 głównych wskaźników, w tym tak ważnych jak rentowność operacyjna sprzedaży czy wypłacalność.

Z przeprowadzonych przez nas analiz wynika, że punktem krytycznym staje się w naszej gospodarce ponownie górnictwo i przemysł wydobywczy. Negatywnie odbija się etatystyczne, ręczne sterowanie tym sektorem, wzmocnione po utworzeniu resortu energetyki. W skali makro oznacza to trwały podatek inflacyjny i czynnik negatywnego wpływu na wzrost

potencjalnego PKB. Trwała nieefektywność kopalń zderza się w presją ze strony importerów węgla kamiennego. W 2018 r. Polska zaimportowała 19,7 mln ton węgla, czyli o 52 proc. więcej niż rok wcześniej. Import węgla w 2017 r. sięgnął 12,9 mln ton, a w 2016 r. 8,3 mln ton.

Sygnalizujemy zatem wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia działalności w sektorze energii, górnictwie i wydobywaniu (zwłaszcza węgla) i powiązanych działach, a także w produkcji leków i wyrobów farmaceutycznych.

Zgodnie z raportami makro i mikro, sytuacja w sektorze budownictwa uległa pogorszeniu. Prawdopodobieństwo spadku aktywności w sektorze nie przekracza wartości 0,56 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,36 w poprzedniej edycji raportu). W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem może charakteryzować się wyhamowaniem rozwoju od drugiej połowy 2019 roku. W drugim półroczu 2019 i w roku 2020 sektor ten będzie się rozwijać wolniej niż w pierwszym. W poprzednich edycjach raportu wskazywano na solidny rozwój branży budownictwa, jednak tylko do końca 2018 roku. Nowe dane modyfikują te wnioski wskazując na pogorszenie się sytuacji w budownictwie.

Gospodarka globalna wchodzi w okres pogorszenia koniunktury, jakkolwiek sytuacja jest zróżnicowana w przypadku poszczególnych gospodarek. Według szacunków Rezerwy Federalnej potencjalne tempo wzrostu w gospodarce amerykańskiej wyniesie w 2020 r. ok. 1,7 proc. Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu się stabilnego tempa wzrostu w gospodarce amerykańskiej są podjęta wcześniej ekspansja fiskalna i wycofanie się Rezerwy Federalnej z kontynuowania zeszłorocznej serii podwyżek stóp procentowych.

Tempo wzrostu w strefie euro słabnie silniej niż w Stanach Zjednoczonych. Przyczyną jest zmniejszenie się globalnego popytu zwłaszcza na niemieckie dobra przemysłowe. Strukturalną słabością strefy euro jest to, że oprócz Niemiec, żadna z jej pozostałych dużych gospodarek nie zwiększyła w ostatnich dekadach w sposób istotny w swoim eksporcie udziału dóbr wytwarzanych w średnio i wysoko zaawansowanych branżach wytwórczości, które – dzięki swemu zaawansowaniu technologicznemu - nie napotykać jeszcze na silną konkurencję cenową eksportu z Chin i innych gospodarek wschodzących. W efekcie tylko w gospodarce niemieckiej i holenderskiej popyt zagraniczny rekompensuje charakteryzującą całą strefę euro relatywną słabość popytu krajowego.

Niskie tempo wzrostu gospodarczego, zwłaszcza we Włoszech, odbijające się niekorzystnie na wynikach finansowych banków, skłoniło ECB do ogłoszenia, że podjęty zostanie kolejny program LTRO. Przyczyną tego jest sytuacja, w której kryzys bankowy i brak postępu w tworzeniu unii bankowej spowodował tzw. fragmentację systemu finansowego strefy euro, czyli sytuację, w której pojawiły się trwałe różnice pomiędzy wysokością premii za ryzyko w poszczególnych krajach członkowskich. LTRO III pomoże bankom państw śródziemnomorskich strefy euro o tyle, że przy fragmentacji systemu finansowego strefy euro

bardziej opłaca się im pożyczać płynność w Eurosystemie (w krajowych bankach centralnych) niż na rynku międzybankowym strefy.

Decydującym czynnikiem, powodującym od lat 90. rosnącą synchronizację globalnego cyklu koniunkturalnego jest powstanie i rozwój globalnych sieci produkcyjnych (GVC *global value chains*), powodujący szybkie zwiększanie się powiązań produkcyjnych i handlowych pomiędzy gospodarkami różnych krajów. Przenoszenie produkcji do krajów wschodzących, spowodowało między innymi to, że od 2000 r. udział państw wysoko rozwiniętych w tworzeniu światowego PKB zmalał z 60 proc. do 42 proc. O skali wzrostu umiędzynarodowienia procesów produkcji i handlu świadczy to, że od początkowych lat 90. handel pomiędzy gospodarkami wschodzącymi zwiększył się 20-krotnie. Jednak utrzymują się wyraźne różnice tempa wzrostu w poszczególnych grupach krajów. Najszybsze tempo wzrostu notują kraje, w których zachodzi proces realnej konwergencji, ponieważ tempo wzrostu wydajności jest w gospodarkach tych krajów wyższe ze względu na napływające do nich nowoczesne technologie, których wcześniej nie stosowały. Spośród krajów wysoko rozwiniętych nieco wyższe tempo wzrostu występuje w USA, w stosunku do przeciętnego tempa wzrostu w Europie, ze względu na nowocześniejszą strukturę i większą elastyczność gospodarki amerykańskiej. W tendencji cykl koniunkturalny w Europie zmienia się tak jak w Stanach Zjednoczonych z opóźnieniem kilku kwartałów, jakkolwiek pojawienie się recesji charakteryzuje mniejsze opóźnienie. W chwili obecnej mamy do czynienia z najdłuższą fazą ożywienia koniunktury w gospodarce globalnej w okresie powojennym, co wynika między innymi z malejącego udziału w gospodarkach wielu krajów tradycyjnych branż wytwórczości, które były silnie procykliczne – na korzyść usług i nowoczesnych branż wytwórczości, które są znacznie mniej kapitałochłonne niż tradycyjne branże przemysłu. W części wynika to także stąd, że każdy cykl koniunkturalny wywołują w tendencji inne czynniki, co powoduje zróżnicowanie ich długości. Przewidzenie długości cyklu, w tym zwłaszcza punktów zwrotnych koniunktury, jest jednym z najtrudniejszych zadań prognostycznych między innymi ze względu na niemożność przewidzenia momentu pojawienia się zaburzeń na rynkach finansowych. Polska gospodarka zaczęła włączać się w globalne sieci produkcyjne od połowy lat 90., gdy zaczęto oczekiwać naszego wejścia do UE. Naturalną konsekwencją zwiększania się naszej integracji gospodarczej z UE jest rosnąca zbieżność naszego cyklu koniunkturalnego z cyklem w UE.

Choć krótkookresowe prognozy gospodarcze głównych ośrodków analitycznych nie wskazują na to, to jednak nie można wykluczyć wystąpienia w najbliższych latach globalnej recesji. Tego rodzaju sugestie wynikają z analizy trendów na rynkach finansowych. Według danych OECD w ostatniej dekadzie skumulowany dług korporacyjny w wielkościach realnych podwoił się. Na koniec 2018 r. w skali globu podmioty niefinansowe były zadłużone na blisko 13 bln USD. Dług firm w gospodarkach wschodzących wzrósł blisko czterokrotnie, głównie za sprawą spółek chińskich, których zobowiązania od prawie zera wzrosły na koniec 2016 r. do 590 mld USD. Przez blisko dekadę rosło przy tym dynamicznie finansowanie firm chińskich poza bankami, w segmencie *shadow banking*. Stanowi to 23,5 proc. sumy aktywów bankowych i aż 68 proc. PKB.

Problemem jest przy tym jakość tego długu. Najniższy rating inwestycyjny 3B miało 30 proc. spółek w roku 2008 i już ponad 54 proc. w roku 2018. W kryzysowym roku 2009 do ratingu śmieciowego spadło 11,4 proc. spółek w Stanach i 16,3 proc. w Europie. Przy szoku analogicznym do tego z roku 2008 teraz obligacje korporacyjne warte ponad 275 mld USD w ciągu roku spadną do śmieciowego nie inwestycyjnego statusu, a razem z instytucjami finansowymi będzie to już 500 mld USD.

Generalnie niepokoi bardzo niska dynamika inwestycji w najsilniejszych gospodarkach. Nie przelamuje tej tendencji niska cena pieniądza i dostępność kredytu. Nadal ważniejsza dla motywacji dominujących na rynku graczy jest wycena ryzyka i wysokość stopy zwrotu.

Tego rodzaju refleksje i ostrzeżenia nie są przyjmowane przez głównych graczy na rynkach finansowych. Dominuje optymizm, wynikający m.in. ze zmiany nastawienia FED. Łagodzenie kursu amerykańskiej polityki monetarnej wywołało intensywny napływ kapitału do funduszy alokujących środki w aktywa na rynkach wschodzących.

Obraz polskiej gospodarki z zewnątrz jest niewątpliwie pozytywny. Bieżące wskaźniki makroekonomiczne wskazują na utrzymywanie się niskich poziomów nierównowagi, czyli niskiej stopy bezrobocia, inflacji poniżej celu NBP, niskiego deficytu SFP. Rośnie produkcja przemysłowa i budowlana, sprzedaż detaliczna. To pozwala oczekiwać, że spowolnienie w polskiej gospodarce może być krótkie i umiarkowane. Ten pozytywny scenariusz jest możliwy. Decydująca będzie reakcja po stronie przedsiębiorstw i racjonalna polityka makroekonomiczna. Trzeba też przyjąć, że gospodarka globalna nie wejdzie w tym okresie w recesję.

Choć tego nie przewidujemy, to nie wolno w myśleniu wykluczyć wystąpienia po 2020 r. „czarnego scenariusza”. Według niego w roku 2021 wystąpi silniejsze obniżenie dynamiki PKB do ok. 1,5 proc. Skutki impulsu fiskalnego już wygasną, a pojawi się za to duży deficyt sektora finansów publicznych (powyżej 3 proc. PKB). A do tego możemy mieć do czynienia z globalną recesją. To pociągnie za sobą szereg negatywnych zjawisk, w tym poważne zakłócenie równowagi makroekonomicznej. Niezbędne staną się nadzwyczajne działania w polityce gospodarczej.