



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

Autor:

Piotr Boguszewski



MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	9
WPROWADZENIE	15
I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	17
1.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	17
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI	17
1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ	26
1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI	28
1.5 KONIUNKTURA W SEKTORACH	35
1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	36
II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....	39
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
III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW	48
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	48
3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON	48
3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU.....	49
3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH	51
IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	53
4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	53
4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA.....	53
V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	59
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.....	74
LITERATURA	78
SPIS TABEL	79
SPIS RYSUNKÓW	79

„VII Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – raport łączny” jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych oraz własnych badań, wyniki następujących edycji raportów: *„VII Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018– komponent mikroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**¹, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**², dr **Konrad Kolegowicz**³) oraz *„VII Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Łukasz Lenart**⁴, dr **Błażej Mazur**⁵, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**⁶). Opracowania tekstu dokonał dr **Piotr Boguszewski**⁷.

¹ Katedra Statystyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

² Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

³ Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁴ Katedra Matematyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁵ Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁶ Katedra Ekonometrii i Badań Operacyjnych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

⁷ Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

SYNTEZA

Korzystny obraz makroekonomiczny polskiej gospodarki praktycznie nadal nie uległ większym zmianom w stosunku do zarysowanego w dwóch poprzednich edycjach badania. Po dziewięciu miesiącach br. sytuację makroekonomiczną Polski w perspektywie bieżącej nadal należy oceniać jako bardzo dobrą. Utrzymuje się wysoka dynamika PKB – w II kw. 2018 r. według wstępnych szacunków GUS wyniosła ona ok. 5,1% r/r. Wciąż wspiera ją głównie wysoki popyt krajowy, którego zasadniczym filarem nadal jest spożycie; w tym przede wszystkim w sektorze gospodarstw domowych. Dane za II kw. 2018 r. pokazują też umiarkowany, zbliżony do dynamiki PKB, poziom aktywności inwestycyjnej. Ze względu na korektę w górę danych nt. inwestycji w rachunkach narodowych za 2017 r. ścieżka ich wzrostu w ostatnim okresie może być oceniana korzystniej z punktu widzenia zwiększania produktu potencjalnego. Wkład eksportu netto do PKB okazał się lekko dodatni, a dynamiki eksportu i importu bardziej zbliżone – zwłaszcza w porównaniu z poprzednim kwartałem – do wartości przeciętnych. „Normalizacji” uległa także kontrybucja zapasów – kategorii wahliwej i obciążonej sporymi błędami szacunku. W II kw. ich wkład do wzrostu PKB był praktycznie neutralny.

W warunkach wysokiej dynamiki PKB polska gospodarka znajduje się na ścieżce stabilnego wzrostu. Jako dobrą należy oceniać aktualną sytuację budżetu; również w świetle danych napływających po II kw. 2018 r. Inflacja kształtuje się w paśmie wahań, ale poniżej celu polityki pieniężnej. Mimo lekkiego wzrostu wciąż niskie są miary inflacji bazowej.

Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy i związana z nią korzystna sytuacja dochodowa gospodarstw domowych stabilizują spożycie; również w fazie gasnącego wpływu impulsu programu 500 plus. Jednocześnie sytuacja ta nie przełożyła się na nadmierny wzrost presji inflacyjnej w skali całej gospodarki. Firmy sygnalizują występowanie niedoborów pracowników w niektórych regionach, zawodach etc. ale są one, przynajmniej częściowo, łagodzone dopływem imigrantów zarobkowych. Mimo powyższej sytuacji na rynku pracy nie przyspiesza też dynamika płac w sektorze prywatnym i tendencja ta prawdopodobnie utrzyma się także w najbliższym czasie. Presję płacową może natomiast generować część sektora publicznego.

Niski poziom stóp procentowych i dobra dostępność kredytu nie przekładają się na nadmierną dynamikę tej kategorii i nie generują ryzyk finansowych. Sprzyjają natomiast planom rozwojowym, podobnie jak uwarunkowania popytowe. Inwestycje wspierać dodatkowo może lepsze wykorzystywanie funduszy unijnych. Stymulująco na tę aktywność będzie też wpływał tzw. cykl polityczny, związany z wyborami samorządowymi na jesieni tego roku i kampaniami wyborczymi w 2019 r. Ważny jest również fakt, że stopy procentowe charakteryzuje stabilna perspektywa. Ze względu na ryzyka międzynarodowe, wspomniane problemy z pozyskaniem pracowników w niektórych branżach oraz wzrost części kosztów (pracy, niektórych surowców) ożywienie inwestycji wciąż będzie jednak zapewne ostrożne i stopniowe. W dużym stopniu dotyczyć także będzie ono przedsięwzięć publicznych.

Za nieco mniej korzystne należy natomiast uznać uwarunkowania zewnętrzne polskiej gospodarki. Choć nadal przewiduje się, że stan gospodarki światowej będzie dobry, spodziewane jest jednak pewne osłabienie dynamiki jej wzrostu. Aktualne prognozy sugerują natomiast, że jeśli taki scenariusz się zrealizuje, to spowolnienie będzie stopniowe. Nieco gorszej sytuacji można spodziewać się także u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Widać tam, i w niektórych innych krajach europejskich, oznaki cyklicznego osłabienia koniunktury - wskazują na to m.in. pogarszające się odczyty części indyktorów wyprzedzających.

Mniej korzystnie może kształtować się także eksport netto. Z jednej strony proimportowo mogą działać m.in. wyższe inwestycje oraz droższa ropa naftowa. Z drugiej, nieco może zmaleć dynamika polskiego eksportu – ze względu na możliwe osłabienie kondycji gospodarki niemieckiej; zwłaszcza w niektórych segmentach (np. przemysł motoryzacyjny). Istotnym czynnikiem ryzyka mogą też być skutki ewentualnych dalszych działań protekcyjnych USA i potencjalnie możliwych retorsji ze strony innych krajów. Zagrożeniem może też być tu Brexit. Korygująco będzie tu jednak oddziaływał mechanizm płynnego kursu złotego.

Wydaje się także, że nastąpił pewien wzrost ryzyk makroekonomicznych – głównie zewnętrznych – z którymi potencjalnie może się mierzyć w bliższej perspektywie polska gospodarka. Negatywnym elementem bilansu ryzyka makroekonomicznego mogłoby być dalsze pogorszenie klimatu polityczno-gospodarczego pomiędzy USA i UE. Z kolei ryzyko Brexitu coraz bardziej zbliża się do fazy „materializacji” – ze względu na nadchodzące terminy ostatecznych rozstrzygnięć. W szczególności, nasilać się mogą działania protekcyjnych. Trudna do oceny jest przyszła sytuacja na rynku ropy naftowej. Z jednej strony wejście w życie sankcji nałożonych na Iran może znacząco podbijać cenę tego surowca. Z drugiej, słabsze perspektywy globalnego wzrostu mogą ograniczyć popyt na paliwa. Jeśli chodzi o wewnętrzne źródła ryzyka, to jednym z podstawowych wydaje się obecnie możliwy znaczny wzrost cen energii elektrycznej dla przedsiębiorstw w 2019 r. Wprowadzie w dużej części branż udział tych kosztów w kosztach ogółem nie jest duży, a więc bezpośrednie skutki takiej podwyżki też nie muszą być znaczące, ale dla części podmiotów wzrost ten może być jednak problemem.

Ze względu na dobrą kondycję sektora przedsiębiorstw jako całości, dla sporej części podmiotów istnieje przestrzeń bezpiecznej absorpcji powyżej naszkicowanych zagrożeń. Kluczowe wydają się być tu jednak dwa warunki. Po pierwsze, ewentualne spowolnienie nie będzie zbyt szybkie. W takim bowiem przypadku negatywnie na sytuację firm działać będzie nie tylko sam bodziec, ale mogą o sobie dać znać koszty stałe, których znaczenie dla rentowności przy lepszej koniunkturze „rozpływa się” w wysokich przychodach. Po drugie, problemem byłaby też zbyt silna koincydencja czasowa powyższych ryzyk.

Powyższy jakościowy obraz ogólny stanu obecnego uzupełniają, o elementy prognostyczne o dłuższym horyzoncie, bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe. Analiza dynamiki cyklu odchylen wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych pozwala na scharakteryzowanie ostatnich 3 lat jako okresu rozwoju w produkcji przemysłowej w tempie bardzo zbliżonym do długookresowego tempa bez wyraźnych odstępstw od tej tendencji. Najnowsze dane wskazują na przejście w fazę ożywienia. W bieżącym okresie fazę ekspansji należy przypisać 22 działom produkcji, co oznacza poprawę koniunktury w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Jedynie 7 działów produkcji znajduje się w recesji, to jest o pięć działów więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie. W fazie odbudowy znajdują się pozostałe działy produkcji.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na utrzymanie się dodatniego i stabilnego tempa wzrostu w całym horyzoncie prognozy. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej na koniec horyzontu predykcji zbliżają się do 5% r/r. Z analizowanych tu 37 działów 22 może rozwijać się w drugim półroczu prognozy wolniej niż w pierwszym, przy czym prawdopodobieństwo recesji jest wyższe od 50% w 13. Działem szczególnie zagrożonym, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, jest sekcja „Dóbr związanych z energią poza sekcją D i E” oraz – podobnie jak w poprzedniej edycji raportu – „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego” i cała sekcja D – „Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest tu wysokie, na co wskazywano też w poprzedniej edycji

badania. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na nieznaczną poprawę jesienią 2018 roku. Pod koniec analizowanego horyzontu ścieżka prognoz powraca jednak do wartości wskazujących na spadek produkcji. Poważnie zagrożona wydaje się też cała sekcja D, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,73 w analizowanym horyzoncie, a wyniki pełnej analizy tego działu wskazują na trwałość tendencji spadkowej – w drugim półroczu horyzontu prognozy dział ten będzie się rozwijać wolniej niż w pierwszym półroczu z prawdopodobieństwem aż 0,85.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej komputerów, urządzeń peryferyjnych etc.”. W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może nieznacznie przekraczać wartość 0,5 i nie jest mniejsze od wartości 0,26. To wysokie prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy grudnia 2018. Wraz ze wzrostem horyzontu prognozy to prawdopodobieństwo stopniowo, choć nieregularnie, maleje. Opisane powyżej tendencje rozwojowe są bardzo podobne do wyników analiz zawartych w poprzedniej edycji raportu. Sektor handlowy będzie dynamicznie się rozwijać niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy.

W przypadku budownictwa dobre tendencje rozwojowe należy przypisać zarówno „Budownictwu związanemu ze wznoszeniem budynków” jak i sekcji infrastrukturalnej. Sytuacja w tym dziale poprawia się konsekwentnie od początku roku 2017. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza wartości 0,35 w całym horyzoncie prognozy. W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem charakteryzować się będzie solidnym rozwojem przynajmniej do jesieni 2018 r., czyli do końca analizowanego horyzontu. Wyniki analiz wskazują, że w drugim półroczu horyzontu prognozy sektor ten będzie się jednak rozwijał wolniej niż w pierwszym.

Prognozy dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na dalszą tendencję spadkową. W kolejnych miesiącach może nastąpić wyhamowanie tempa wzrostu. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy przyjmują wartości ujemne od połowy br., w drugim kwartale 2019 r. prognozy punktowe wskazują na tempo wzrostu sprzedaży detalicznej niższe niż 5%.

Dla zmiennych obserwowanych z częstością kwartalną, tendencja centralna prognozy makroekonomicznej przewiduje początkowo utrzymanie się wysokiego (tj. zbliżonego do ostatnich odczytów) tempa wzrostu PKB, a następnie wyhamowanie dynamiki wzrostu. Prognozy punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują wystąpienie górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB w trzecim kwartale br. Prognozy punktowe omawianego wskaźnika wskazują również na wystąpienie widocznego obniżenia tempa wzrostu PKB począwszy od drugiego kwartału 2019 r. Prezentowana prognoza przewiduje osiągnięcie tempa wzrostu PKB nieco poniżej 4% r/r w czwartym kwartale 2019 roku. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy pozostają jednak dodatnie w całym horyzoncie predykcji.

W przypadku popytu krajowego oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego sygnalizują wystąpienie w drugim kwartale br. górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu popytu krajowego. W okresie predykcji przewidywana jest dominacja ogólnej tendencji spadkowej w dynamice r/r popytu krajowego, przy czym w czwartym kwartale 2019 r. osiąga ona wartości wyraźnie poniżej 2%. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest jednak znacząca. Należy też zauważyć, że obecna prognoza może pozostawać pod znacznym wpływem ostatniej obserwacji.

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach nie obserwujemy symptomów poważniejszego przegrzania rynków

i związanych z tym baniek, aktywność inwestycyjna jest stosunkowo niska, a przyrost kredytu nie powoduje problemów nadmiernego zadłużenia. Solidne fundamenty makroekonomiczne lepiej amortyzują też negatywne skutki potencjalnych bankructw. Błędem byłoby jednak uważać, że takie okoliczności nie generują również specyficznych zagrożeń. Szkicując obszary ich występowania warto przede wszystkim zaznaczyć, że o ile w perspektywie do końca 2019 r. potencjalnie możliwe jest pewne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarki, to nie będzie ono miało gwałtownego charakteru.

Aktualnym źródłem problemów może być natomiast inna grupa zjawisk, które zasadniczo nie zmieniły się od poprzedniej edycji raportu. Nadal dość niska dynamika cen, pomimo silnego popytu w naszej gospodarce, wskazuje na utrzymywanie się mocnej presji konkurencyjnej, która w znaczącym stopniu utrudnia przeliczanie wzrostu kosztów w ceny wytwarzanych produktów. Jednocześnie polskie przedsiębiorstwa mocniej eksponowane są na wzrost niektórych kategorii kosztów – m.in. wynagrodzeń i niektórych surowców (ze względu na wzrost cen światowych i/lub osłabienie złotego). Paradoksalnie wzrostowi kosztów sprzyja także bardzo dobra koniunktura, stymulująca popyt na niektóre czynniki produkcji przy ograniczonej ich podaży. Powstaje więc pytanie, jak zachowuje się przedsiębiorstwo działające z jednej strony w warunkach bardzo dobrej, choć stopniowo słabnącej, sytuacji gospodarczej, z drugiej zaś ciśnienia kosztów, którego „materializację cenową” powstrzymuje silna konkurencja?

Raport Mikro wskazuje obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością, wynikającego m.in. z pogarszającej się sytuacji finansowej pewnych grup przedsiębiorstw. W dodatku obszary te mogą wskazywać na pewne problemy strukturalne. Wykonane w komponencie mikro analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości, są podstawą podtrzymania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. Sytuacja jaka zaistniała w I p. 2018 r. opisana jest wzrostem zagrożenia; zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Stopień zagrożenia krytycznie zbliżył się do progu wyznaczającego wysoki stopień zagrożenia oraz punktu kulminacyjnego (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe zakreślają trend dalszego wzrostu zagrożenia.

Łagodząco na powyższe ryzyko może – przynajmniej w krótszym horyzoncie – wpływać aktualna sytuacja finansowa sektora. Widoczną tendencją krótkoterminową jest bowiem poprawa struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy długoterminowy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, natomiast płynność bieżąca i szybka, mimo lekkich spadków, pozostają na stabilnych poziomach; podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje zmiany bez wskazania jednoznacznie kierunku – dotyczy to w mniejszym stopniu rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje natomiast krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego. Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w I p. 2018 r. charakteryzuje w nieznanym stopniu poprawa wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w II p. 2017 r.

Na stopień zagrożenia upadłością analizowany w module mikro wpływ ma także ogólna kondycja gospodarki. Prognozy dla scenariusza neutralnego przewidują wzrost zagrożenia w II p. 2018 r. +4,8% r/r, natomiast w I p. 2019 r. +0,5% r/r. Sytuację w takim wariantcie ocenia się ogólnie jako kontynuację umiarkowanie intensywnej tendencji wzrostu, nadal na poziomie ostrzegawczym stopnia zagrożenia upadłością. Scenariusz pesymistyczny implikuje natomiast uzyskanie wyższych wartości, zakreślających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny, wobec oczekiwanych słabszych wyników całej gospodarki w 2019 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nadal mało korzystne

kształtowanie kluczowych czynników ryzyka, umiarkowaną skłonność do inwestowania oraz nadal relatywnie niską sprawność przedsiębiorstw.

Stopień zagrożenia upadłością jest także w badanej populacji nierównomiernie rozłożony w poszczególnych grupach podmiotów. Analizując sytuację w klasach wielkości można mianowicie stwierdzić, że w I p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały znaczący wzrost stopnia zagrożenia upadłością – zarówno do okresu analogicznego, jak i do okresu poprzedniego. Spowodowane to było głównie niekorzystną sytuacją w usługach. Ogólna ocena przechodzi z neutralnej w kierunku możliwego wzrostu zagrożenia. Przedsiębiorstwa średnie ogółem wykazały wzrost zagrożenia, zbliżając się do jego poziomu wysokiego i punktu kulminacyjnego (I p. 2013 r.). Oczekiwane jest jednak w okresie III kw. 2018 r. – II 2019 r. zmniejszenie średniego rocznego stopnia zagrożenia. Przedsiębiorstwa duże w I p. 2018 r. opisuje wzrost stopnia zagrożenia upadłością w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, a jego poziom (ostrzegawczy) wykazuje słabą długookresową tendencję wzrostu. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do progu wysokiego stopnia zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa. Oczekiwane jest w okresie III kw. 2018 r. – II 2019 r. zwiększenie stopnia zagrożenia.

W ramach wiodących sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) widoczna w I p. 2018 r. poprawa sytuacji r/r nastąpiła tylko w budownictwie oraz nieznacznie w górnictwie i wydobywaniu, w którym występuje okresowa stabilizacja. Scenariusz neutralny zakłada jej kontynuację. W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię scenariusz neutralny przewiduje znaczne wahania stopnia zagrożenia podtrzymujące jego tendencję wzrostową. W przetwórstwie przemysłowym przewidywać można wzrosty zagrożenia o niskiej dynamice. Scenariusz neutralny zakłada krótkookresową stabilizację. W budownictwie scenariusz neutralny, pomimo zakładania dość znacznych wahań okresowych, wskazuje na krótkookresową stabilizację. W transporcie i gospodarce magazynowej scenariusz neutralny zakłada natomiast osłabienie dynamiki wzrostu zagrożenia. W informacji i komunikacji, która historycznie charakteryzowała się najniższym stopniem zagrożenia, wzrost zagrożenia wpisuje się jednak w krótkoterminową stabilizację.

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 pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (dział PKD 29),
 - produkcja urządzeń elektrycznych (dział PKD 27),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (dział PKD 52),
 - działalność pocztowa i kurierska (dział PKD 53),
 - działalność związana z zatrudnieniem (dział PKD 78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (dział PKD 42),
 - działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (dział PKD 68),
 - roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków (dział PKD 41);
- przedsiębiorstw małych:

- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16);
- przedsiębiorstw średnich:
 - produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (dział PKD 23),
 - działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów; odzysk surowców (dział PKD 38),
 - handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (dział PKD 47),
 - transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
 - roboty budowlane specjalistyczne (dział PKD 43);
- dla przedsiębiorstw dużych:
 - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
 - działalność detektywistyczna i ochroniarska (dział PKD 80),
 - działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (dział PKD 81).

WPROWADZENIE

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

- *VII Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny*⁸,
- *VII Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent mikroekonomiczny*⁹.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15¹⁰.

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 ekonomiczna¹¹ (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 (41 490 podmiotów ogółem w I p. 2018 r., w tym: 25 199 małych, 12 922 średnich i 3 369 dużych).

⁸ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

⁹ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Mikro*.

¹⁰ I szczególnie tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

¹¹ 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 p. 2018 r. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do II kw. 2018 r. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej, zaktualizowano obserwacje do kwietnia 2018 r. Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 5 października 2018 r. (dla danych miesięcznych) i II kw. 2018 r. dla większości danych kwartalnych.

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

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

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

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

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

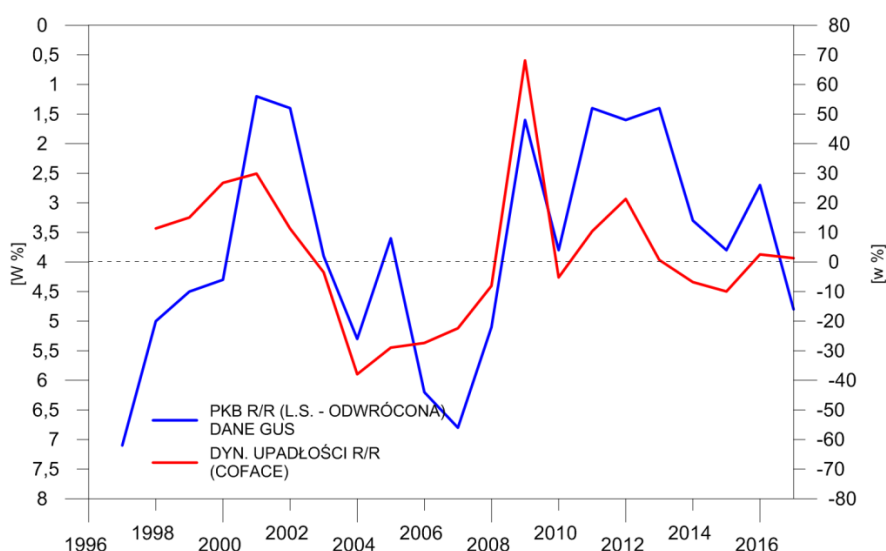
Raport kończy słowniczek wykorzystywanych najważniejszych definicji i pojęć.

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.

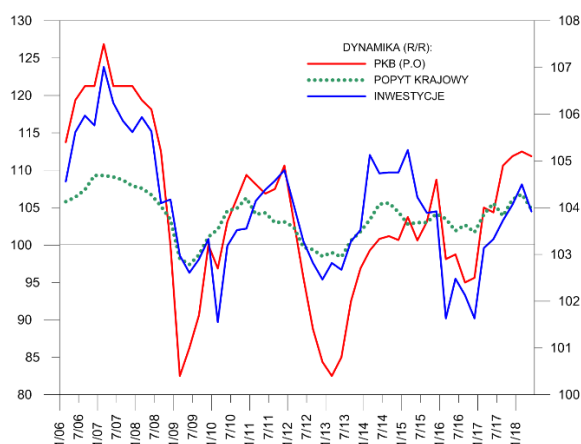
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Według aktualnych szacunków GUS dynamika PKB Polski w II kw. 2018 r. była nieco niższa niż w poprzednim i wyniosła ok. 5,1% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – podobnie jak w okresie ostatnich osiemnastu kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 4,8% r/r), co jest jednak odczytem niższym niż w poprzednim kwartale. Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,8% r/r, przy czym nieco szybciej w sektorze gospodarstw domowych (4,9% r/r) niż w sektorze publicznym (4,4% r/r).

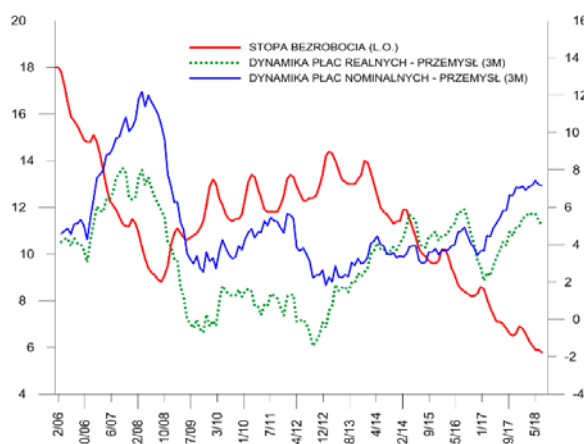
Wprawdzie rezultaty II kw. 2018 r. sugerują spadek aktywności inwestycyjnej, wynik ten należy interpretować ostrożnie ze względu na zmiany metodyki GUS. Choć nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 4,5% r/r – widocznie wolniej niż w poprzednim kwartale (8,1% r/r) – na ostateczną ocenę poziomu aktywności inwestycyjnej trzeba jednak poczekać do czasu publikacji bardziej szczegółowych

danych; w szczególności dotyczących aktywności sektora prywatnego, w tym krajowego. Mimo ewentualnych korekt, nie wydaje się jednak, by wyraźniej została przełamana jedna z podstawowych słabości ścieżki wzrostu gospodarczego w okresie ostatnich dwóch lat, opartej głównie na kontrybucji konsumpcji. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu, niemal neutralny jest natomiast wkład zapasów – 0,2 p.p. Warto także podkreślić, że ze względu na wspomniane zmiany metodyki oraz nietypowe dynamiki eksportu i zapasów w I kw., ocena struktury wzrostu gospodarki na podstawie danych z pojedynczych kwartałów może być w I półroczu br. utrudniona.

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

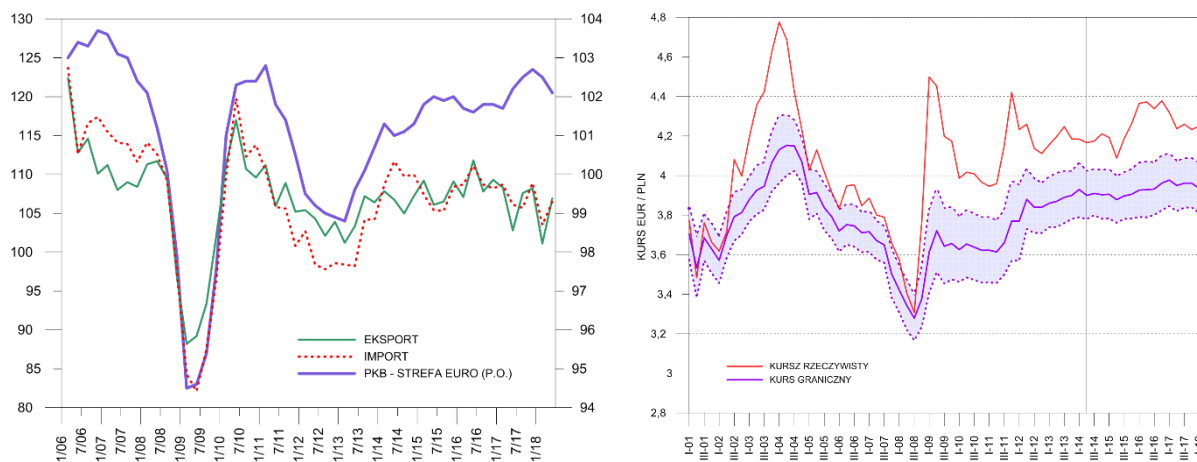


Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)



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. 2018 r. lekko dodatni okazał się wkład eksportu netto do wzrostu PKB (0,5 p.p.). W okresie tym eksport wzrósł o 6,9 % r/r, a import – o 6,5% r/r. Są to dynamiki zbliżone do średnich dla okresu ostatnich kilku lat.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że solidne – choć być może nieznacznie niższe – tempo wzrostu PKB utrzyma się również w III kw. 2018 r. Od strony popytowej świadczyć o tym może m.in.: niskie i wciąż spadające bezrobocie, nadal wysoka, choć lekko spadająca dynamika wynagrodzeń w przemyśle oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. W efekcie na dobrym poziomie ukształtowała się dynamika sprzedaży detalicznej i obroty w handlu detalicznym. Bardzo wysoka jest aktywność budownictwa, zazwyczaj silnie przekładająca się w gospodarkach na ich ogólną

kondycję. Wysokie są także dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji sprzedanej przemysłu. Zwrócić też trzeba uwagę na nadal bardzo dobry, choć lekko spadający, odczyt ogólnego klimatu gospodarczego w całym III kw. br.

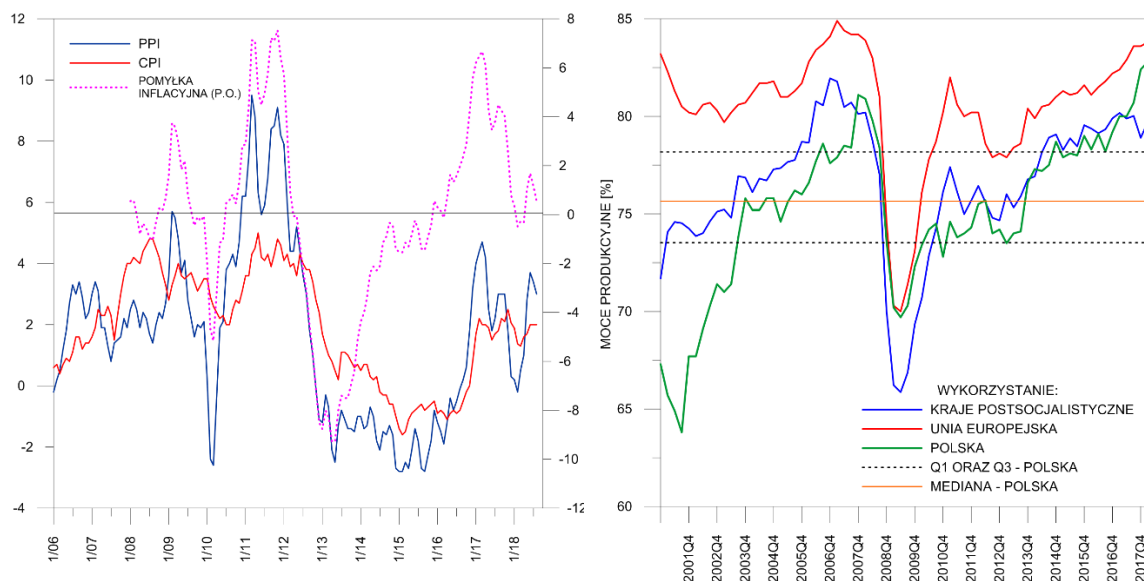
Oceniając bieżące dane nie można jednak pominąć pewnych sygnałów niekorzystnych, które mogą zwiastować zbliżanie się punktu zwrotnego koniunktury. Przede wszystkim roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal jest wysoka, w I półroczu br. była praktycznie stała, a od dwóch miesięcy spada. Może to świadczyć o istotnym przybliżeniu się gospodarki do bariery zatrudnienia, względnie także spadku popytu na pracę. Choć występujący już od dłuższego czasu w niektórych branżach deficyt rąk do pracy był łagodzony – przynajmniej częściowo – importem siły roboczej, nadal ważne jest pytanie, czy to zewnętrzne źródło nie uległo pewnemu wyczerpaniu. Gdyby tak się stało, bariera podaży siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach i wydajności mogłaby osłabiać wzrost potencjału w średniej perspektywie.

Ponieważ obecna wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego jest w istotnym stopniu efektem mnożnikowym programu 500+ warto także przypomnieć, że w świetle doświadczeń międzynarodowych maksymalne skutki takich działań ujawniają się zwykle w drugim roku od ich wprowadzenia. W przypadku Polski oznaczałoby to, że apogeum efektów tego programu zostanie prawdopodobnie osiągnięte w drugiej połowie lub pod koniec 2018 r. Słabnący jego efekt może jednak kompensować wzrost dochodów gospodarstw domowych, wynikający ze wzrostu płac i korzystnej sytuacji na rynku pracy (w warunkach dobrych nastrojów społecznych i pozytywnych oczekiwań).

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.

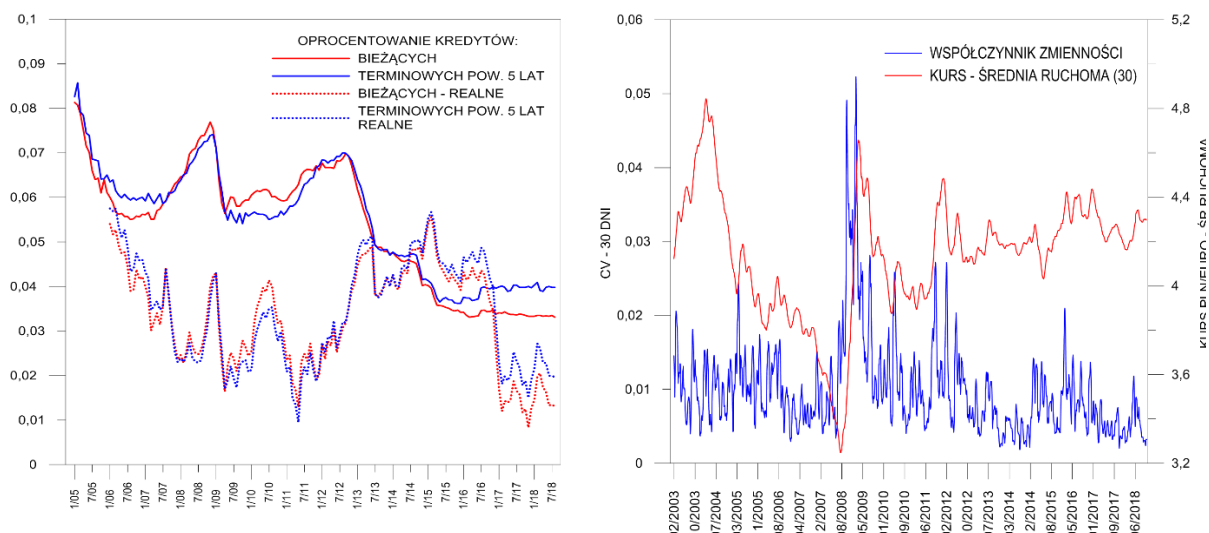
Wciąż trudna jest ocena kształtowania się inwestycji; nawet w średnim horyzoncie. Nie ułatwiają tu analiz dość poważne rewizje danych GUS, jak również zmiany metodyki. Warto też pamiętać, że we współczesnych gospodarkach własność środków trwałych często zastępowana jest ich wypożyczeniem (leasing). Nadal ze sporą ostrożnością należy podchodzić do „mechanicznych” argumentów rzekomo implikujących istotny wzrost tej kategorii w najbliższym czasie. Wprawdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych wciąż jest w polskiej gospodarce rekordowo wysokie (rys. 5), ale jest to sytuacja podobna do obecnie obserwowanej w grupie krajów postsocjalistycznych. Stopień ten wyraźnie zbliża się też do średniej dla UE. Warto także pamiętać, że przedsiębiorstwa mają szereg pozainwestycyjnych możliwości rozwiązywania problemu braku wolnych mocy produkcyjnych: selekcję zleceń, delegowanie produkcji do innych firm (także zagranicznych), wydłużanie czasu pracy, wprowadzanie dodatkowych zmian, poprawę organizacji pracy itd.

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.

Często, w tym kontekście, przywołuje się argument o występowaniu luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce. Od poprzedniej edycji RŁ pojawiły się tu nowsze informacje, które podtrzymują naszkicowany wcześniej obraz. Warto więc tylko przypomnieć (rys. 9), że w dłuższym horyzoncie wzrost inwestycji w Polsce był wyraźnie wyższy niż w krajach postsocjalistycznych czy całej UE. Również badania EBI¹² nie potwierdziły istnienia tej luki w formie „ekstensywnej”¹³ (rys. 10). Nie ulega natomiast wątpliwości (por. Gereben 2017), że stopa inwestycji niezbędna dla poprawy efektywności gospodarki i długookresowego przyspieszenia wzrostu potencjału powinna być wyraźnie wyższa. Uzyskanie tych efektów jest jednak trudnym i zapewne wieloletnim zadaniem polityki gospodarczej; słusznie zresztą wysoko pozycjonowanym w SOR.

¹² Gereben A. (2017). "Poland overview. EIB Investment Survey." EIB.

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

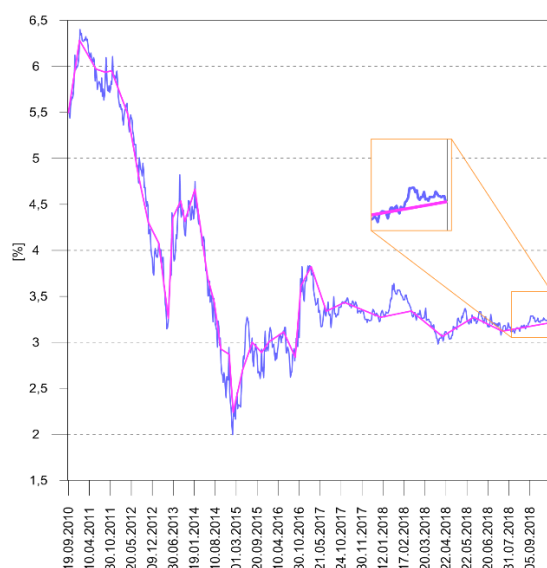
Wydaje się, że wciąż nadużywany bywa – choć obecnie jakby nieco słabiej – argument o hamującym inwestycje wysokim poziomie ryzyka w polskiej gospodarce. Trudno bowiem wskazać typowe wskaźniki makroekonomiczne, które by potwierdzały, że takie ryzyko jest nadmiernie duże (rys. 6, rys. 7). O przeciwnych tendencjach świadczą w szczególności takie indykatory, jak: relatywnie niski i stabilny poziom rentowności polskich obligacji długookresowych, niskie i stabilne w dłuższym horyzoncie stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, czy dobre bieżące wyniki budżetu. Trzeba jednak zauważyć, że niektóre indeksy ryzyka odwracają tendencje spadkowe w sytuacji, gdy ich poziom jest przecież podwyższony w stosunku odczytów sprzed wybuchu kryzysu finansowego (rys. 11). Czynnikiem amortyzującym część ryzyka wciąż jest jednak wysoki popyt konsumpcyjny; zwłaszcza, gdy wyraźnie wspierają go dochody ze świadczeń społecznych – potencjalnie mniej zmienne niż z pracy.

Proinwestycyjnie może działać także utrzymanie się wysokiego tempa rozwoju polskiej gospodarki nawet w okresie oczekiwanego spowolnienia. W wielu branżach korzystna koniunktura z dużym prawdopodobieństwem utrzyma się – choć często na niższym poziomie – także w najbliższej przyszłości, na co modelowo wskazują zarówno wyniki analiz części makro. Perspektywy należy tu oceniać jednak nieco gorzej niż w poprzednim raporcie – m.in. ze względu na pewne pogorszenie nastrojów przedsiębiorców (rys. 14).

Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają też wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (rys. 6), które ze względu na lekki wzrost inflacji wykazują także pewien spadek w wymiarze realnym. Poziom dostępności kredytu dla sektora MSP (rys. 8) również można uznać za zadawalający, choć w świetle *Analizy sytuacji kredytowej za II kw. 2018 r.* NBP można oczekiwać pewnego zaostrzenia w segmencie kredytów długoterminowych polityki kredytowej banków w stosunku do tego sektora. Pozytywnym prognozom w tym obszarze sprzyja fakt, że w warunkach niskiej, znajdującej się w pobliżu dolnej granicy dopuszczalnego pasma wahań inflacji, można przypuszczać, że stopy te będą stabilne także w dłuższym horyzoncie.

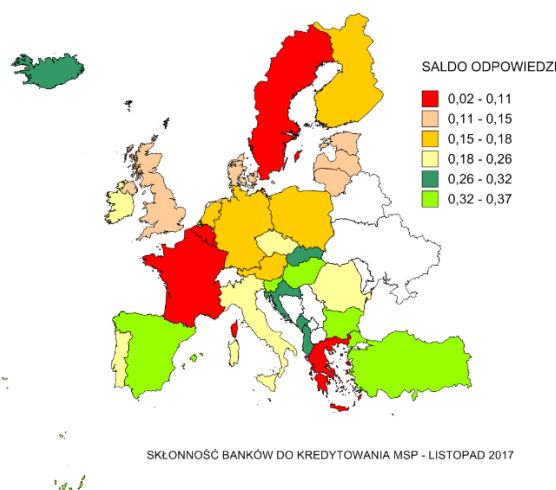
Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu czynników – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że wg aktualnych prognoz wiodących ośrodków (m.in. Banku Światowego, OECD) w 2018 r. można spodziewać się bardzo dobrej koniunktury w gospodarce światowej. Pewnym problemem może być jednak osłabienie wzrostu w niektórych krajach europejskich, w tym u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Trudno też ocenić skutki dla handlu światowego polityki celnej USA i ewentualnych retorsji ze strony innych krajów. Dość niepokojące jest to, że niektóre istotne działania w tym obszarze podejmowane są bardzo szybko. Z jednej strony daje to mało czasu rynkom na dostosowanie, z drugiej zwiększa prawdopodobieństwo popełnienia poważniejszych błędów regulacyjnych. Eskalacja takich działań może też stać się zarzewiem tzw. wojen celnych. Ich skutki mogłyby być dla polskiej gospodarki istotne i negatywne; zwłaszcza w sytuacji, gdyby amerykańskie cła zostały nałożone np. na wyroby przemysłu motoryzacyjnego. Polska jest tu bowiem istotnym producentem i dostawcą części oraz podzespołów. Analizując ten czynnik trzeba też wyraźnie zaznaczyć, że prognozy na 2019 r. są na ogół słabsze.

Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



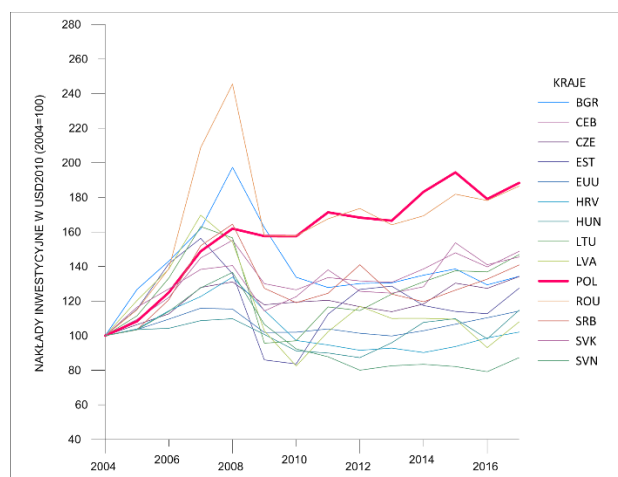
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych

Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP



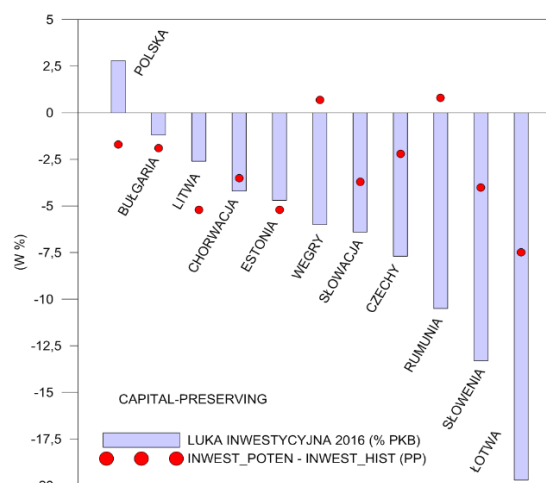
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych SAFE - ECB

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



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego

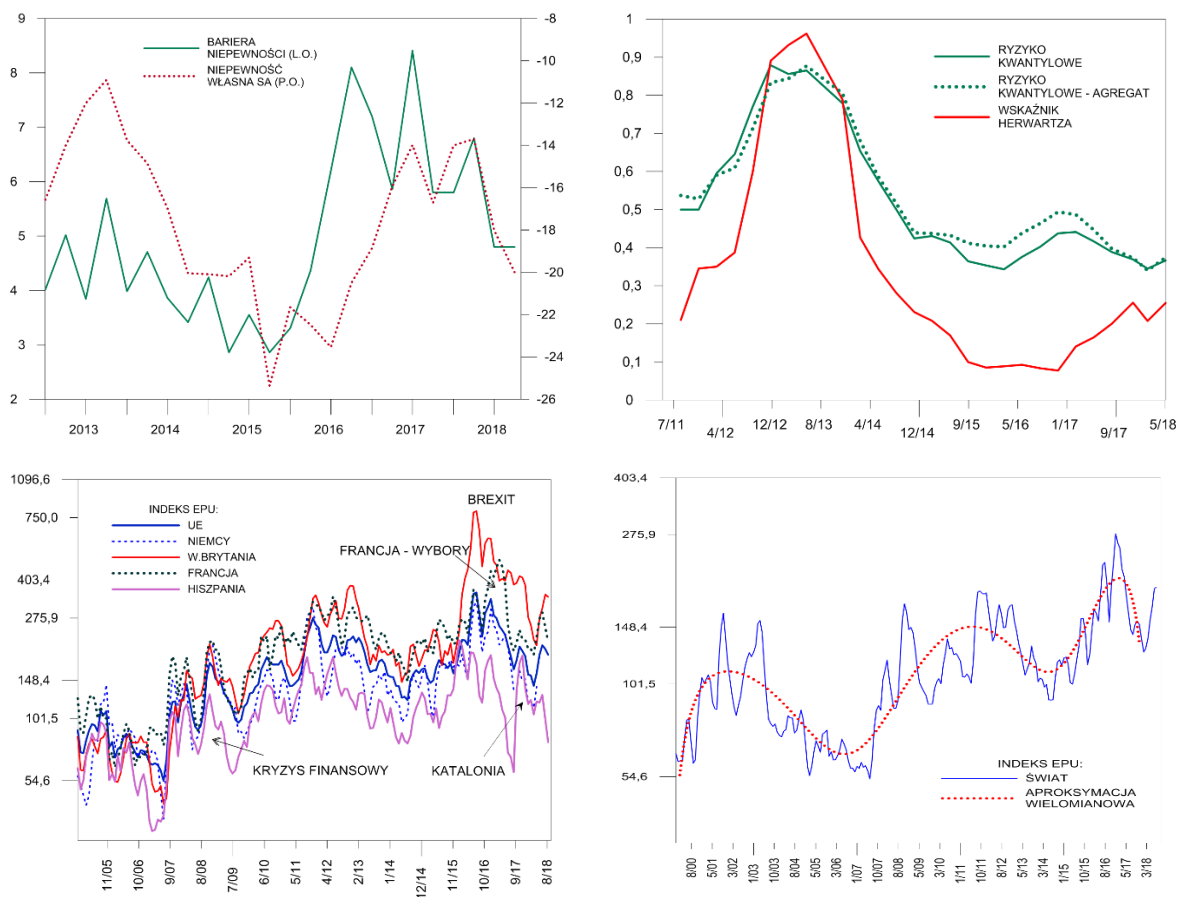
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)



Źródło: Zestawienie na podstawie danych EIB

Powstaje oczywiście pytanie, jak równolegle będzie kształtował się polski import. Przede wszystkim jego dynamika może – jak już wspomniano – coraz wyraźniej wzrastać wraz z przyspieszeniem w inwestycjach. Kolejnym czynnikiem dynamizującym tę kategorię może też być wyraźny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych. Scenariusz ten już się zresztą dość wyraźnie realizuje (ceny ropy są najwyższe od początku 2015 r.), choć dynamika procesu raczej zwolniła. Oczywiście powyższe przewidywania mają charakter wyłącznie kierunkowy i obarczone są istotną niepewnością. Utrzymywanie się lub wzrost cen ropy naftowej byłby jednak czynnikiem niekorzystnym z punktu widzenia globalnej koniunktury w 2019 r. Mogłoby to oznaczać także bardziej trwałe osłabienie polskiego eksportu, za którym – zwłaszcza w przypadku przyspieszenia inwestycji – nie musiałby iść proporcjonalny spadek importu. W takim przypadku kontrybucja importu netto mogłaby okazać się nawet ujemna i to w nieco dłuższej perspektywie.

Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP¹⁴ – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna)



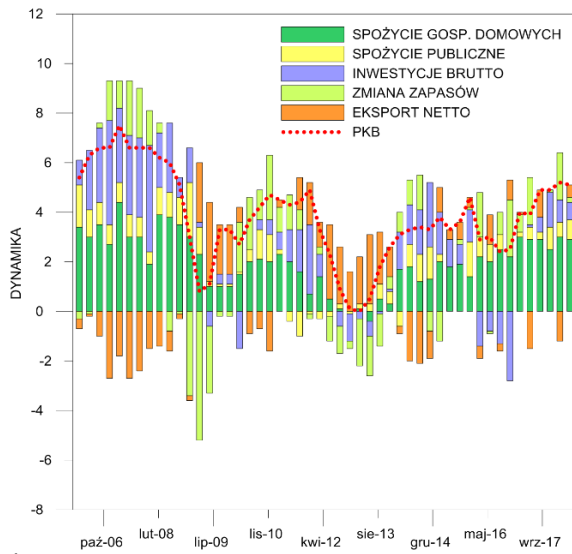
Źródło: obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

Analizując łączny wpływ popytu krajowego i eksportu netto na kształtowanie się PKB w 2018 r. w świetle powyższej analizy jakościowej można oczekiwać nieznacznego spadku dynamiki konsumpcji oraz umiarkowanego wzrostu inwestycji. W przypadku utrzymania się lekko ujemnej kontrybucji eksportu netto oznaczałoby to możliwość niewielkiego obniżenia się dynamiki PKB w 2018 r., kontynuowanego prawdopodobnie w 2019 r. W takiej sytuacji na przełomie lat 2018/19 wysoce prawdopodobne byłoby pojawienie się punktu zwrotnego cyklu gospodarczego w polskiej gospodarce. Aktualne dane wzmacniają jednak przekonanie, że gdyby doszło do przejścia przez ten punkt, to jej osłabienie powinno być raczej łagodne i rozłożone w czasie.

Rozpatrując aspekty jakościowe krótkookresowych perspektyw polskiej gospodarki warto też podkreślić, że w świetle aktualnych danych, pomimo wysokiej dynamiki wzrostu, gospodarka ta znajduje się na ścieżce zrównoważonego rozwoju. W warunkach dość wysokiej dynamiki płac realnych oraz rekordowo niskiej i spadającej stopy bezrobocia inflacja – pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, w tym popytu krajowego, znajduje się w paśmie odchyłań. Choć poziom stóp procentowych jest relatywnie niski, dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych są zbliżone do dynamiki nominalnego wzrostu PKB. Nie ma tu więc symptomów powstawania tzw. baniek kredytowych.

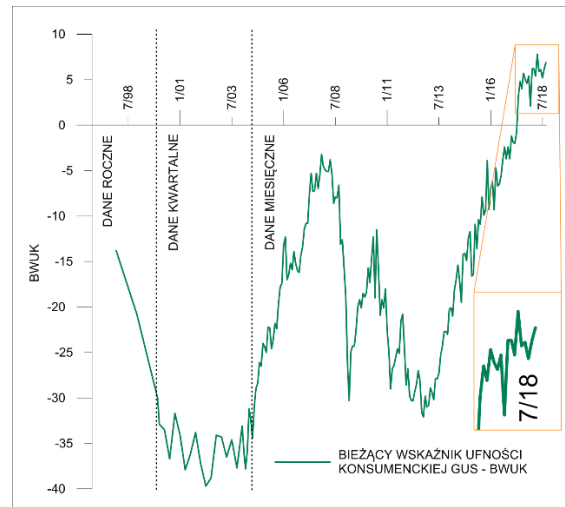
¹⁴ Opis konstrukcji wskaźnika Herwarta znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce

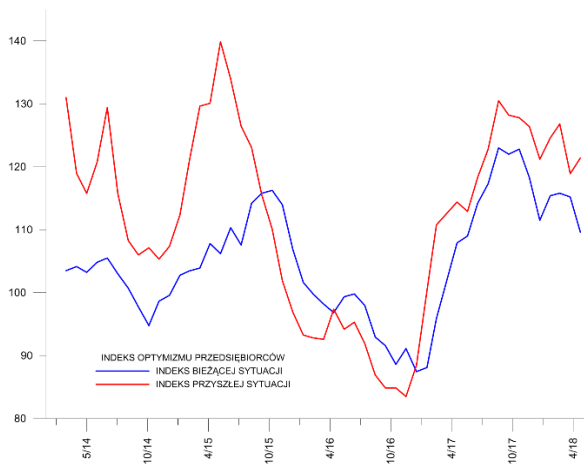


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

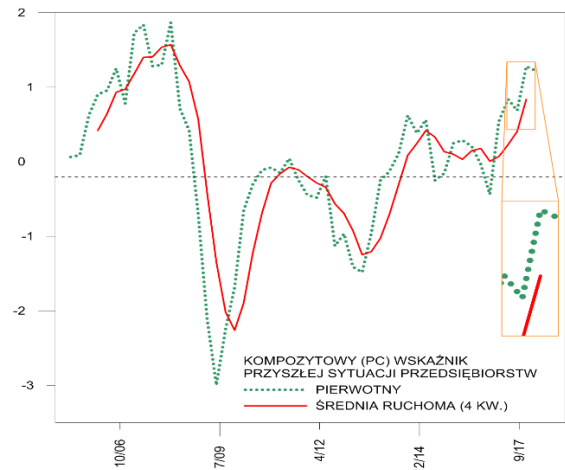
Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS



Rysunek 14 Indeks optymizmu przedsiębiorców



Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Pracodawcy RP oraz Szybkiego Monitoringu NBP. KIP_SM_NBP jest obliczony metodą CF na odsezonowanych danych prognostycznych SM NBP.

Bardzo korzystne wyniki gospodarcze powodują, że wcześniejsze prognozy wzrostu w Polsce na lata 2018-19 zostały istotnie korygowane w górę (por. tab. 1). Większość z nich przewiduje jednak nieco niższe tempo wzrostu PKB w 2018 r. od wyniku ubiegłorocznego. Oczekuje się też powszechnie, że dynamika PKB Polski w 2019 r. będzie niższa niż w 2018 r. Gdyby prognozy te sprawdziły się, oznaczałoby to zatem, że w 2017 r. wystąpiło w naszym kraju maksimum cyklu koniunkturalnego. Zgodnie z tymi scenariuszami osłabienie obecnego tempa wzrostu będzie jednak niewielkie.

Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-19 (w % r/r)

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

1/ Mediana

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

Powstaje oczywiście pytanie, jak powyżej naszkicowana obecna, bardzo dobra, sytuacja makroekonomiczna Polski i korzystne perspektywy przełożą się na sytuację przedsiębiorstw niefinansowych; zwłaszcza na stopień zagrożenia upadłością? Szczegółowo i modelowo odpowiada na to pytanie *Raport Mikro*. Tu warto jednak zwrócić uwagę na pewne niezmiennie uwarunkowania jakościowe.

Po pierwsze, wysoka dynamika PKB zazwyczaj sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Pokazują to zarówno dane krajowe (rys. 1), jak i międzynarodowe (rys. 42).

Po drugie, mimo tej pozytywnej zależności warto jednak wciąż pamiętać, że długi okres dynamicznego wzrostu może prowadzić do nadmiernego optymizmu podmiotów gospodarczych, w tym przedsiębiorstw niefinansowych. W Polsce aktualnie nie przejawia się on jednak w częstym, w takiej sytuacji, zjawisku boomu inwestycyjnego. Powstaje zatem pytanie, czy i w jakiej formie może być on obecny w zachowaniach firm? Brak jest w tym obszarze twardych danych, ale można przypuszczać, że dobra sytuacja gospodarcza jest w stanie „usypiać czujność” przedsiębiorstw i prowadzić np. do zbyt niskich nakładów na przedsięwzięcia innowacyjno-rozwojowe, racjonalizację kosztów i inne działania zabezpieczające, niezbędne w sytuacji pojawienia się w przyszłości negatywnych szoków gospodarczych. Widać to do pewnego stopnia w danych dotyczących efektywności sektora przedsiębiorstw – jego kondycję w bardzo dobrym otoczeniu makroekonomicznym można oceniać jako przeciętną (rys. 14, rys. 24). Zasadne zatem jest pytanie, czy w wyniku działania tych procesów firmy nie utraciły części zdolności do szybkiego dostosowania się do ewentualnych gorszych warunków gospodarczych w przyszłości?

Po trzecie, kolejnym paradoksalnym skutkiem dłuższego okresu wzrostu gospodarczego, zwiększającym zagrożenie upadłością, może być sytuacja na rynku pracy. Jeśli prowadzi ona do sekularnego wzrostu płac, to po pewnym czasie – o ile przedsiębiorstwo nie poradzi sobie z poprawą wydajności – następuje wzrost kosztów wytwarzania, spadek marż i pogarszanie się innych elementów sytuacji finansowej tych podmiotów. Zazwyczaj taki mechanizm nie działa bardzo szybko, ale w perspektywie kilku lat wzrost płac bez stosownego wzrostu wydajności pracy będzie nieuchronnie zwiększał takie ryzyko. Potęguje je to, że ze względu na sytuację globalną musimy także liczyć się z innymi źródłami presji kosztowej – głównie wzrostem cen nośników energii. W efekcie, w polskich przedsiębiorstwach od pewnego czasu obserwujemy wyższą dynamikę kosztów niż przychodów.

Najnowsze dane sugerują jednak, że presja płacowa na rynku pracy ulega pewnemu osłabieniu, a dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw nie przekracza 7% r/r.

1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

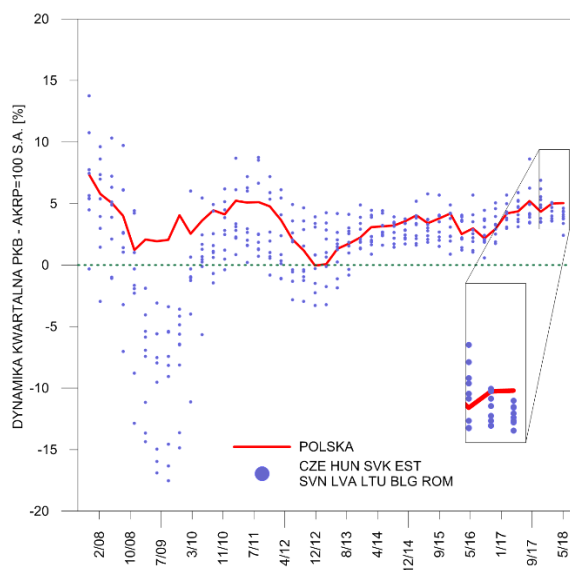
Dostępne dane i prognozy potwierdzają dobre oceny stanu gospodarki światowej w 2018 r. i dobre, choć z możliwością lekkiego osłabienia, perspektywy na 2019 r. Można przewidywać, że przez najbliższy okres jej dynamika będzie zbliżona do 3,7-4% r/r. OECD większość prognoz na 2019 r. skorygowało jednak nieco w dół (o ok. 0,1-0,2 p.p.). Wysoką dynamikę osiągną także kraje rozwijające się (tab. 2). Pozytywne są również oceny stanu gospodarki amerykańskiej i chińskiej, choć pojawiają się tu istotne ryzyka związane m.in. z tzw. wojną celną. Nadal dobra, choć lekko słabnąca, jest kondycja strefy euro; w tym koniunktura w sektorze przedsiębiorstw. Część danych sugeruje jednak możliwość wyraźniejszego pogorszenia sytuacji (por. rys. 18). W szczególności może ono dotyczyć tak ważnej dla koniunktury w Polsce gospodarki Niemiec – oczekuje się dużo niższej niż w 2017 r. dynamiki PKB tego kraju, a indeksy PMI i ZEW są wyraźnie malejące.

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

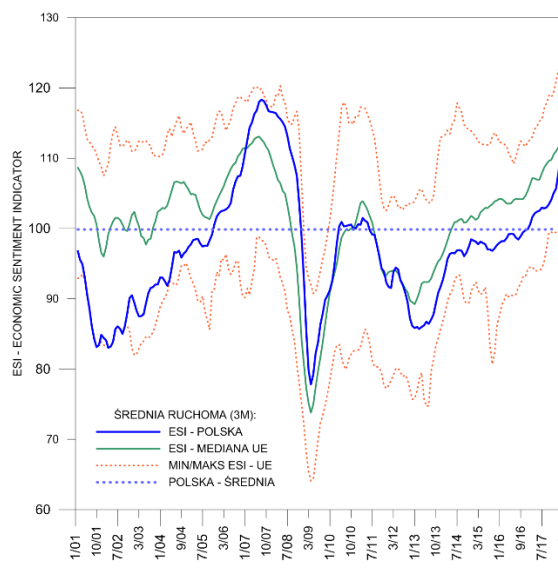
	2017	2018 F	2019 F
Świat	4,0	3,7	3,7
Gospodarki rozwinięte/G20	3,8	4,0	4,1
Strefa euro	2,5	2,0	1,9
Niemcy	2,9	1,9	1,8
USA	2,6	2,9	2,7
Gospodarki wschodzące	4,3	4,5	4,7
OECD	2,7	2,5	2,4
Chiny	6,9	6,6	6,3

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

Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI
wybranych krajach postsocjalistycznych



Źródło: zestawienie na podstawie danych IMF.

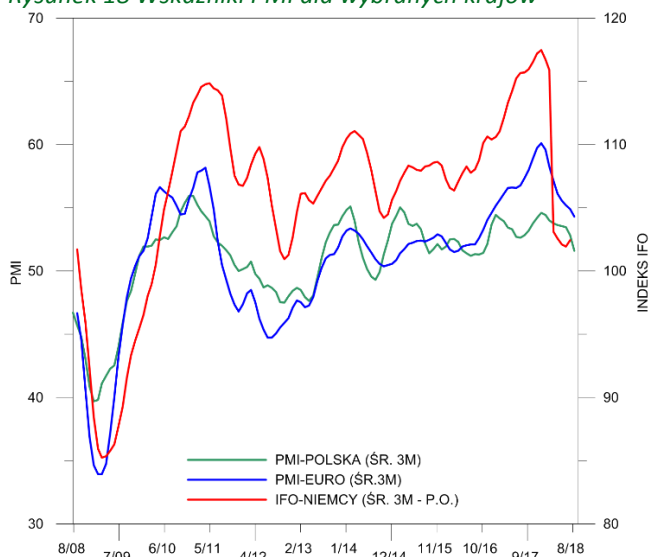


Źródło: zestawienie na podstawie danych Eurostatu

Od pewnego czasu utrzymuje się kilka stałych przyczyn, dla których rozwój części krajów może zostać spowolniony w nadchodzących latach. Po pierwsze, niestabilny jest klimat polityczny w niektórych obszarach świata. Częstsze są także napięcia pomiędzy USA a UE. Po drugie, trudno obecnie przewidzieć, na ile poważne będą konsekwencje problemów w handlu pomiędzy USA i częścią innych krajów, w tym Chin i UE. Po trzecie, Brexit wchodzi w fazę operacyjną tzn. proces będzie wymagał podejmowania już konkretnych decyzji o potencjalnie istotnych skutkach ekonomicznych. Wciąż brak jest jednak ostatecznego porozumienia, czy choćby jego finalnego zarysu. Po czwarte, należy pamiętać, że kryzys finansowy poprzedniej dekady miał negatywny wpływ na dynamikę potencjału w wielu krajach rozwiniętych, a aktywność inwestycyjna nie wróciła do poziomu przedkryzysowego (*investment puzzle*). Sytuacja ta może więc być czynnikiem hamującym dalszy szybki rozwój tych gospodarek; zwłaszcza tam, gdzie zmiany polityczne były radykalne, ale wciąż brak kompleksowego programu reform (m.in. Włochy). Po piąte, część wiodących banków centralnych, w tym FED, wyraźniej odchodzi od luźnej polityki pieniężnej. Może to powodować m.in. spadki cen niektórych aktywów, w tym akcji przedsiębiorstw, pogarszając także globalny klimat inwestycyjny.

Na tle europejskich krajów postsocjalistycznych, Polska gospodarka rozwija się obecnie bardzo dynamicznie i jest liderem. Warto jednak podkreślić, że w II kw. br. zaobserwowano lekki spadek dynamiki wzrostu PKB w tej grupie państw.

Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



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

1.4 POZYCJA CYKLICZNA POLSKIEJ GOSPODARKI

Ocena pozycji cyklicznej polskiej gospodarki jest prowadzona na podstawie analizy i interpretacji zarówno cyklu odchyień¹⁵, 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 produkcji¹⁶ (indeks miesięczny, o stałej podstawie: 2010=100, z wahaniami sezonowymi oraz oczyszczony z wahań sezonowych) oraz indeks PKB¹⁷ i jego składowe (indeks kwartalny, z wahaniami sezonowymi, o stałej podstawie: 2010=100)¹⁸. Opis metodologii prowadzącej do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień zawiera *Raport metodologiczny zespołu makroekonomicznego*¹⁹ 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 miesięcznym²⁰. Wyniki tej analizy sugerują (Rysunek 19 – górny panel) występowanie trzech kolejnych (istotnych ze statystycznego punktu widzenia) długości cyklu dla indeksu produkcji przemysłowej: cyklu o estymowanej długości ok. 2 lata, cyklu o estymowanej długości ok. 3,5 roku oraz cyklu o estymowanej długości ok. 6-7 lat. Cykl o estymowanej długości ok. 14 lat obarczony jest dużą niepewnością estymacji. Estymowane wielkości dwukrotności amplitudy dla zidentyfikowanych cykli o długościach ok. 2; 3,5 oraz 6-7 lat wynoszą odpowiednio: ok. 3%, ok. 6-7% oraz ok. 6-7%.

Wyodrębniony cykl odchyień dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 19 (dolny panel). Zaznaczono na nim również okresy pogarszania koniunktury²¹ 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 λ metody filtracji HP ($\lambda=5500$, $\lambda=12000$, $\lambda=32000$, $\lambda=55000$). Tak przyjęte wartości parametru λ można interpretować jako parametry wzmacniające cykle o długości odpowiednio do: 4,5; 5,5; 7 oraz 8 lat. Porównując otrzymane realizacje cyklu odchyień dla różnych wartości parametru wygładzającego λ 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).

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

¹⁶ Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

¹⁷ Dane zaczerpnięto z portalu Eurostat.

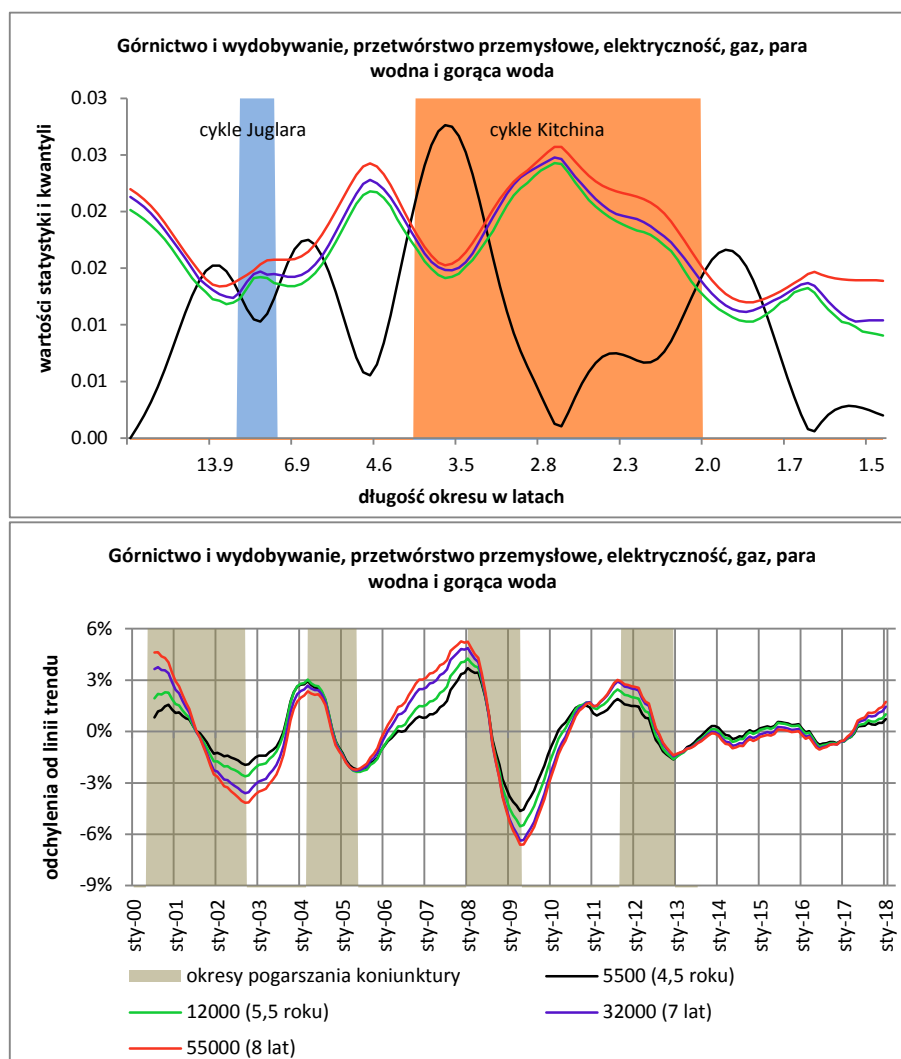
¹⁸ Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

¹⁹ 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.

²⁰ Dane nieoczyszczone z wahań sezonowych.

²¹ 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 19 Cykl odchyłek dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do października 2017 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartością statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel)

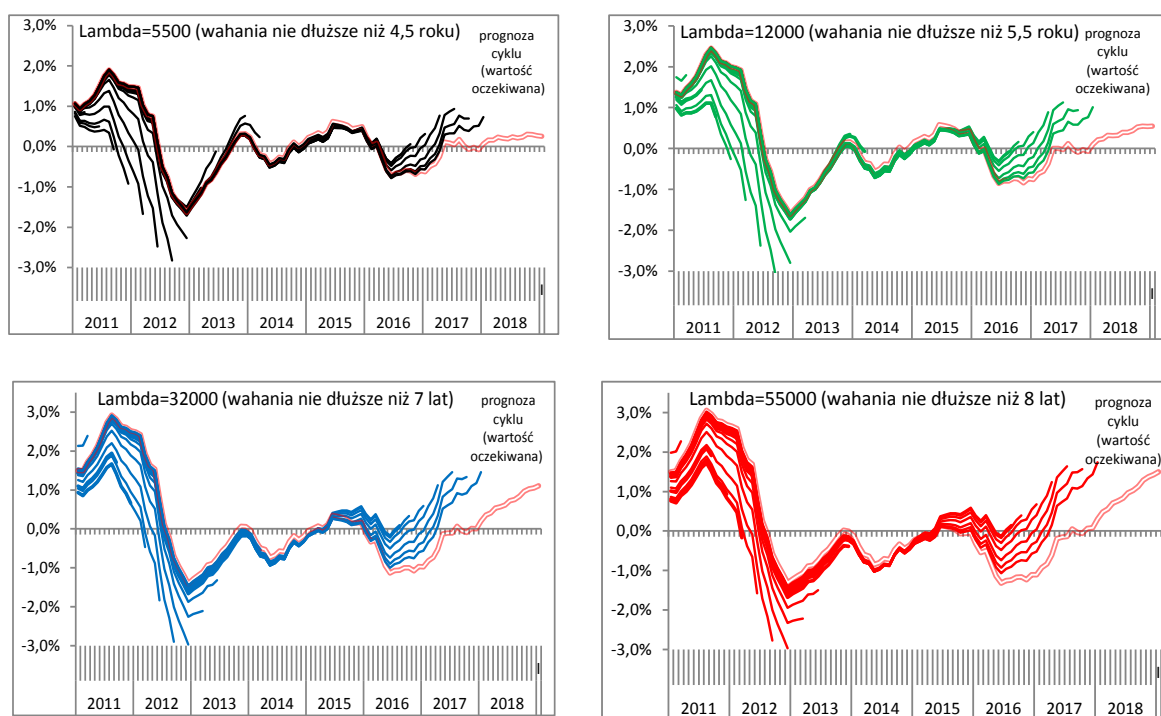


Źródło: Raport Makro.

Rys. 20 przedstawia wartości cykli odchyłek od stycznia 2011 r., otrzymane w bieżącym raporcie i zestawione z wynikami otrzymanymi w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” wraz z prognozą punktową cyklu (linia podwójna) wyznaczoną do stycznia 2019 r. Nowo napływające obserwacje (za maj, czerwiec i lipiec 2018 r.) wpłynęły na podwyższenie ścieżek wartości oczekiwanych cykli odchyłek dla wszystkich parametrów wygładzających λ – w odniesieniu do położenia tych ścieżek w poprzednim raporcie i obejmującym dane o produkcji r/r do kwietnia 2018 r. Dla najniższej wartości parametru wygładzającego λ (tj. uwzględniającego wahania cykliczne do ok. 4,5 roku) prognoza punktową cyklu odchyłek (wartość oczekiwana) wskazuje na stabilizację cyklu odchyłek na poziomie bliskim zera. Z kolei dla wyższych wartości parametru wygładzającego λ prognoza punktową cyklu odchyłek (wartość oczekiwana) wskazuje na tendencję do wzrostu wartości cyklu odchyłek, czyli dalszej ekspansji w produkcji przemysłowej aż do stycznia 2019 r. Wartości cykli odchyłek za ostatnie 3-4 lata wskazują (dla wszystkich wartości parametru wygładzającego λ) na znacznie niższą amplitudę wahań cyklu odchyłek (wynoszącą maksymalnie $\pm 1,5\%$) niż przed tym okresem. Okres ten (3-4 ostatnich lat do stycznia 2018 r.) można scharakteryzować jako okres o utrzymującej się dobrej koniunkturze z podokresami o niewielkich wahaniami związanymi ze zmianami koniunktury.

Rys. 20 przedstawia bieżące zegary wahań cyklicznych dla indeksu produkcji ogółem. Punkty zegara nie wykazują tak regularnego ruchu po okręgu (jak to miało miejsce przed rokiem 2014). W wariancie klasycznym ostatnie punkty zegara oscylują pomiędzy pierwszą a drugą ćwiartką układu współrzędnych, co wskazuje na wyhamowanie tendencji do poprawy koniunktury w produkcji przemysłowej. Punkty zegarów w wariancie klasycznym oscylują jednak 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 3-4 latach, a przez to niższy udział tych wahań w tendencji rozwojowej. Zegary cyklu dla produkcji przemysłowej w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej (dla wszystkich parametrów wygładzania). Wskazuje to na systematyczny wzrost wielkości indeksu produkcji przemysłowej (z pominięciem wahań sezonowych) w rozważanym okresie na zegarze cyklu.

Rysunek 20 Cykle odchyłeń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2011 r. z bieżącego raportu oraz publikowane w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”



Źródło: Raport Makro.

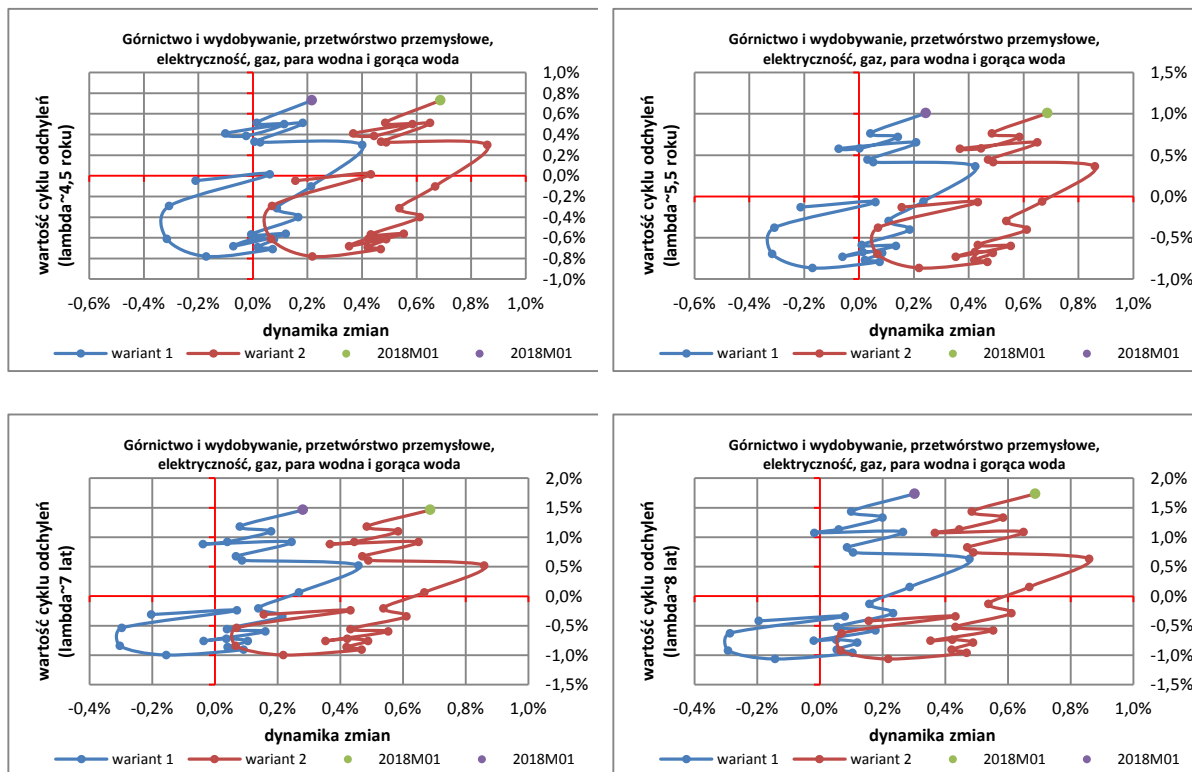
W kolejnym kroku analizie poddano miesięczne wartości indeksu o stałej podstawie produkcji ogółem (2010=100), oczyszczonego z wahań sezonowych²². Analiza ta ma na celu próbę poszerzonego scharakteryzowania aktualnej pozycji cyklicznej w produkcji ogółem, poprzez uwzględnienie w cyklu odchyłeń dodatkowych obserwacji (do lipca 2018 r.). Wyodrębniony cykl odchyłeń przedstawiono graficznie (por. rys. 22).

Analiza dynamiki cyklu odchyłeń wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych (por. rys. 22) pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich 4 lat (do lipca 2018 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 połowy 2017 r. do lipca 2018 r. roku widoczna jest tendencja do stabilizacji wartości cyklu odchyłeń dla cykli o długości

²² Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

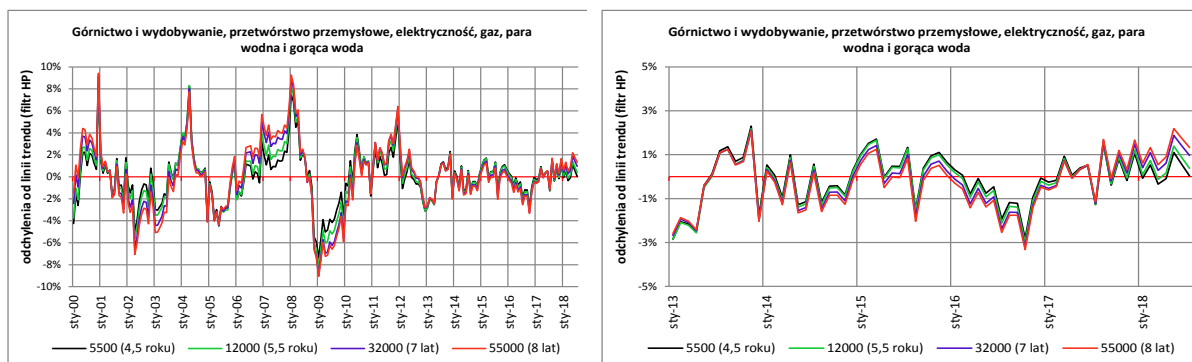
do 4,5 roku oraz cykli o długości do 5,5 roku. W przypadku cykli dłuższych (tzn. o długości do 7 oraz 8 lat) widoczna jest tendencja do nieznacznego wzrostu wartości cyklu odchylen produkcji przemysłowej.

Rysunek 21 Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem



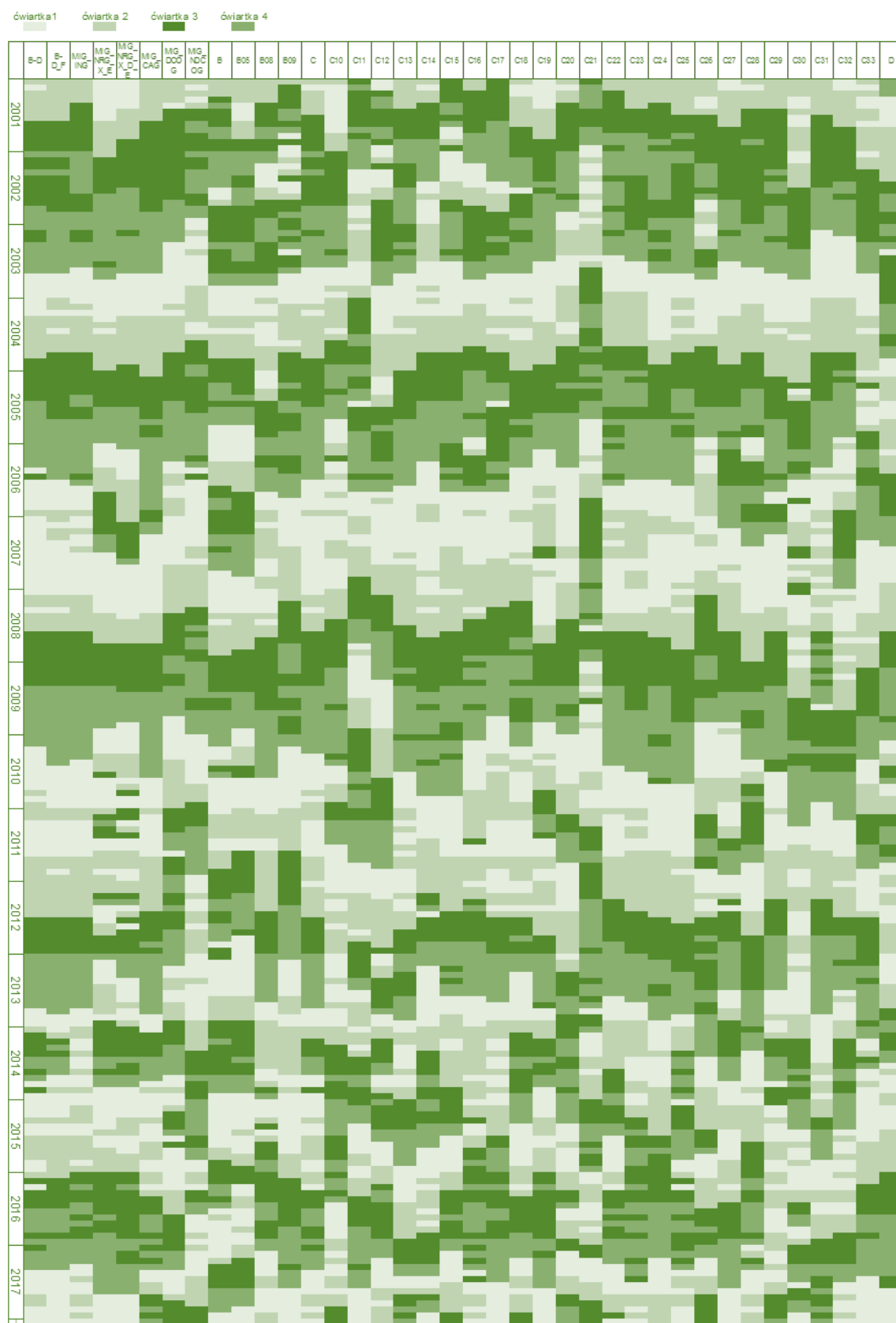
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 22 Cykl odchylen w okresie: styczeń 2000 r. – lipiec 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – lipiec 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

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



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

Źródło: Raport Makro.

Bardziej szczegółową analizę cykli w analizowanych działach produkcji (i nową w stosunku do wcześniejszych wersji raportu) przedstawia rys. 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 λ w filtrze HP.

Ten sposób wizualizacji bardzo ułatwia syntetyczną ocenę stanu koniunktury w poszczególnych kwartałach. Przykładowo, wiersz „bardzo jasny” sygnalizuje kwartał, w którym w większości działów koniunktura jest dobra. W bieżącym okresie jedynie 11 działów produkcji znajduje się w recesji, to jest o pięć działów więcej w porównaniu z analizami zawartymi w poprzednim raporcie. Okres ekspansji należy przypisać 14 działom produkcji, to jest o 11 mniej w porównaniu z poprzednią wersją raportu. W fazie odbudowy znajduje się 12 działów produkcji.

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

Interpretując w niniejszy sposób powyższy wykres można zauważyć, że układ kolorów w jego górnej (początek obecnego stulecia) oraz dolnej części (okres ostatnich kilku lat) różni się. Po pierwsze, na dole rysunku mniej jest dużych obszarów o jednolitym kolorze. Po drugie, dominują „odcienie” jaśniejsze. Oznacza to, że obecny okres charakteryzuje lepszy stan koniunktury na poziomie sektorowym, a sytuacja w poszczególnych sektorach jest bardziej zdywersyfikowana. Powstaje zatem pytanie o przyczyny tej zmiany rozkładu sektorowego stanu koniunktury.

Analizy oparte na danych ankietowych pokazują, że od czerwca do września 2018 r. ogólny klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym oceniany jest optymistycznie. Analogiczna sytuacja rysuje się dla budownictwa oraz dla działalności finansowej i ubezpieczeniowej. W handlu i naprawach pojazdów samochodowych, transporcie i gospodarce magazynowej, zakwaterowaniu i gastronomii oraz obsłudze rynku nieruchomości wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury wykazuje w dalszym ciągu tendencję do wzrostu wartości (w okresie ostatnich 2-4 lat) – jednak z pewnymi oznakami wyhamowania tej tendencji.

W ramach badania pozycji cyklicznej kategorii makroekonomicznych analizie poddano także indeks PKB wraz z jego składowymi²³ (o stałej podstawie, 2010=100) niewyrównany sezonowo. Jej wyniki wskazują że:

- W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara (za IV kwartał 2017 r.) w wariancie klasycznym kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych (dla wszystkich przyjętych wartości parametrów wygładzających). Wskazuje to na dalszą poprawę koniunktury. Jednak odchylenie cyklu od ogólnej tendencji rozwojowej jest niewielkie i nie przekracza 1% w ostatnich trzech latach (dla wszystkich parametrów wygładzających metody HP). Należy zaznaczyć, iż niskie odchylenie cyklu jest dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki.
- Cykl odchyień produktu krajowego brutto wskazuje w dalszym ciągu (w odniesieniu do wyników prezentowanych w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”) na wyraźne występowanie w polskiej gospodarce cykli krótkich o długości ok. 3-4 lat.
- W ostatnich trzech latach wzrost PKB można scharakteryzować jako stabilny w czasie. Na podstawie położenia punktów zegara dla PKB w wariancie 2, średni kwartalny (z kwartału na kwartał) wzrost PKB w ostatnich trzech latach do IV kwartału 2017 r. włącznie – jest szacowany na ok. 1,0%.
- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy (dla niskich wartości parametrów wygładzających) przejście ostatnich punktów zegara do drugiej ćwiartki układu współrzędnych lub zbliżenie się do tej ćwiartki, co wskazuje na wyhamowanie tendencji do oddalania się cyklu odchyień (o długości ok. 3-5 lat) dla spożycia prywatnego od ogólnej tendencji rozwojowej.
- W przypadku akumulacji brutto oraz nakładów brutto na środki trwałe, ostatnie punkty zegara (IV kwartał 2017 r.) kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych. Wskazuje to na poprawę koniunktury do IV kwartału 2017 r.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 3-4 latach obserwujemy w dalszym ciągu niską amplitudę wahań cyklu odchyień. Położenie ostatnich punktów zegara w wariancie klasycznym wskazuje wyraźnie na pogorszenie koniunktury w eksporcie oraz imporcie towarów i usług.

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

Podsumowując, powyższa analiza wahań cyklicznych produktu krajowego brutto oraz jego głównych składowych pozwala na scharakteryzowanie pozycji cyklicznej w polskiej gospodarce (na koniec II kwartału 2018 r.) jako okresu dalszej poprawy koniunktury, z oznakami pojawiania się górnego punktu zwrotnego cyklu odchyień.

²³ Por. *Raport Makro – Dodatek*.

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

Perspektywy rozwojowe pogorszyły się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Działem szczególnie zagrożonym, a więc o wysokim prawdopodobieństwie spadku produkcji w analizowanym horyzoncie, jest sekcja „Dóbr związanych z energią poza sekcją D i E” oraz podobnie jak w poprzedniej edycji raportu „Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego” oraz cała sekcja D, to jest „Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”. W całym horyzoncie prognozy prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie, na co wskazywano też w poprzedniej edycji raportu. Nakreślona przez prognozy ścieżka rozwoju branży górniczej wskazuje na nieznaczną poprawę jesienią 2018 r. Pod koniec analizowanego horyzontu prognozy ścieżka prognoz powraca do wartości wskazujących na spadek produkcji. Poważnie zagrożona wydaje się też cała sekcja D, dla której prawdopodobieństwo spadku produkcji jest wysokie i może osiągnąć wartość 0,73 w analizowanym horyzoncie. Wyniki zawarte w tabeli 1.2 dla tego działu wskazują na trwałość tendencji spadkowej. W drugim półroczu horyzontu prognozy dział będzie się rozwijać wolniej niż w pierwszym półroczu z prawdopodobieństwem 0,85.

W przypadku handlu zagrożenie wystąpieniem ujemnych dynamik r/r jest mniejsze niż w przypadku produkcji przemysłowej. Najślabszy rozwój w analizowanym horyzoncie należy przypisać „Sprzedaży detalicznej komputerów, urządzeń peryferyjnych etc.” W tym dziale handlu prawdopodobieństwo spadku może nieznacznie przekraczać wartość 0,5 i nie jest mniejsze od wartości 0,26. To wysokie prawdopodobieństwo spadku handlu dotyczy grudnia 2018 r. Wraz ze wzrostem horyzontu prognozy to prawdopodobieństwo stopniowo, choć nieregularnie, jednak maleje. W tej perspektywie sektor handlowy będzie dynamicznie się rozwijać niemal w każdym dziale. Prawdopodobieństwo ujemnego tempa zmian należy określić jako relatywnie niskie w horyzoncie prognozy.

W przypadku budownictwa dobre tendencje rozwojowe należy przypisać zarówno „Budownictwu związanemu ze wznoszeniem budynków” jak i sekcji infrastrukturalnej. Sytuacja w tym dziale poprawia się konsekwentnie od początku roku 2017. Prawdopodobieństwo spadku nie przekracza wartości 0,35 w całym horyzoncie prognozy. W dziale „Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej” prawdopodobieństwo spadku produkcji jest podobne. W efekcie sektor budownictwa ogółem charakteryzować się będzie solidnym rozwojem przynajmniej do jesieni 2018 r., czyli do końca analizowanego horyzontu. W drugim półroczu horyzontu prognozy sektor będzie się rozwijać jednak wolniej niż w pierwszym.

Prezentowana w raporcie prognoza tempa zmian produkcji przemysłowej wskazuje na utrzymanie się dodatniego i stabilnego tempa wzrostu w całym horyzoncie prognozy. Prognozy punktowe tempa wzrostu produkcji przemysłowej oscylują wokół wartości 5% r/r .

W przypadku dynamiki sprzedaży detalicznej prognozy wskazują na dalszą tendencję na spadkową. W kolejnych miesiącach może nastąpić wyhamowanie tempa wzrostu. Dolne krańce 90% przedziałów

prognozy przyjmują wartości ujemne od połowy br., w drugim kwartale 2019 r. prognozy punktowe wskazują na tempo wzrostu sprzedaży detalicznej niższe niż 5%.

1.6 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, natomiast zmalała w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. Dominują przedsiębiorstwa małe (60,7%) co do liczby i dynamiki zmian – za nimi są średnie oraz duże (rys. 24). Biorąc pod uwagę liczbę pracujących struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (60,0%), następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych.

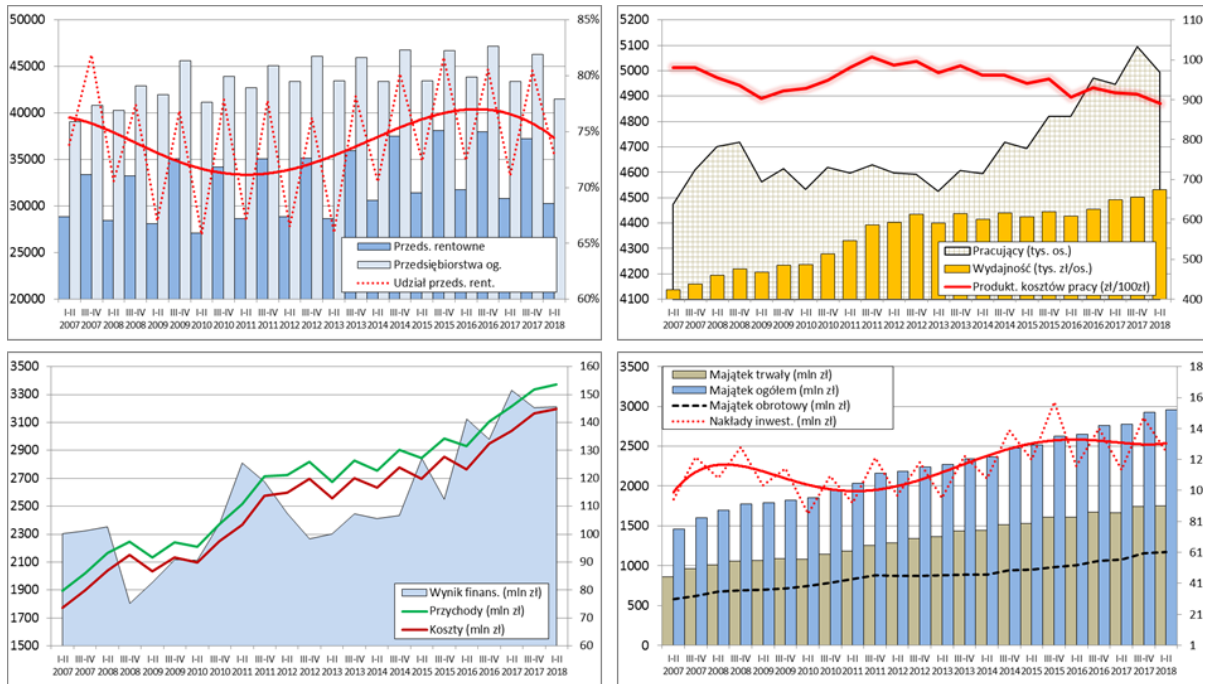
W I p. 2018 r. zmalał udział liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej średnioterminowo liczbie pracujących nie towarzyszy adekwatny wzrost wydajności pracy – malała produktywność kosztów pracy. Przychody rosną w tempie wyższym niż koszty, jednak zostało to zakłócone ostatnią obserwacją i zawężono pole wzrostu wyniku finansowego netto.

Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem i majątek trwały. Ten ostatni z mniejszą intensywnością, wobec zahamowania wzrostu nakładów inwestycyjnych. Wzrost przychodów pociąga za sobą wyższy przyrost należności jak zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny przyrasta równomiernie, wzrasta także w średnim okresie stopa wartości dodanej (por. rys. 24).

Widoczną tendencją krótkoterminową jest poprawa struktury majątkowo-kapitałowej, której towarzyszy długoterminowy wzrost zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań. Płynność bieżąca i szybka, mimo lekkich spadków, pozostają na stabilnych poziomach, podobnie jak wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje zmiany bez wskazania jednoznacznie kierunku – dotyczy to w mniejszym stopniu rentowności operacyjnej aktywów. Produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) wykazuje krótkoterminową stabilizację, wobec długoterminowego trendu spadkowego (por. rys. 25).

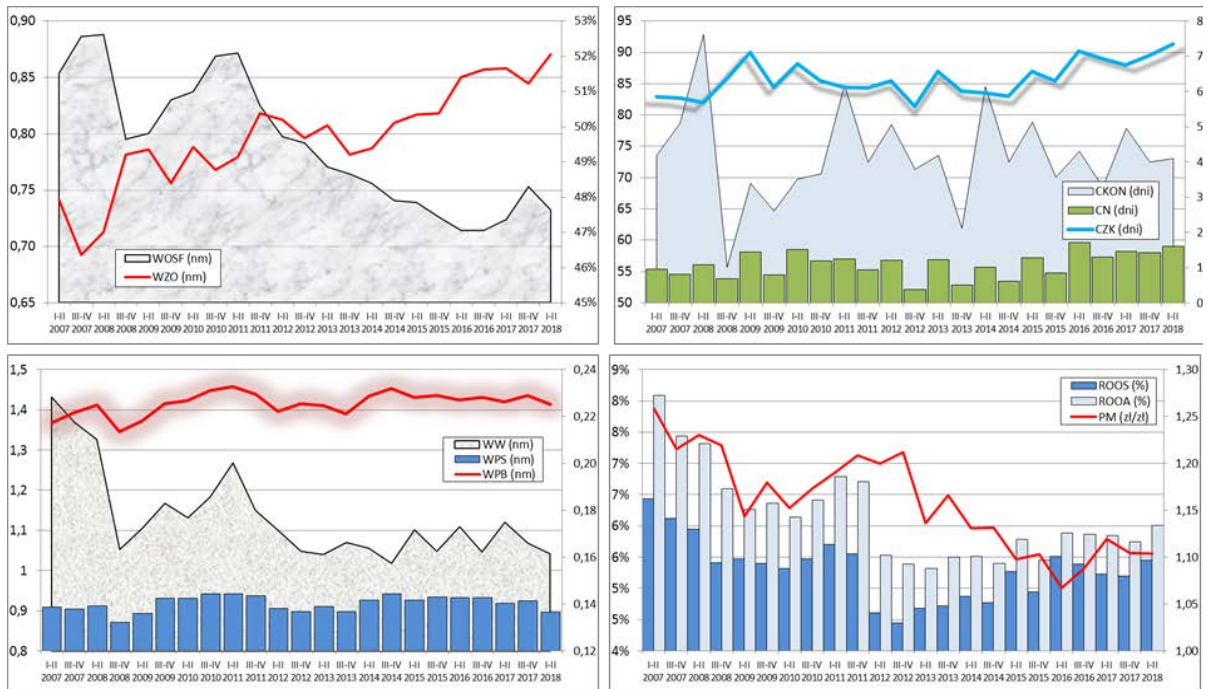
Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w I p. 2018 r. charakteryzuje w nieznacznym stopniu poprawa wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w II p. 2017 r. (uwaga: dla obu okresów w ujęciu r/r – zmiana do zmiany). Pole powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na analizowanych wskaźnikach finansowych zwiększyło się o +1,8%, a w ujęciu rodzajów działalności dotyczyło handlu i usług. Korzystniejsze rezultaty uzyskano w 4 na 10 wskaźników. W produkcji pogorszenie wartości wskaźników finansowych – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło -17,9%, a istotne negatywne zmiany dotyczyły wypłacalności, płynności szybkiej i bieżącej. W handlu odnotowano znaczącą poprawę wartości wskaźników finansowych (pole powierzchni +47,2%), które dotyczyło 7 z 10 z nich (zwłaszcza rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz cyklu należności). Względem szczególnie niekorzystnej sytuacji w poprzednich okresach, obraz zmian w usługach (pole powierzchni +27,3%) wykazuje pewne pozytywne zmiany. Poprawa dotyczyła głównie rentowności operacyjnej sprzedaży, długości cyklu zobowiązań krótkoterminowych oraz płynności szybkiej (5 z 10 wskaźników) – por. rys. 26.

Rysunek 24 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.)



Źródło: Raport Mikro.

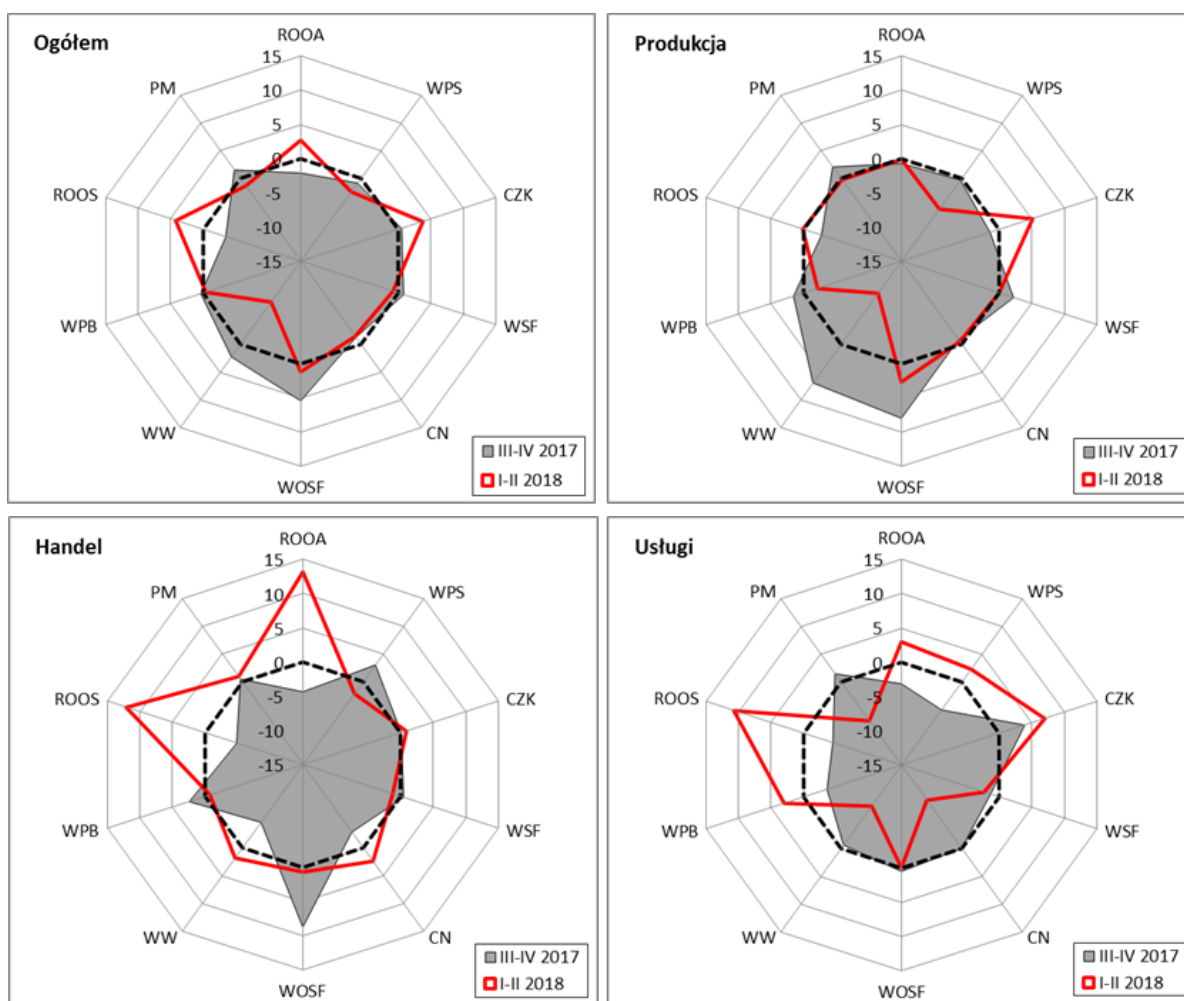
Rysunek 25 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)



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 26 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2017 oraz I p 2018 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)



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

Źródło: *Raport Mikro*.

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

II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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

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

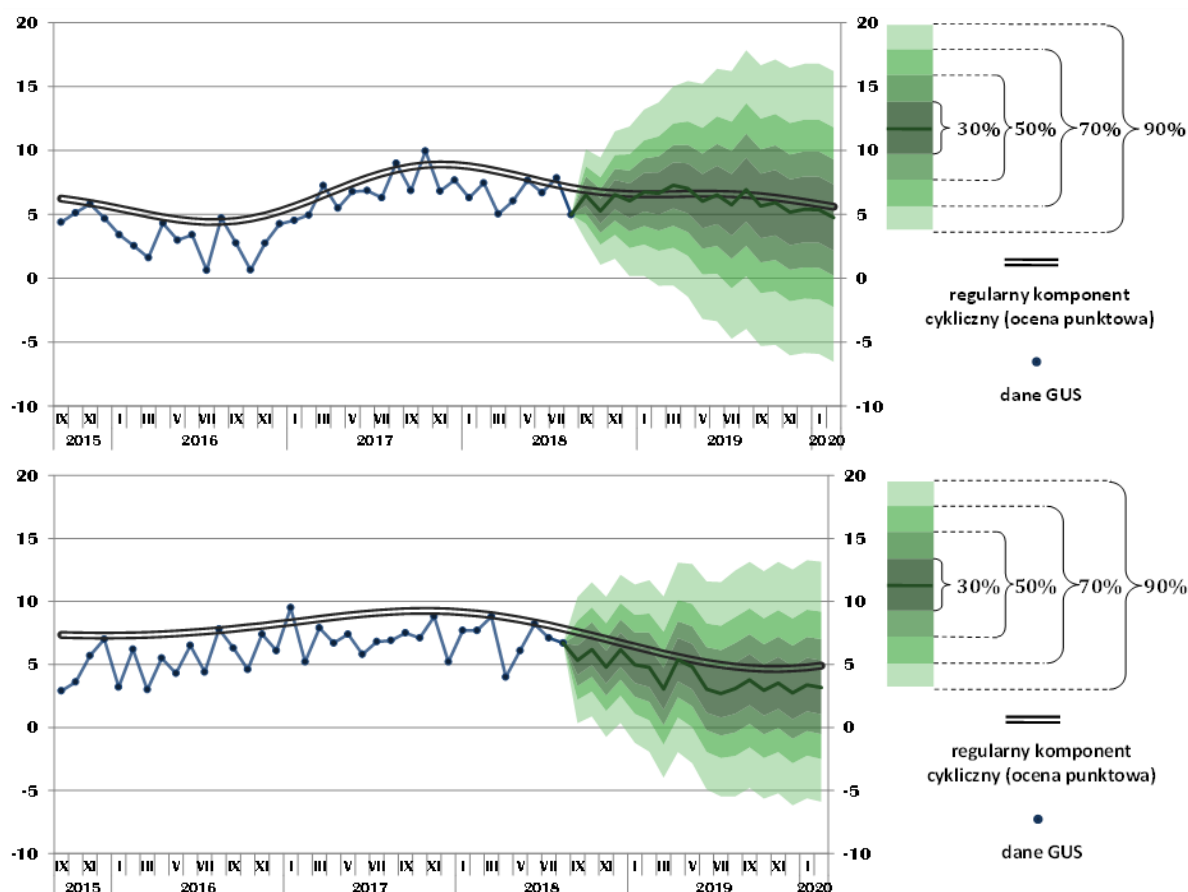
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznanymi parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie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

Analizie poddano obserwacje z okresu od początku 1999 roku do sierpnia 2018 r. (dane miesięczne) lub drugiego kwartału 2018 r. (dane kwartalne) włącznie. 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 27 (górny panel) ilustruje prognozę dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskaną na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Przebieg ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne minimum tempa wzrostu (r/r) wystąpiło w drugiej połowie 2016 r. Po tym okresie widoczna jest faza przyspieszenia tempa wzrostu, zakończona w czwartym kwartale 2017 r. Tendencja do spowolnienia trwa aż do końca horyzontu predykcji, przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego pozostają przez cały ten okres powyżej swojego minimum z 2016 r. Można też zauważyć, iż w pierwszej połowie 2019 r. przebieg regularnego komponentu cyklicznego jest bardzo spłaszczony. W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu r/r produkcji przemysłowej powinno nieznacznie przekraczać 5%, przy czym możliwe są krótkookresowe odchylenia od tej tendencji. Należy podkreślić, że prognoza ta obarczona jest znaczną niepewnością: dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne w drugiej połowie 2019 r. i później. Górne krańce 50% przedziałów prognozy oscylują wokół wartości 10% od pierwszego kwartału 2019 r. do końca horyzontu predykcji.

Rysunek 27 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r ; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)



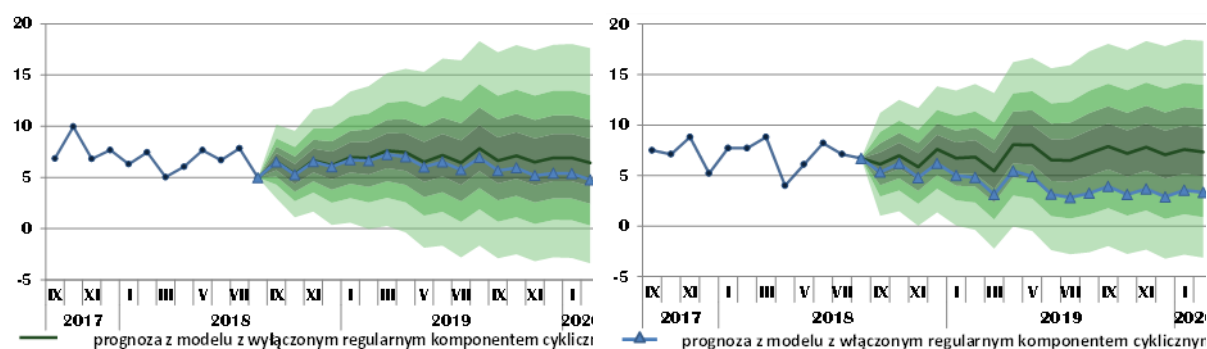
Źródło: Raport Makro.

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. rys. 27). W horyzoncie predykcji widoczne jest odwrócenie tej

tendencji tj. obniżenie (dodatniego) tempa wzrostu sprzedaży detalicznej, przy czym przewiduje się wystąpienie dolnego punktu zwrotnego regularnego komponentu cyklicznego w czwartym kwartale 2019 r. – jest wtedy widoczne minimum przebiegu regularnego komponentu cyklicznego w całym analizowanym okresie na poziomie około 5%. Prognozy punktowe dynamiki sprzedaży detalicznej są dodatnie w całym horyzoncie predykcji, choć od lipca 2019 r. nie przekraczają 5%. Prognozy punktowe wskaźnika realnej dynamiki r/r sprzedaży detalicznej są dodatnie w całym horyzoncie predykcji, jednak leżą poniżej oszacowań regularnego komponentu cyklicznego. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca, iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r.

W przypadku sprzedaży detalicznej wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego daje niewielki – biorąc pod uwagę niepewność predykcji – efekt w przypadku produkcji przemysłowej.

Rysunek 28 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel - produkcja przemysłowa, prawy panel - sprzedaż detaliczna) [%] r/r

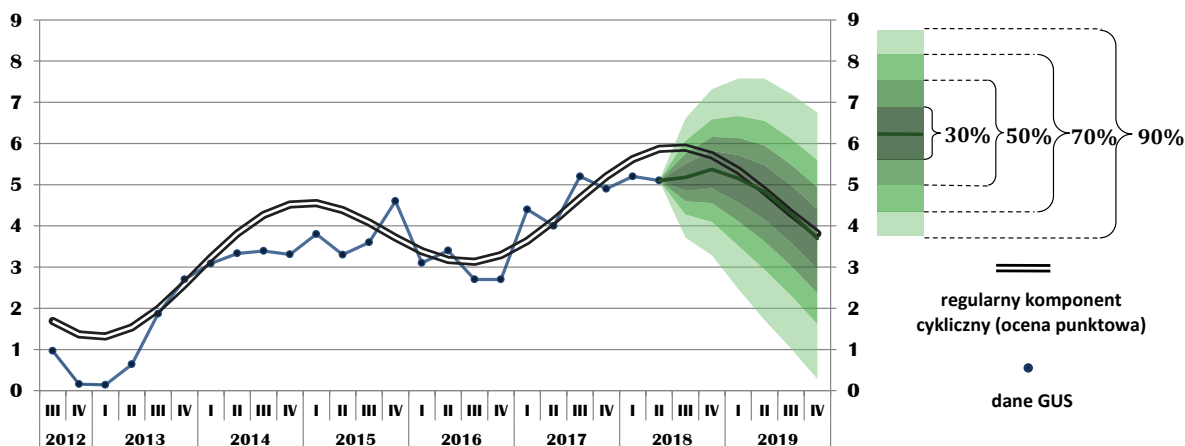


Źródło: Raport Makro.

2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

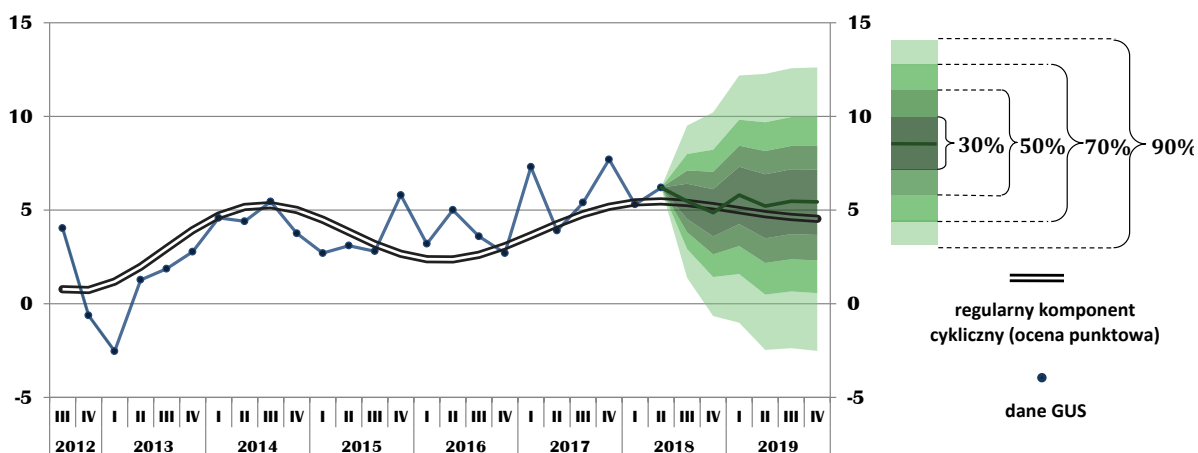
Rysunek 29 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy przewiduje początkowo utrzymanie się wysokiego (tj. zbliżonego do ostatnich odczytów) tempa wzrostu PKB, a następnie wyhamowanie dynamiki wzrostu. Prognozy punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują wystąpienie górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB w trzecim kwartale br. Prognozy punktowe omawianego wskaźnika wskazują na wystąpienie widocznego obniżenia tempa wzrostu PKB począwszy od drugiego kwartału 2019 r. Prezentowana prognoza przewiduje osiągnięcie tempa wzrostu PKB nieco poniżej 4% r/r w IV kwartale 2019 r. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy pozostają dodatnie w całym horyzoncie predykcji.

Rysunek 29 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 30 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



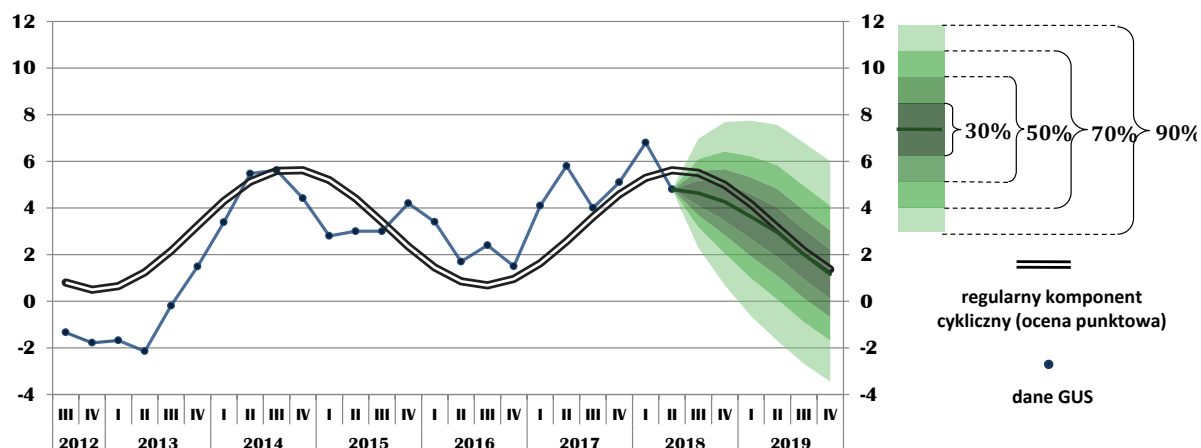
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 30 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. Przebieg historycznych wartości omawianego wskaźnika sugeruje jednak, iż w ostatnich latach dynamika wartości dodanej brutto w tej sekcji pozostaje pod wpływem silnie zarysowanych wahań krótkookresowych, zaś wahania typu cyklicznego są słabiej widoczne. Z tego względu oceny i prognozy regularnego komponentu cyklicznego wskazują na coraz bardziej spłaszczony przebieg cyklu. Dlatego też trudno jednoznacznie wskazać kolejne minima i maksima cyklu wzrostu, choć przebieg regularnego komponentu cyklicznego może sugerować wystąpienie dolnego punktu zwrotnego cyklu wzrostu w pierwszej połowie 2016 r. oraz wystąpienie górnego punktu zwrotnego w drugim kwartale br. Analizując prognozy punktowe można stwierdzić, iż w całym horyzoncie predykcji tempo wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle będzie zbliżone do 5% r/r (przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy samego wskaźnika są podobne). Ze względu na wyraźne wahania krótkookresowe, prognoza tempa wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle wykazuje dość znaczącą niepewność *ex ante*, jednak dolne krańce 70% przedziałów prognozy są dodatnie w całym horyzoncie predykcji.

W przypadku popytu krajowego (rys. 31) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne maksimum tempa wzrostu tej wielkości miało miejsce pod koniec 2014 r. W IV kwartale 2016 r. nastąpiło odwrócenie tendencji spadkowej, co zostało potwierdzone

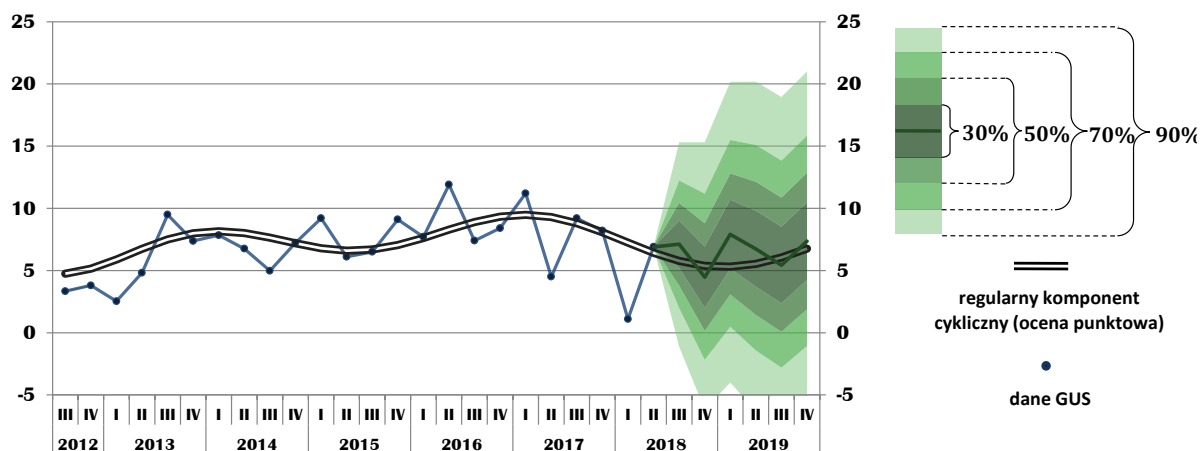
znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu w pierwszej połowie 2017 r., po czym w III kwartale ub. r. było widoczne przejściowe obniżenie tempa wzrostu. Obserwacja z II kwartału br. wskazuje na ponowne obniżenie tempa wzrostu – według prezentowanych prognoz będzie ono miało bardziej trwały charakter (co nie wyklucza krótkookresowych wahań). Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego wskazują na wystąpienie w II kwartale br. górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu popytu krajowego.

Rysunek 31 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności



Źródło: Raport Makro.

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



Źródło: Raport Makro.

W okresie predykcji przewidywana jest też dominacja ogólnej tendencji spadkowej w dynamice r/r popytu krajowego, przy czym w czwartym kwartale 2019 r. osiąga ona wartości wyraźnie poniżej 2%. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest znacząca. Obecna prognoza może pozostawać także pod znacznym wpływem ostatniej obserwacji (tj. wyraźnego ujemnego szoku w dynamice r/r), a rewizje danych mogą spowodować zmianę datowania punktów zwrotnych oraz ocenę relatywnych sił tendencji wzrostowych i spadkowych.

W przypadku eksportu (rys. 32) po zaobserwowaniu znacznego obniżenia dynamiki w drugim kwartale ub. r., widoczny był powrót do wyższego tempa wzrostu a następnie ponowne, wyraźne obniżenie w I kwartale br., po którym nastąpił powrót do wysokich wartości tempa wzrostu. Obserwacje z ostatnich lat nie dają się wobec tego w wiarygodny i jednoznaczny sposób sklasyfikować pod kątem faz cyklu wzrostu. Przedstawione oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego sugerują co

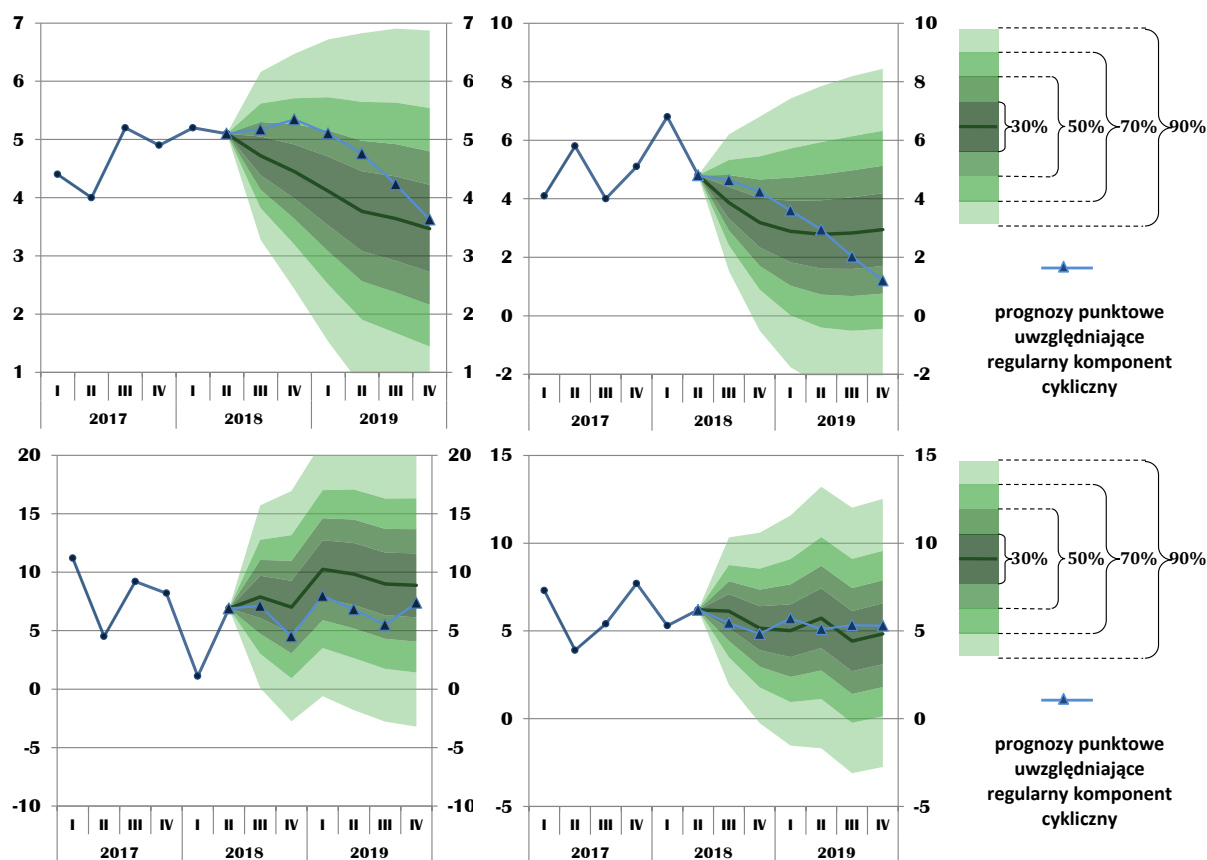
prawda, iż obecnie trwa wyhamowanie tempa wzrostu, zaś w okresie prognozy wystąpi dolny punkt zwrotny i odwrócenie tej tendencji – jednak napływ nowych danych może spowodować znaczną modyfikację takiego określenia pozycji cyklicznej. W okresie predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję odzwierciedlającą powrót do średniej (tj. utrzymanie dynamiki na poziomie nieznacznie przekraczającym 5% r/r). I w tym przypadku taki rezultat pozostaje jednak pod silnym wpływem ostatnich obserwacji.

Zaprezentowane powyżej prognozy dynamiki produkcji przemysłowej oraz wartości dodanej brutto w przemyśle są względnie spójne, choć w przypadku danych kwartalnych przewidywane spowolnienie tempa wzrostu jest nieco słabiej zaznaczone. Jednakże tempo wzrostu przewidywane na koniec horyzontu predykcji jest w obu przypadkach zbliżone. Jakościowo spójne są również prognozy dla sprzedaży detalicznej oraz popytu krajowego, przewidujące spowolnienie tempa wzrostu.

2.4 KRÓTKOOKRESOWE PROGNOZY DANYCH KWARTALNYCH Z WYŁĄCZONYM ELEMENTEM CYKLICZNYM

Dla zmiennych o częstotliwości kwartalnej wyłączenie komponentu cyklicznego ma duży wpływ na prognozy w przypadku produktu krajowego brutto oraz popytu krajowego. Różnica jest mniejsza w przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (por. rys. 33).

Rysunek 33 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.

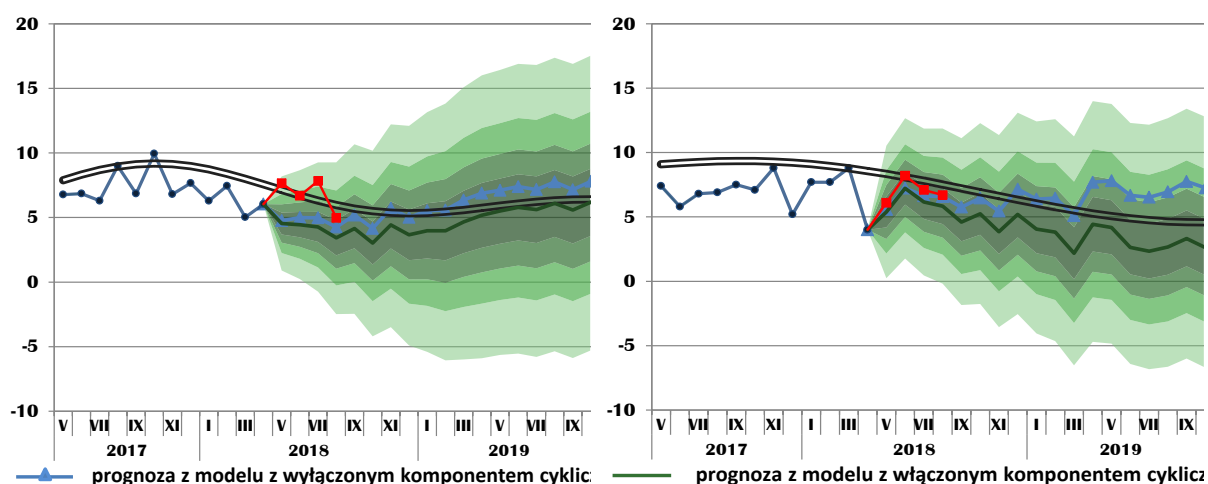
W przypadku PKB wyłączenie komponentu cyklicznego skutkuje tym, iż co prawda ścieżka centralna prognozy na koniec horyzontu predykcji (tj. w IV kwartale 2019 r.) osiąga podobną wartość co w prognozie z cyklicznością (ok. 3,5% r/r), jednak wcześniejsze wartości są wyraźnie niższe: spowolnienie tempa wzrostu widoczne jest już od III kwartału br. W przypadku popytu krajowego wyłączenie komponentu cyklicznego sprawia, iż tendencja do spadku dynamiki ujawnia się szybciej. Jednak również szybciej wygasa jej wpływ. Prognoza bez cykliczności przewiduje więc obniżenie dynamiki popytu krajowego drugiej połowie br. a następnie jej stabilizację w całym 2019 roku na poziomie ok. 3%. Prognoza z cyklicznością przewiduje jednak, iż w IV kwartale 2019 r. tempo wzrostu popytu krajowego będzie zbliżone do 1%. (por. rys. 29).

Dla eksportu oraz wartości dodanej brutto w przemyśle, prognozy punktowe otrzymane z wyłączeniem komponentu wykazują zbliżoną tendencję do prognoz z komponentem cyklicznym. Dla eksportu przewidywane tempo wzrostu jest w wariancie bez cykliczności wyższe, zaś w przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle – zbliżone. Dla wartości dodanej brutto w przemyśle obydwa warianty prognoz przewidują przebieg prognoz, który nie wykazuje wyraźnej tendencji. Taki efekt można interpretować jako równoważenie się czynników wzrostowych oraz spadkowych w dynamice produkcji.

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 (rys. 34) widoczne są pewne różnice pomiędzy tymi wskaźnikami. Dla sprzedaży detalicznej prognozy w obydwu wariantach były bardzo zbliżone i *ex post* okazały się trafne. Dla produkcji przemysłowej obserwacje za maj, czerwiec oraz lipiec br. były natomiast wyraźnie wyższe od prognoz. Prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym były nieco dokładniejsze.

Rysunek 34 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)



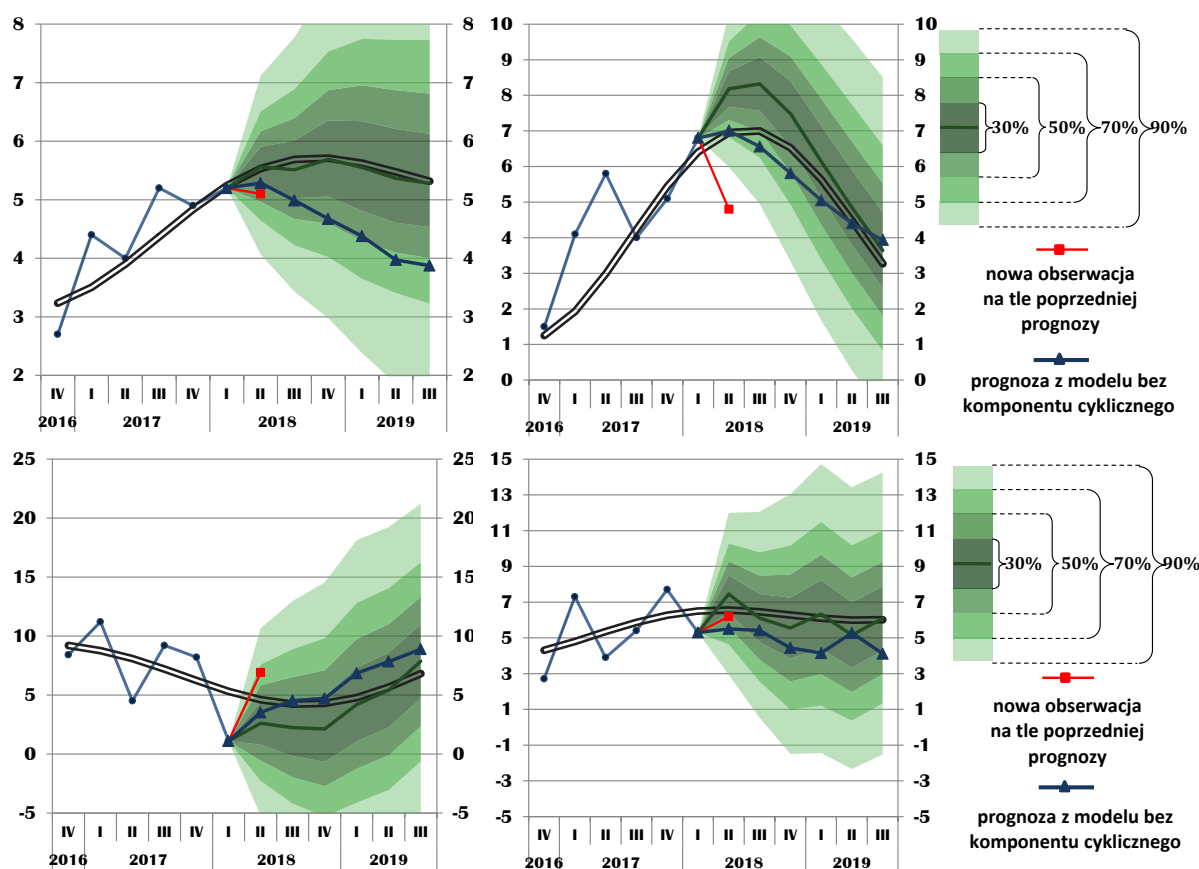
Źródło: Raport Makro.

Można natomiast zauważyć, że zrealizowane obserwacje były bardzo zbliżone do ocen regularnego komponentu cyklicznego. Ten ostatni efekt może sugerować błąd specyfikacji w procesie krótkookresowych odchylen od regularnego komponentu cyklicznego. W związku z tym można

stwierdzić, iż ostatnie odczyty produkcji przemysłowej sugerują negatywną weryfikację hipotezy o lokalnym spowolnieniu tempa wzrostu produkcji w połowie br., sugerowaną przez wyniki prezentowane w poprzedniej edycji.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Pierwsze odczyty danych za drugi kwartał br. sugerują, iż we wszystkich przypadkach prognozy z wyłączonej cyklicznością okazały się bardziej trafne. Szczególnie duża różnica dotyczy prognozy popytu krajowego – z tego względu aktualna prognoza popytu krajowego z cyklicznością tak znacząco odbiega od prognozy z poprzedniej edycji. W mniejszym zakresie taki efekt widoczny jest też w przypadku prognozy PKB. Dla PKB oraz wartości dodanej brutto w przemyśle zrealizowana wartość zawiera się w 50% przedziale prognozy, zaś dla eksportu – w 70% przedziale. W przypadku popytu krajowego oraz eksportu błędy prognoz mogą być związane z wzmiankowanym już zwiększeniem amplitudy wahań krótkookresowych w ostatnim okresie (rys. 35).

Rysunek 35 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.

Prognozy pochodzące z modeli z cyklicznością powinny być ostrożnie interpretowane, zwłaszcza w odniesieniu do popytu krajowego, gdzie duży wpływ może wywierać ostatnia obserwacja – z tego względu hipoteza o wystąpieniu wyraźnej i trwałej tendencji do spowolnienia w dynamice popytu krajowego (odzwierciedlająca prognozę z modelu z cyklicznością) wymaga dalszej weryfikacji. W przypadku dynamiki PKB rozbieżność pomiędzy wariantami prognoz nie jest aż tak duża (biorąc pod uwagę niepewność predykcji). W tym kontekście należy zwrócić uwagę na kwantyfikację niepewności prognozy widoczną w poniższej tabeli w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyleń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczone kursywą).

Zaprezentowane powyżej prognozy przewidują dwa różne warianty przyszłej dynamiki PKB: model z cyklicznością przewiduje utrzymanie obecnego, wysokiego tempa wzrostu jeszcze przez dwa kolejne kwartały, po czym ma nastąpić wyhamowanie tempa wzrostu. Model bez cykliczności przewiduje, że wyhamowanie dynamiki PKB będzie widoczne wcześniej.

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

	2018		2019			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	5.17	5.35	5.10	4.76	4.23	3.63
	0.9	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0
	4.72	4.45	4.12	3.77	3.65	3.49
	0.9	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1
Wartość dodana brutto w przemyśle	5.46	4.83	5.72	5.10	5.33	5.30
	2.5	3.3	4.0	4.5	4.6	4.6
	6.13	5.16	5.02	5.74	4.44	4.85
	2.6	3.3	4.0	4.5	4.6	4.7
Popyt krajowy	4.64	4.24	3.60	2.95	2.02	1.20
	1.4	2.1	2.6	2.8	2.9	2.9
	3.87	3.17	2.87	2.77	2.82	2.94
	1.4	2.2	2.8	3.1	3.3	3.4
Eksport	7.11	4.50	7.97	6.81	5.50	7.38
	5.0	6.5	7.4	8.1	8.2	8.3
	7.90	7.04	10.26	9.86	9.01	8.87
	4.8	6.0	6.7	7.1	7.2	7.4

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

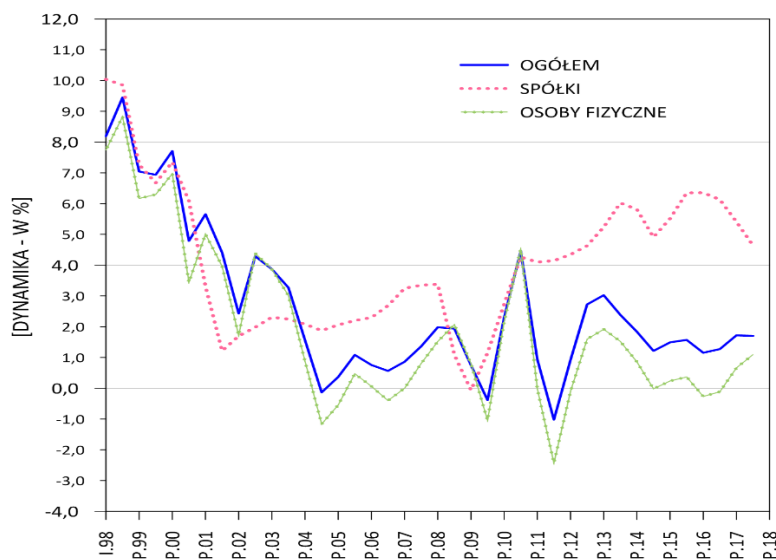
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej zostaną przedstawione podstawowe informacje dotyczące demografii przedsiębiorstw – zarówno analizowanej próby, jak i firm objętych ewidencją REGON. W kontekście analizy zagrożenia upadłością jest to ważne przynajmniej z trzech powodów. Po pierwsze, doświadczenia międzynarodowe pokazują, że ponadprzeciętna dynamika kreacji przedsiębiorstw na ogół jest dobrym predyktorem późniejszego wzrostu liczby upadłości. Po drugie, statystyki upadłości sądowych są dosyć niedoskonałym przybliżeniem faktycznej skali zjawiska w gospodarce. Dzieje się tak z kilku powodów, ale jednym z najważniejszych jest to, że na liczbę postępowań silny wpływ ma prawodawstwo, w tym jego zmiany, i praktyka sądowa. W Polsce problemem jest m.in. to, że przepisy dopuszczają sytuację, w których firmy są „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 I półrocze 2018 r.

3.2 PEŁNA ZBIOROWOŚĆ REGON

Interpretacja danych GUS nt. rejestru REGON z I p. 2018 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwy 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.

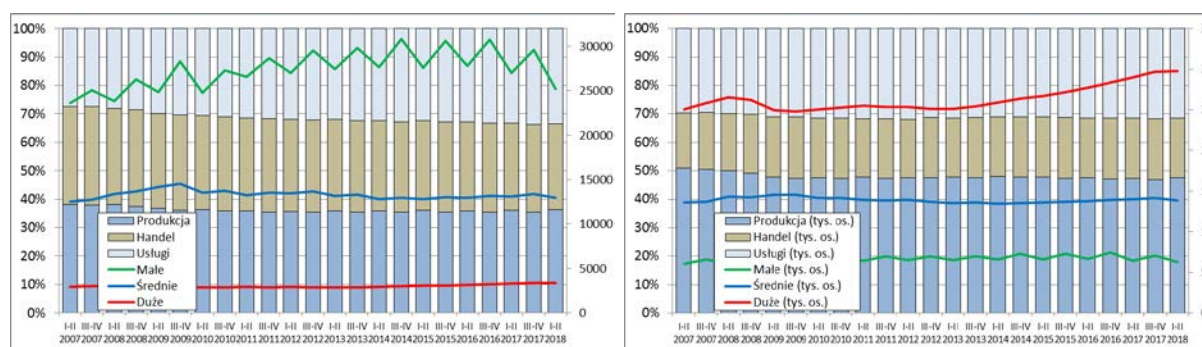
Rysunek 36 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)



D_OGOLEM_AORP – przedsiębiorstwa ogółem, D_SPRAZ_AORP – spółki razem, D_OSFIZ_AORP – osoby fizyczne
Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw w I p. 2018 r. tworzy 41 490 podmiotów (25 199 małych, 12 922 średnich i 3 369 dużych), w ujęciu trzech rodzajów działalności (produkcja 15 072, handel 12 499, usługi 13 919). Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy, natomiast zmalała w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. Dominują przedsiębiorstwa małe (60,7%) co do liczby i dynamiki zmian – za nimi są średnie oraz duże. Biorąc pod uwagę liczbę pracujących, struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (60,0%), następnie średnie oraz małe. Średnioterminowo wzrosła liczba pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych. Najwięcej pracujących jest w działalności produkcyjnej (47,5%), a dalej w usługach oraz w handlu. Struktura według rodzajów działalności nie wykazuje zasadniczo istotnych zmian (zmniejszenie udziału produkcji na rzecz handlu i usług) – rys. 37.

Rysunek 37 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości



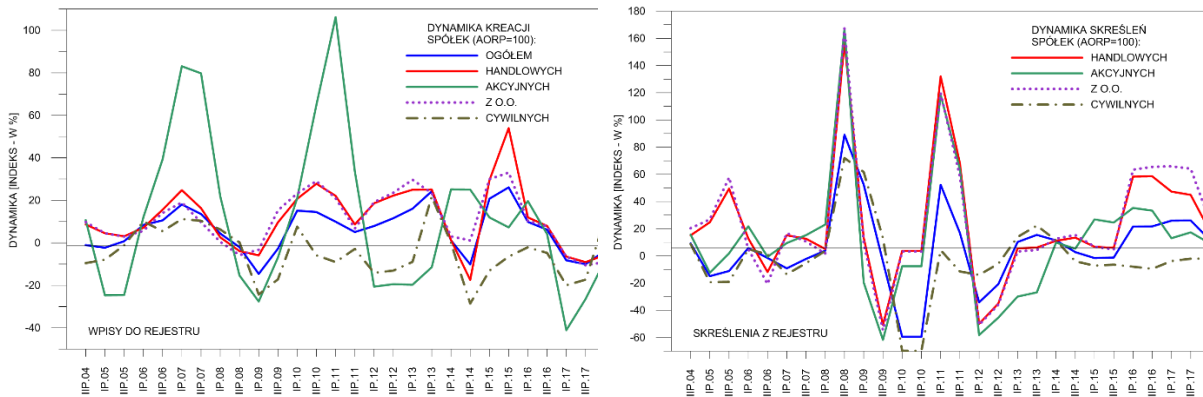
Źródło: Raport Mikro.

3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

W I p. 2018 r. odnotowano zmniejszenie r/r liczby sądowych postępowań upadłościowych (SPU) o 14, co w strukturze SPU wpłynęło na zmniejszenie r/r liczby postępowań we wszystkich rodzajach postępowań z wyjątkiem przyspieszonych postępowań układowych i sanacyjnych. Niepokojący jest wzrost wartości odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU) do poziomu zbliżonego do maksymalnego obserwowanego poziomu w całym okresie analizy z wyraźnie zarysowanym trendem wzrostowym od II p. 2015 roku. W I p. 2018 r. wartość SPU osiągnęła poziom 423 postępowań, co jest wartością nieznacznie niższą od poziomu SPU w II p. 2012 roku, kiedy osiągnął maksymalną wartość. W I p. 2018 r. nastąpiło zmniejszenie r/r SPU oraz OU we wszystkich rodzajach działalności z wyjątkiem handlu gdzie nastąpił jego wzrost.

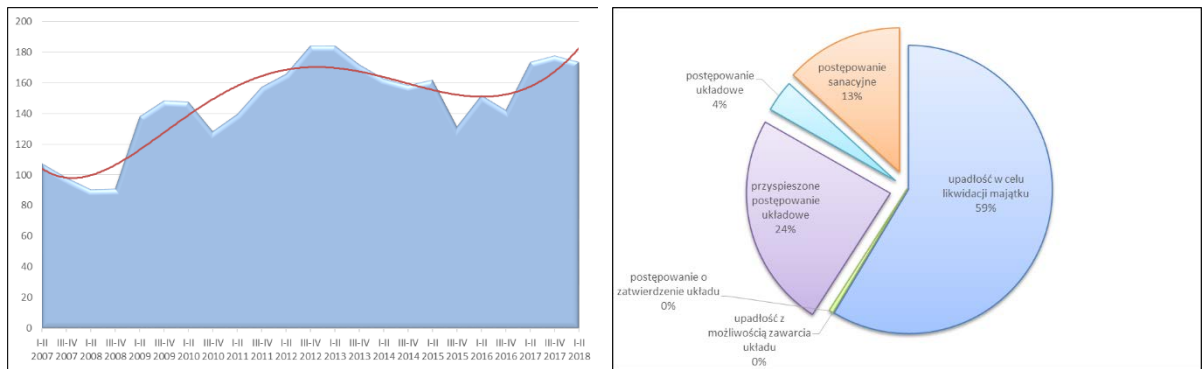
Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w II p. 2017 r. odnotowano w działalności usługowej (141), następnie w produkcyjnej (117) i handlowej (109). Zarówno w produkcji, jak i w handlu wartości SPU kształtowały się na poziomach maksymalnych od 2010 r. Analiza branżowego barometru upadłości (BBU) wskazuje także na jego ponadprzeciętną wartość w całym analizowanym okresie jedynie w usługach, z zarysowaną tendencją wzrostową do 2013 r., w którym została przełamana odwracając trend zmian na malejący i kształtując wartość BBU w I p. 2018 r. na poziomie najniższym od 2010 r. (1,12). W produkcji obserwowana jest wyraźna tendencja zmniejszania stopnia koncentracji zjawiska upadłości, natomiast w handlu obserwowana od 2015 r. tendencja wzrostowa kształtując wartość BBU dla handlu na poziomie 0,96.

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



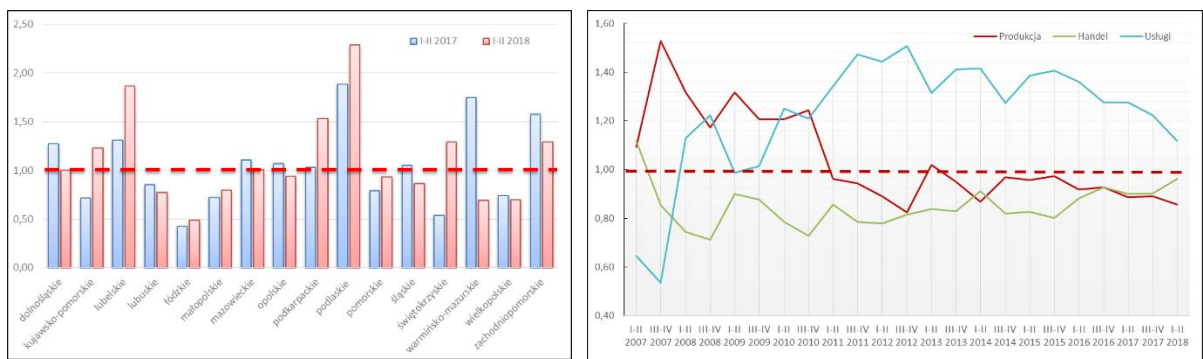
Źródło: obliczenia własne na danych GUS

Rysunek 39 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 40 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i I p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzaju działalności



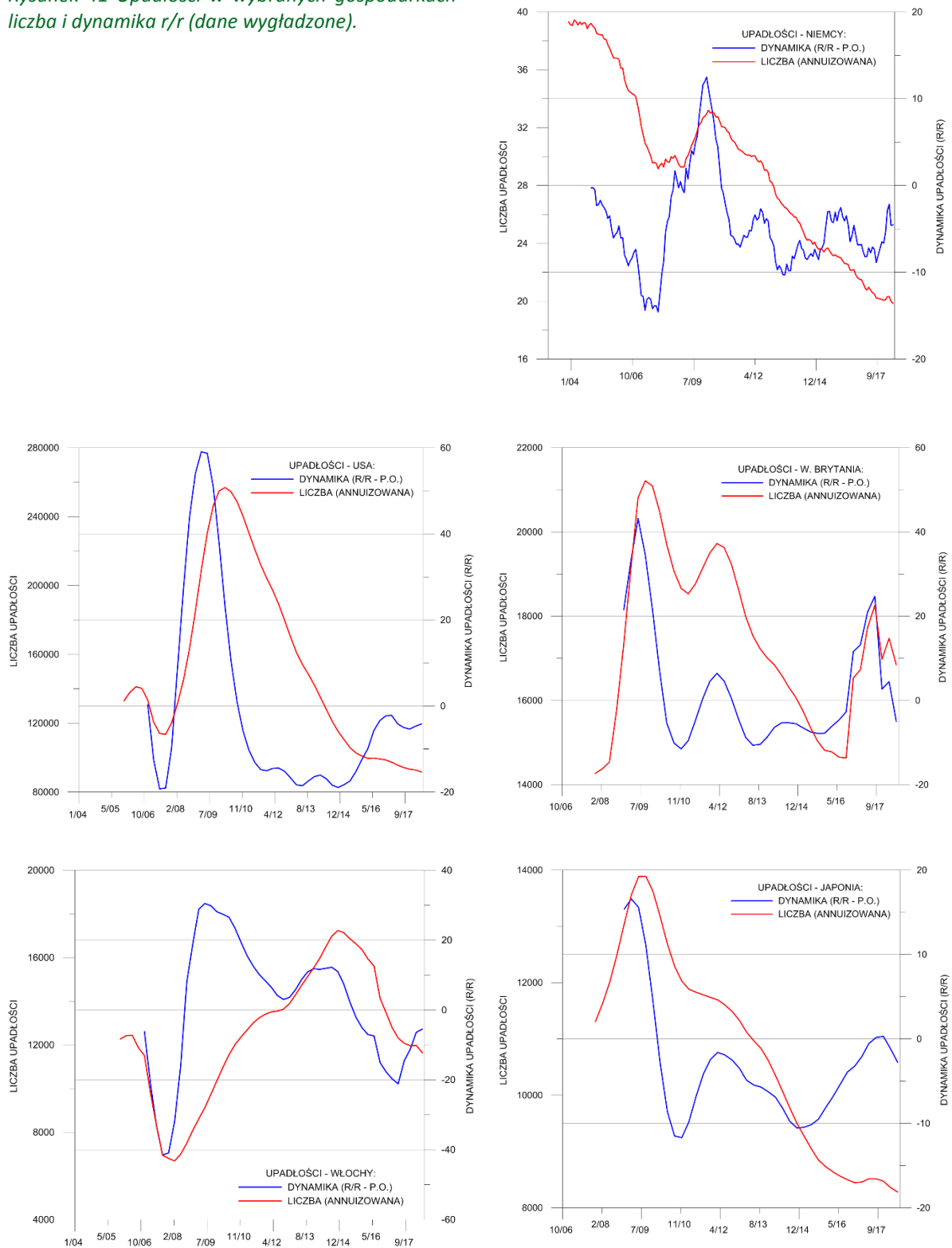
Źródło: Raport Mikro.

Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby r/r w 7 województwach a w 9 zmniejszenie. Najwięcej postępowań w I p. 2018 r. odnotowano w województwie mazowieckim a największy wzrost r/r w województwach kujawsko-pomorskim i podkarpackim. Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w I p. 2018 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 7 województwach, a jego najwyższy poziom w woj. podlaskim i lubelskim. W 8 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Dobre perspektywy wzrostu gospodarki światowej powodują, że nie rośnie ryzyko niewypłacalności w skali globalnej. Według prognoz Euler-Hermes na 2018 r. liczba upadłości firm na świecie ma spaść w stosunku do 2017 r. o 1%.

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



Ze względu na niewielki wzrost tej kategorii w 2017 r. (1% r/r/) i widoczne tendencje w największych gospodarkach można oczekiwać, że w 2018 r. liczba ta będzie zbliżona do odnotowanej w 2016 r. Analiza ta wskazuje jednak na niekorzystny trend w obszarze upadłości dużych przedsiębiorstw (obroty powyżej 50 mln euro) – w 2017 r. zbankrutowało łącznie 321 takich przedsiębiorstw o łącznych obrotach przekraczających 100 mld euro. Zdarzenia te miały miejsce głównie w sektorach: Usług, Handlu detalicznego, Produkcji artykułów spożywczych i Budownictwa. Warto zauważyć, że podobną strukturę zagrożenia upadłością obserwujemy także w Polsce (por. *Raport Mikro*).

W związku z pewnym pogorszeniem klimatu gospodarczego w niektórych krajach rozwiniętych, w II kw. 2018 r. zaobserwowano w nich pewne lekkie symptomy wzrostu dynamiki upadłości (por. rys. 41). Są to jednak cały czas dynamiki ujemne, a w części z tych krajów liczby upadłości wciąż są na bardzo niskich – historycznie – poziomach.

Na bazie powyższych danych warto też zwrócić uwagę na istotną okoliczność, mającą wpływ na obserwowane dynamiki upadłości w Polsce. Zauważmy bowiem, że w większości analizowanych tu krajów liczba upadłości jest o rząd wielkości większa niż w naszej gospodarce. Rozbieżności tej nie da się jednak (z wyjątkiem USA) tłumaczyć różnicami w potencjale gospodarczym; tym bardziej, że dużo więcej takich firm jest m.in. w Rumunii i Bułgarii. Paradoks powyższy wynika z odmienności prawa upadłościowego i nastawienia społecznego do samej upadłości. Także zmiany prawa upadłościowego w Polsce w 2016 r. a nie tylko czysto ekonomiczne przyczyny, mogą więc być powodem wzrostu odsetka upadłości ze względu na „konwergencję” do innych standardów upadłości.

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. Sytuacja jaka zaistniała w I p. 2018 r. opisana jest wzrostem zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Stopień zagrożenia krytycznie zbliżył się do prognozy wyznaczającego wysoki stopień zagrożenia oraz punktu kulminacyjnego (I p. 2013 r.). Prognozy krótkoterminowe zakreślają trend dalszego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów²⁴ (rys. 43).

W I p. 2018 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały znaczący wzrost stopnia zagrożenia upadłością – zarówno do okresu analogicznego, jak i do okresu poprzedniego. Spowodowane to było niekorzystną sytuacją w usługach²⁵. Ogólna ocena przechodzi z neutralnej w kierunku możliwego wzrostu zagrożenia. Występują okresowe, dość znaczne wahania wartości stopnia zagrożenia. Możliwa jest ponowna zmiana fazowości – korzystniejsza sytuacja przypadła dotychczas na pierwsze półrocza roku. Prognozowany jest do I p. 2019 r. dalszy wzrost zagrożenia.

Przedsiębiorstwa średnie ogółem wykazały wzrost zagrożenia, zbliżając się do jego poziomu wysokiego i punktu kulminacyjnego (I p. 2013 r.). Ogólna ocena przyjmuje wydanie ostrzeżenia, głównie z powodu sytuacji w usługach. W I kw. 2018 r. obniżenie zagrożenia jako krótkookresowa stabilizacja, z wartościami stopnia zagrożenia nadal bliskimi prognowi poziomu wysokiego. Występują okresowe, dość silne wahania w usługach i handlu, co przy ich niskiej amplitudzie w produkcji, przenosi się na poziom ogółem. Oczekiwane jest w okresie III kw. 2018 r. – II 2019 r. zmniejszenie średniego rocznego stopnia zagrożenia.

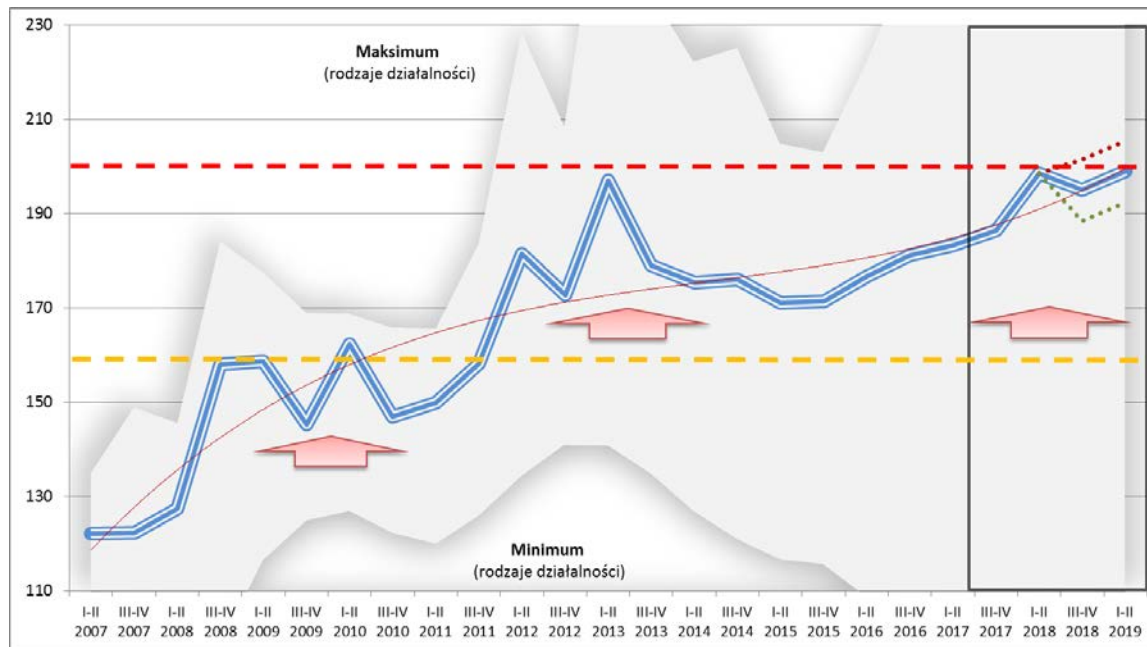
Przedsiębiorstwa duże w I p. 2018 r. opisuje wzrost stopnia zagrożenia upadłością w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, a jego poziom (ostrzegawczy) wykazuje słabą długookresową

²⁴ Szczegółowe analizy i wnioskowanie ze sformułowaniem ocen dotyczących poszczególnych klas wielkości przedsiębiorstw według rodzaju działalności oraz wybranych sekcji PKD (działów GN) zawarto w dalszej części opracowania – Raportie z badań w obszarze mikroekonomicznym. Przedstawiono także podstawowe założenia oceny stopnia zagrożenia, istniejące uwarunkowania jej przeprowadzania oraz zakres możliwych porównań.

²⁵ Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości).

tendencję wzrostu. W II kw. 2018 r. wzrost zagrożenia r/r spowodowany zmianami w produkcji i usługach. Ogólna ocena jest negatywna, z wartościami zbliżającymi się do progu wysokiego stopnia zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa. Oczekiwane jest w okresie III kw. 2018 r. – II 2019 r. zwiększenie stopnia zagrożenia

Rysunek 42 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.



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

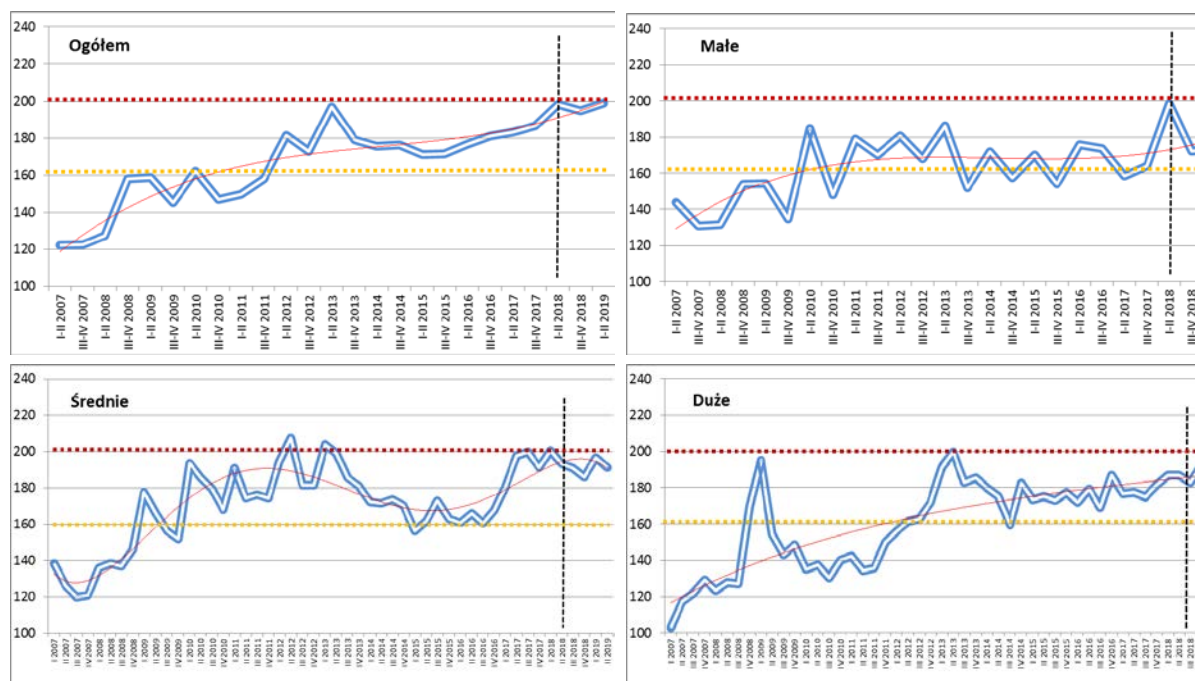
Źródło: Raport Mikro.

W produkcji występują pełzające zmiany, z okresowymi wahaniami o małej intensywności (poziom ostrzegawczy). W I p. 2018 r. odnotowano wzrost zagrożenia. Scenariusz neutralny zakłada utrzymanie obecnego poziomu zagrożenia, a scenariusz pesymistyczny jego wzrost. W usługach w I p. 2018 r. nastąpił dalszy wzrost zagrożenia – poziom wysoki, jako wynik średniookresowej tendencji wzrostowej. Scenariusz neutralny zakłada kontynuację tendencji wzrostu zagrożenia, a scenariusz pesymistyczny go pogłębia. W handlu oczekiwane jest długookresowe obniżanie stopnia zagrożenia. Scenariusz neutralny zakłada utrzymanie tej tendencji lub co najmniej stabilizację krótkoterminową. Scenariusz pesymistyczny przynosi gorsze oczekiwania, bez wyraźnego przejścia do fazy wzrostowej.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) widoczna w I p. 2018 r. poprawa sytuacji r/r nastąpiła tylko w budownictwie oraz nieznacznie w górnictwie i wydobywaniu. W górnictwie i wydobywaniu występuje okresowa stabilizacja. Scenariusz neutralny zakłada jej kontynuację. W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię scenariusz neutralny zakłada znaczne wahania stopnia zagrożenia podtrzymujące jego tendencję wzrostową. W przetwórstwie przemysłowym przewidywane są wzrosty zagrożenia o niskiej dynamice. Scenariusz neutralny zakłada krótkookresową stabilizację. W budownictwie scenariusz neutralny – pomimo zakładania dość znacznych wahań okresowych – wskazuje na krótkookresową stabilizację. W transporcie i gospodarce magazynowej scenariusz neutralny zakłada osłabienie dynamiki wzrostu zagrożenia. W informacji i komunikacji, która

historycznie charakteryzowała się najniższym stopniem zagrożenia, nastąpił wzrost zagrożenia wpisujący się jednak w krótkoterminową stabilizację (rys. 44).

Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)



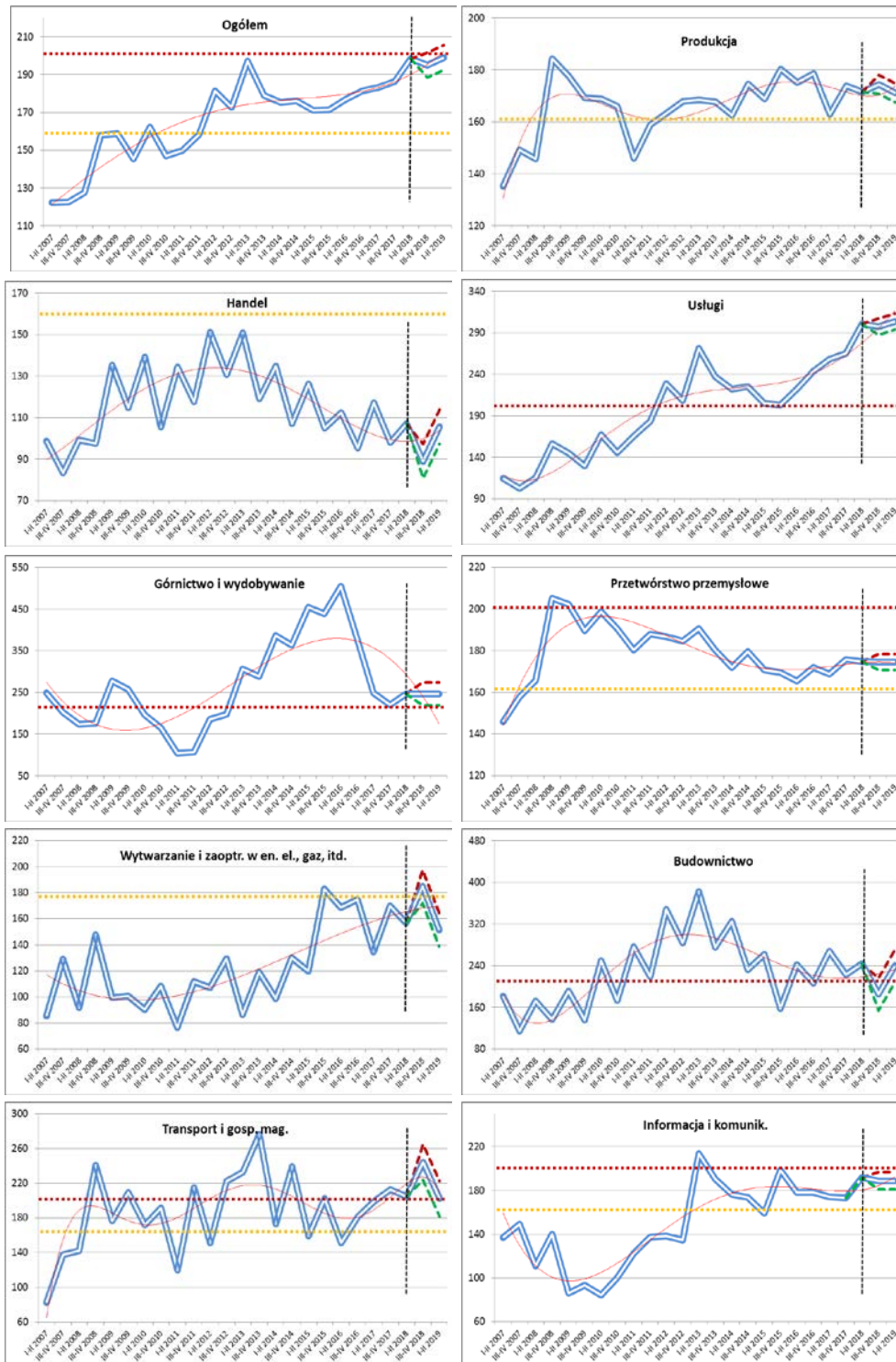
Uwagi: wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kropkowana, poziom wysoki – czerwona linia kropkowana.

Źródło: Raport Mikro.

Odnotowany wzrost stopnia zagrożenia upadłością, postępujący w ramach jego tendencji średniokresowej, wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do I p. 2019 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego przewidują wzrost zagrożenia w II p. 2018 r. +4,8% r/r, natomiast w I p. 2019 r. +0,5% r/r. Sytuację ocenia się ogólnie jako kontynuację umiarkowanie intensywnej tendencji wzrostu, nadal na poziomie ostrzegawczym stopnia zagrożenia upadłością. Scenariusz pesymistyczny zakłada uzyskanie wyższych wartości, zakreślających jego liniowy wzrost. Scenariusz optymistyczny, wobec oczekiwanych słabszych wyników całej gospodarki w 2019 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nadal mało korzystne kształtowanie kluczowych czynników ryzyka, chęci do inwestowania i nadal niskiej sprawności przedsiębiorstw.

Stopień zagrożenia upadłością (MW) jest nadal wysoce skorelowany z odsetkiem wszczętych sądowych postępowań upadłościowych (współczynnik korelacji liniowej $r=0,79$). Wyróżnić jednak można dwie sytuacje i charakter współzależności – dla okresu stabilizacji oraz okresu wzrostu stopnia zagrożenia upadłością. Przewidywane do I p. 2019 r. utrzymanie tempa wzrostu stopnia zagrożenia może korelować w mniejszym stopniu z odsetkiem wszczętych sądowych postępowań upadłościowych, a wysoce prawdopodobne jest – w związku z dojściem do punktu zwrotnego tempa wzrostu wartości dodanej – krótkookresowe zatrzymanie jego tendencji wzrostowej (rys. 45).

Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 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.

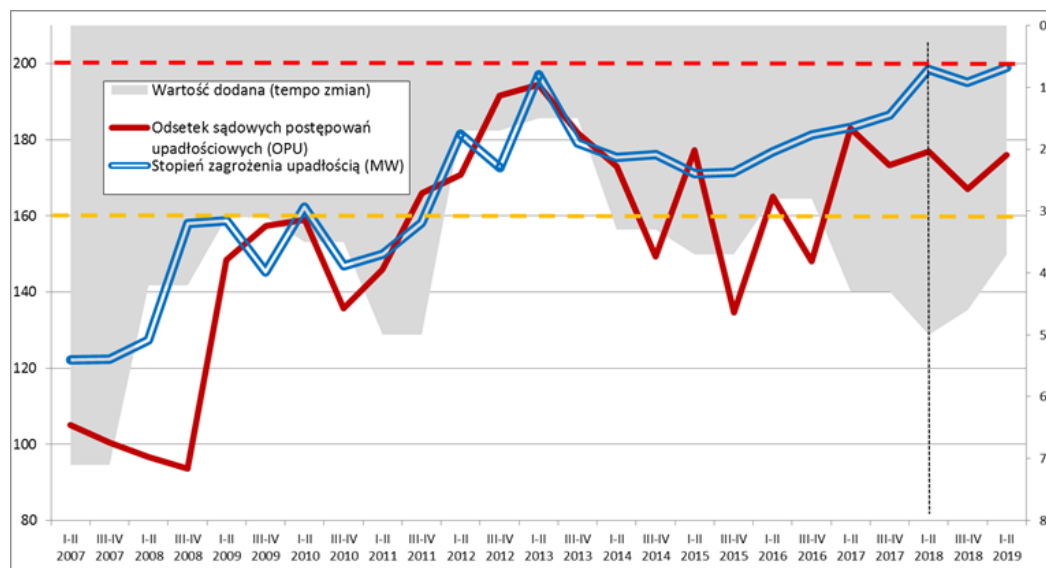
Źródło: Raport Mikro.

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

Województwo	Wzorzec	MSO	Pozycja rangowa
mazowieckie	I	4,292	1
dolnośląskie	I	2,253	2
wielkopolskie	I	2,251	3
łódzkie	II	1,384	4
świętokrzyskie	II	1,161	5
śląskie	III	2,314	6
małopolskie	III	1,427	7
pomorskie	IV	1,131	8
kujawsko-pomorskie	IV	1,092	9
lubelskie	IV	1,079	10
zachodniopomorskie	IV	1,028	11
podkarpackie	IV	1,008	12
podlaskie	IV	0,949	13
warmińsko-mazurskie	IV	0,927	14
opolskie	IV	0,899	15
lubuskie	IV	0,880	16

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.



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

Źródło: Raport Mikro.

Kolejnym etapem analizy stopnia zagrożenia upadłością jest ujęcie regionalne. Sporządzono listę rankingową województw na podstawie kształtowania się miary MSO, obejmującej ocenę dwóch kategorii: relacji stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących dla danego województwa względem wartości średnich w II p. 2016 roku (tab. 4). Województwom zostały przypisane rangi od 1 do 16, przy czym najniższa wartość rangi wskazuje na region najbardziej zagrożony, a jej najwyższa wartość na region o najmniejszym zagrożeniu. Województwa zostały uporządkowane według posiadanej rangi dla przedsiębiorstw ogółem. Na podstawie listy rankingowej, przedstawionej w tab. 4 należy wskazać, że regionami objętymi szczególną uwagą powinny być: województwa: mazowieckie, wielkopolskie i dolnośląskie. W I p. 2018 r. jedynie w województwach świętokrzyskim, śląskim i zachodniopomorskim odnotowano wysoki stopień zagrożenia upadłością. Dla przedsiębiorstw handlowych w I p. 2018 r. we wszystkich województwach odnotowano niski stopień zagrożenia i jedynie w 4 województwach nastąpił jego wzrost r/r. Województwem o najniższym stopniu zagrożenia dla handlu było województwo łódzkie. Dla przedsiębiorstw usługowych w 7 województwach nastąpił wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, gdzie największy wzrost dotyczył województwa mazowieckiego. W I p. 2018 r. wysoki stopień zagrożenia upadłością odnotowano aż w 6 województwach z wyraźnie zarysowaną tendencją wzrostową szczególnie w województwach dolnośląskim i mazowieckim.

V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

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

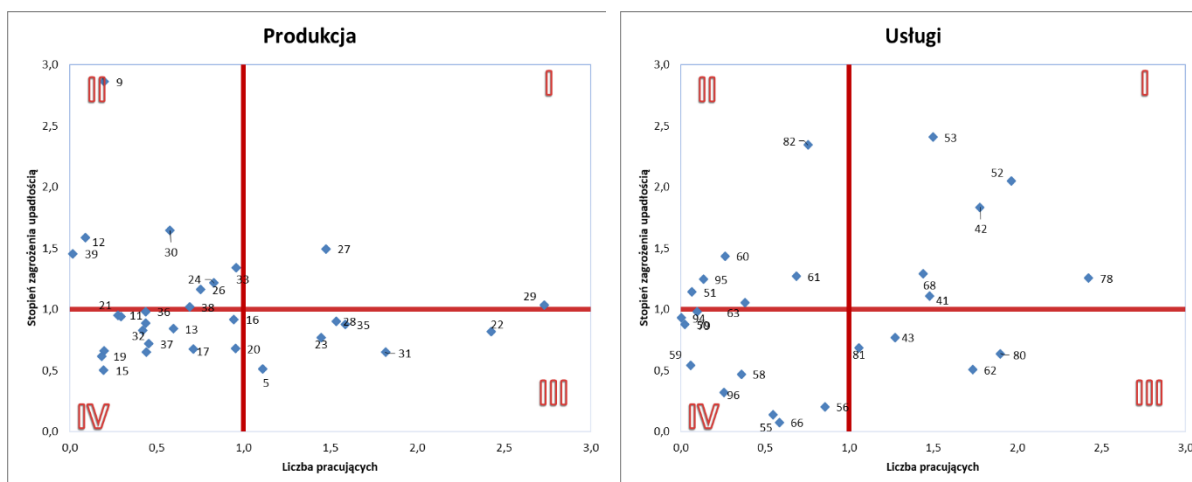
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

W ramach rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstw (grup przedsiębiorstw) analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością pozwala na sformułowanie następujących wniosków. W działalności produkcyjnej przedsiębiorstw ogółem zaobserwowano wysoki stopień zagrożenia upadłością w działalności gospodarczej związanej z górnictwem, który został przełamany i w roku 2017 odnotowano znaczącą poprawę. Jedynie w dziale PKD 09 od 2012 r. utrzymuje się wysoki stopień zagrożenia. W przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją wyrobów tytoniowych od II p. 2014 r. obserwuje się stałe pogarszanie sytuacji z wyraźnie zarysowanym trendem wzrostowym. Utrzymująca się niekorzystna sytuacja w całym okresie analizy w przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30), naprawa, konserwacja i instalacja maszyn i urządzeń (33) wskazuje na niekorzystną sytuację w tych działach.

W I p. 2018 r. odnotowano w działalności produkcyjnej stabilną sytuację, na co wskazuje fakt zmniejszenia się r/r o 1 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia upadłością (7 działów PKD), przy jednoczesnym wzroście r/r o 1 liczby działów PKD o stopniu zagrożenia na poziomie ostrzegawczym (6 działów PKD) i braku zmian w liczbie działów o niskim stopniu zagrożenia (19 działów PKD). Na niekorzystny kierunek zmian wskazuje wzrost wartości stopnia zagrożenia aż w 22 działach PKD w I p. 2018 r.

Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych sytuacja kształtowała się na niekorzystnym poziomie, o tendencji do poprawy, co potwierdza fakt zmniejszenia o 6 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (10 działów PKD) i wzrost o stopniu ostrzegawczym o 5 (12 działów PKD), przy jednoczesnym wzroście liczby działów o niskim stopniu zagrożenia. W średnich przedsiębiorstwach obserwowana sytuacja z zarysowanym scenariuszem wzrostowym która potwierdzona została wzrostem o 1 liczby działów o stopniu zagrożenia na poziomie wysokim (10 działów PKD), przy jednoczesnym wzroście o 3 działów o poziomie ostrzegawczym (14 działów PKD) i zmniejszeniu o 4 liczby działów na poziomie niskim (6 działów PKD). Klasa dużych przedsiębiorstw cechowała się poprawą sytuacji, która zobrazowana została zmniejszeniem o 1 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (6 działów PKD), wzroście o 2 liczby działów na poziomie ostrzegawczym i zmniejszeniu o 1 liczby działów na poziomie zagrożenia niskim.

Rysunek 46 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2018 r.



Źródło: Raport Mikro.

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

- dla przedsiębiorstw ogółem:
 - produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (dział PKD 29),
 - produkcja urządzeń elektrycznych (dział PKD 27),
 - magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (dział PKD 52),
 - działalność pocztowa i kurierska (dział PKD 53),
 - działalność związana z zatrudnieniem (dział PKD 78),
 - roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (dział PKD 42),
 - działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (dział PKD 68),
 - roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków (dział PKD 41).
- dla przedsiębiorstw małych:
 - produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),
- dla przedsiębiorstw średnich:
 - produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (dział PKD 23),
 - działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów; odzysk surowców (dział PKD 38),
 - handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (dział PKD 47),
 - transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
 - roboty budowlane specjalistyczne (dział PKD 43).
- dla przedsiębiorstw dużych:
 - produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),

- działalność detektywistyczna i ochroniarska (dział PKD 80),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (dział PKD 81).

5.3 Top 10

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

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością i o ponadprzeciętnym znaczeniu dla gospodarki (ze względu na liczbę w nich pracujących) w I p. 2018 r. wskazano 8 działów PKD, z czego 2 dotyczą działalności produkcyjnej, a 6 działalności usługowej. W I p. 2018 r. podobnie jak to miało miejsce w II p. 2017 r. żaden z działów handlowych nie znalazł się grupie szczególnie zagrożonych. Spośród wskazanych 8 działów PKD, aż 7 zostało wskazane jako szczególnie zagrożone w I p. 2017 r., a w II p. 2017 r. Wśród działów PKD wskazanych jako zagrożone były: produkcja urządzeń elektrycznych (PKD 27); produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep; z wyłączeniem motocykli (PKD 29); roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (PKD 42); magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (PKD 52); działalność pocztowa i kurierska (PKD 53); działalność związana z zatrudnieniem (PKD 78) i dział PKD 41 zaliczony do robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków. W I p. 2018 r. w porównaniu do II p. 2017 r. liczba działów wskazanych jako szczególnie zagrożone i o szczególnym znaczeniu nie zmieniła się, a w porównaniu do I p. 2017 r. zmniejszyła się z 9 do 8.

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

Działy PKD	I-II 2017	III-IV 2017	I-II 2018
PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE			
27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	✓	✓	✓
29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI	✓	✓	✓
PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE			
78 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z ZATRUDNIENIEM	✓	✓	✓
52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT	✓	✓	✓
53 DZIAŁALNOŚĆ POCZTOWA I KURIERSKA	✓	✓	✓
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ	✓	✓	✓
68 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU NIERUCHOMOŚCI	X	✓	✓
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSENIEM BUDYNKÓW	✓	✓	✓

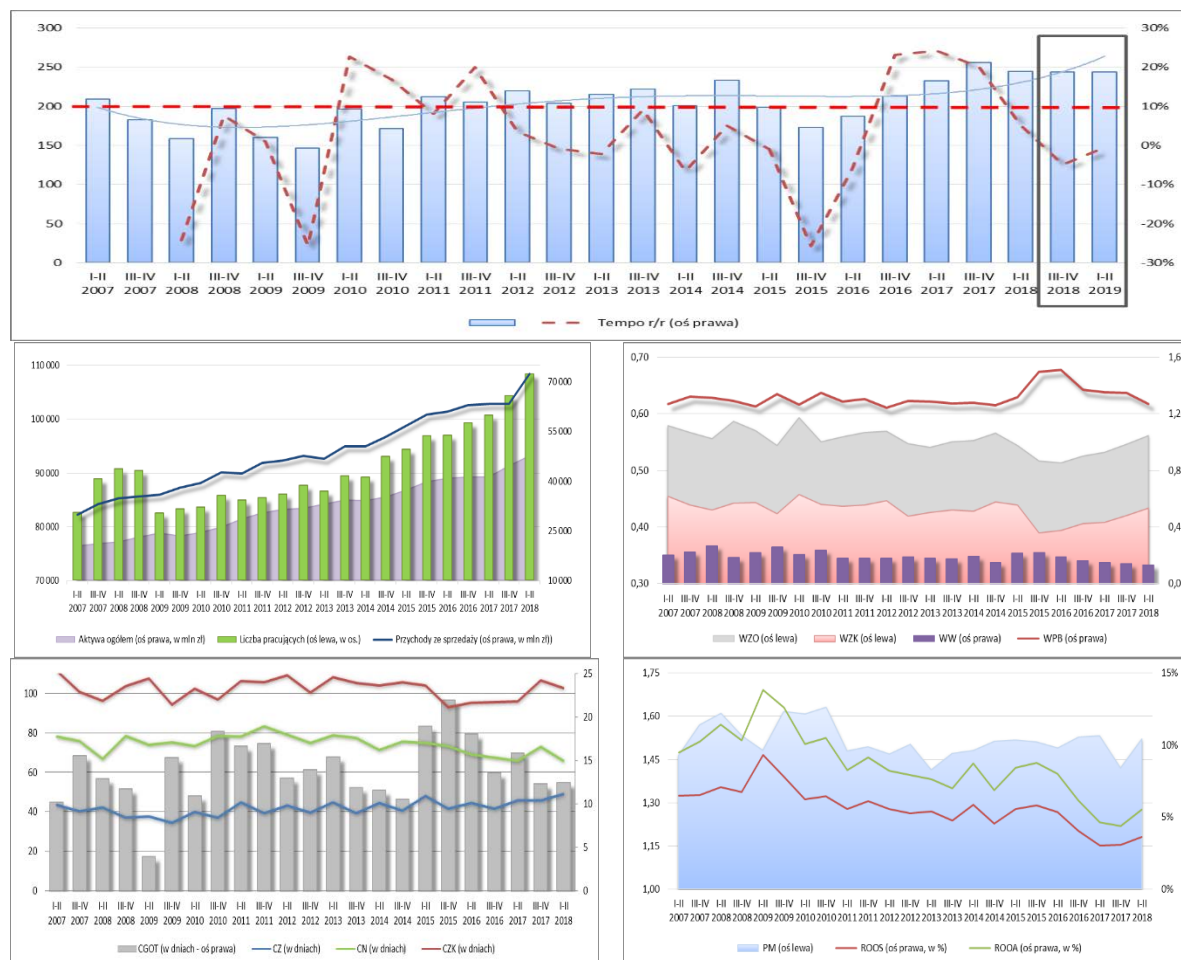
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, ✓ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.

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

Poniżej przedstawiono szczegółowe charakterystyki sytuacji ekonomicznej najbardziej zagrożonych upadłością 10 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.

Dział PKD 27 – Produkcja urządzeń elektrycznych

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

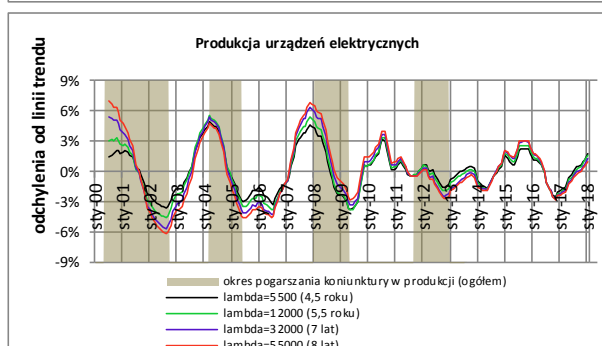
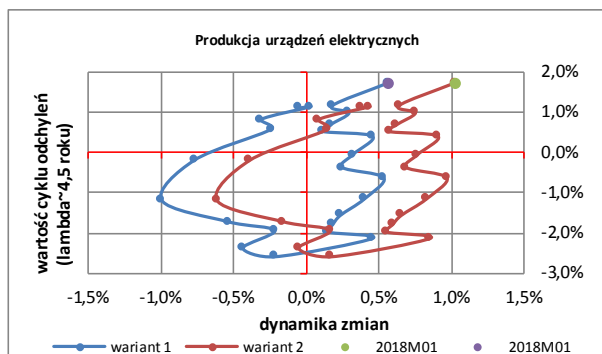


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 471 przedsiębiorstw (brak zmian r/r). Od 2009 r. obserwowalny był systematyczny wzrost zatrudnienia, a w całym okresie analizy wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, które w II p. 2017 i I p. 2018 r. nasiliły się i kształtowały na odpowiednich poziomach: 108 393 osoby, 47 624 mln zł – aktywa i 75 507 mln zł – przychody ze sprzedaży. Wyraźnie obserwowalny w I p. 2018 r. wzrost tempa przychodów ze sprzedaży. Zauważalne są od II. p. 2015 r. niekorzystne zmiany struktury kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W I p. 2018 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 5,65%, zadłużenie krótkoterminowe o 6,21% wykazując tą tendencję od czterech półroczy. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 6,23% i o 14,47% wskazując sytuację jako niekorzystną z tendencją do pogłębiania się tej niekorzystnej sytuacji. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę do 2015 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu i obserwowano sukcesywne jego skracanie. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych do II p. 2017 r. i następnie nastąpiło jego skrócenie w I p. 2018 r., który mógł być spowodowany wzrostem cyklu należności. Obserwowany cykl zapasów wykazywał nieznaczne cechy o charakterze wzrostowym. Zarysowana od II p. 2009 r. tendencja zmniejszania rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została przełamana w 2015 r. i ponownie wskazuje na obniżanie się rentowności w ostatnich pięciu półroczach z tendencją do wyhamowania trendu obniżania

wartości w II p. 2017 r. i następnie jego odwrócenia w I p. 2018 r. W zakresie sprawności działania odnotowana od I p. 2013 roku poprawa produktywności majątku z wyłączeniem II p. 2017 roku, w którym odnotowano jego zmniejszenie a następnie w I p. 2018 r. ponowny jego wzrost. Dział charakteryzuje od II p. 2015 r. wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się na poziomie wysokim (245) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji na poziomie wysokim.

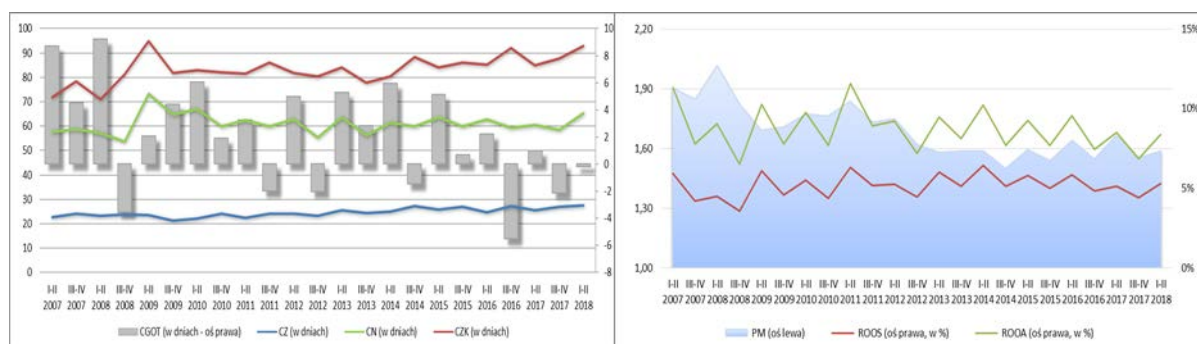
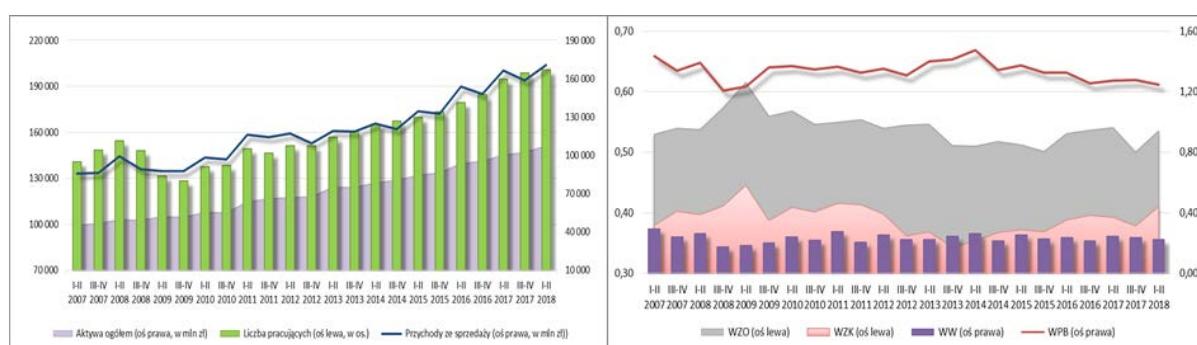
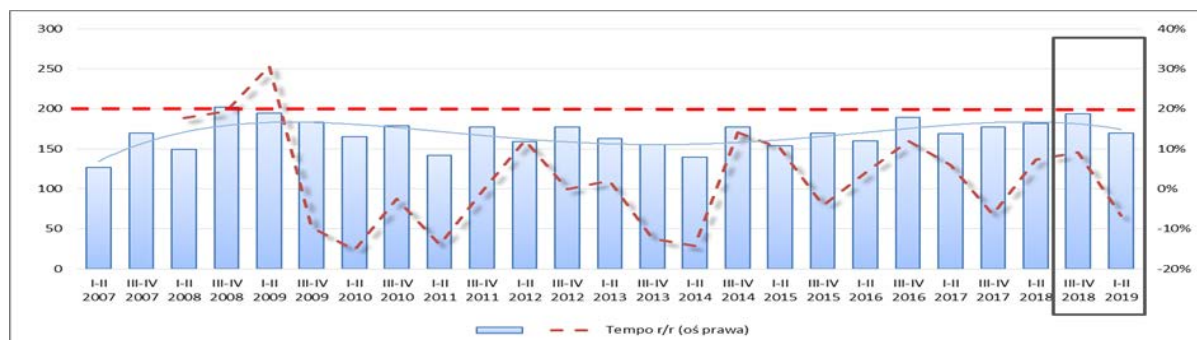


Ostatnie punkty zegara kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych, co świadczy o tendencji do poprawy koniunktury w tym dziale produkcji. Potwierdza to analiza wartości cyklu odchylenia. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,82 wskazuje, iż cykl odchylenia produkcji wyrobów elektrycznych charakteryzuje się wysokim poziomem synchronizacji z cyklem odchylenia produkcji ogółem. Amplituda wahań cyklu ok. 6%.

Nowo napływające obserwacje (za maj, czerwiec i lipiec 2018 r.) wpłynęły na podwyższenie rozkładu predyktywnego w okresie prognozy. Tendencje centralne rozkładu prognozy (mediany) wskazują na wzrost produkcji w tym dziale w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie od ok. 10% do ok. 15%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest bardzo niskie i nie przekracza 0,14. Prawdopodobieństwa, iż średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy lub odwrotnie, są do siebie bardzo zbliżone (0,45/0,55).

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

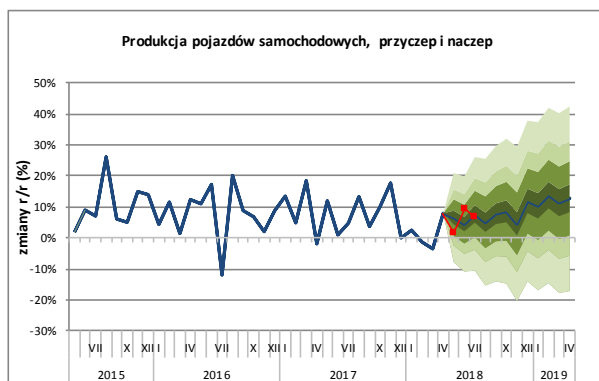
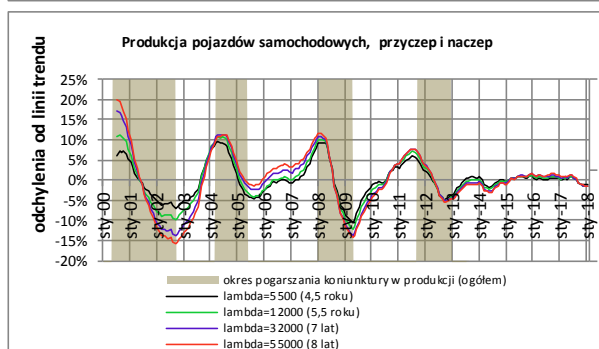
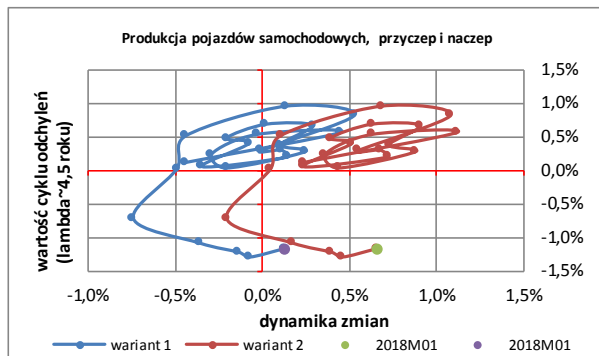
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.) – dział PKD 29



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

W I p. 2018 r. 430 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 6 przedsiębiorstw). Od 2010 r. zarysowana jest wyraźna tendencja wzrostu zatrudnienia, wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, która została utrzymana w I p. 2018 r. W I p. 2018 roku zatrudnienie wyniosło 200 855 osób, wartość aktywów ogółem 107 443 mln zł, a wartość przychodów ze sprzedaży 170 561 mln zł. Widoczna od 2009 r. tendencja zmniejszania zadłużenia ogółem na koniec 2015 r. została zatrzymana odwracając jego tendencję w kierunku wzrostu. Obserwowany trend wzrostu zadłużenia krótkoterminowego od II p. 2013 roku został utrzymany a jego intensywność w I p. 2018 r. nasiliła się. Pogorszenie sytuacji obserwujemy również w analizie zdolności do obsługi długu, który od dwóch półroczy cechuje się zmniejszaniem. Niekorzystnej zmianie struktury kapitałowo-majątkowej towarzyszył utrzymujący się od II p. 2013 r. wzrost zadłużenia krótkoterminowego oraz zmniejszanie się płynności bieżącej. W I p. 2018 r. cykl gotówki znacząco wzrósł r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu należności, cyklu zobowiązań krótkoterminowych oraz cyklu zapasów. Obserwowane pogorszenie od 3 półroczy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów wykazuje w I p. 2018 r. poprawę, cechując się wzrostem w relacji r/r. W I p. 2018 r. odnotowano pogorszenie

w zakresie sprawności działania (zmniejszenie produktywności majątku). Stopień zagrożenia upadłością od I p. 2017 r. cechuje się wzrostem do poziomu 182 w I p. 2018 r., pozostając nadal na poziomie ostrzegawczym. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na niewielki wzrost w kolejnym półroczu i następnie zmniejszenie w 2019 r., utrzymując się dalej na poziomie ostrzegawczym.

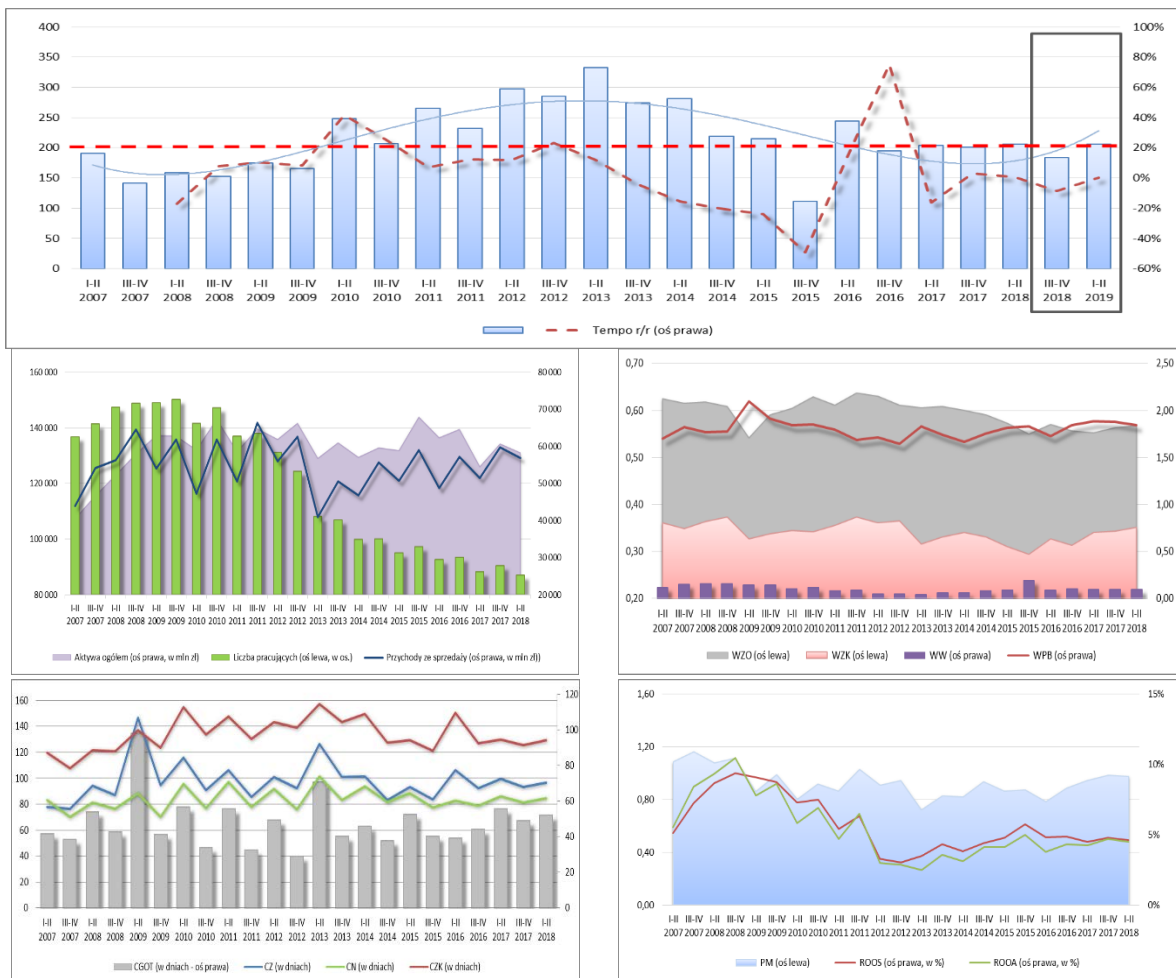


Zegary o niskim stopniu czytelności, ze względu na niską amplitudę wahań cyklu. Amplituda ta uległa zmniejszeniu do poziomu ok. 1% w ostatnich 3-4 latach, wobec obserwowanej przed tym okresem amplitudy sięgającej nawet 12-15%. Ostatnie punkty zegara przechodzą do czwartej ćwiartki układu współrzędnych, co sugeruje wyhamowanie tendencji do pogorszenia koniunktury w tym dziale produkcji. Położenie zegarów w wariancie 2 świadczy o utrzymującym się wzroście (z miesiąca na miesiąc) indeksu produkcji w tym dziale. Współczynnik korelacji pomiędzy wyodrębnionym cyklem odchylenia a cyklem odchylenia dla produkcji ogółem na poziomie ok. 0,9 wskazuje na wysoki stopień synchronizacji tych cykli.

Nowo napływające obserwacje (za maj, czerwiec i lipiec 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r waha się w przedziale od 0,14 do 0,31. Rozkłady predykcyjne o wzrastającym w czasie rozproszeniu. Z prawdopodobieństwem 0,69 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy.

Dział PKD 41 – Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.) – dział PKD 41

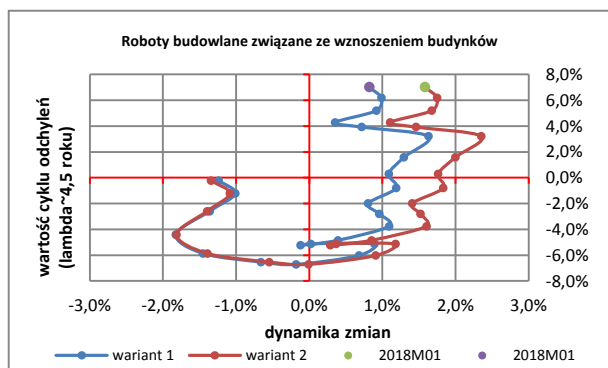


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

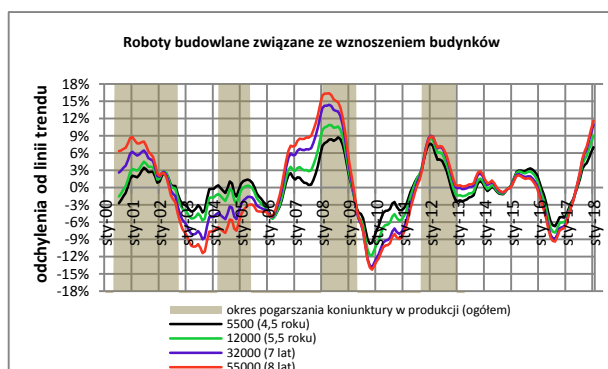
Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 593 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 28), w których zatrudnionych było 87 147 osób (zmniejszenie r/r o 1 208 osób) z systematyczną od szesnastu półroczy tendencją znaczącego zmniejszania się zarówno liczby przedsiębiorstw, jak i liczby w nich pracujących (o ponad 63 tys. pracujących od II p. 2009 r.), co tylko potwierdza niekorzystną sytuację. Od II p. 2015 r. utrzymuje się tendencja zmniejszania r/r wartości aktywów przy utrzymującym się wzroście przychodów ze sprzedaży od I p. 2013 roku. Obserwowane korzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej od I p. 2012 r., którym towarzyszyło zmniejszenie zadłużenia ogółem, a także poprawa płynności bieżącej oraz poprawiająca się sytuacja dotycząca zdolności do obsługi długu zostały przełamane w II p. 2016 r. wskazując na wzrost zadłużenia ogółem i krótkoterminowego oraz pogorszenie płynności bieżącej wraz ze zdolnością do obsługi długu. W I p. 2018 r. zaobserwowano znaczące wydłużenie cyklu gotówki oraz przełamanie utrzymującej się tendencji spadkowej cyklu zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od 2013 r. tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w trzech ostatnich półroczach została zatrzymana ujawniającym się zmniejszeniem rentowności przy jednoczesnej poprawie sprawności działania (produktywności majątku). W I p. 2018 r. odnotowano wzrost r/r rentowności operacyjnej, aktywów oraz produktywności majątku. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia – w ostatnich półroczach została

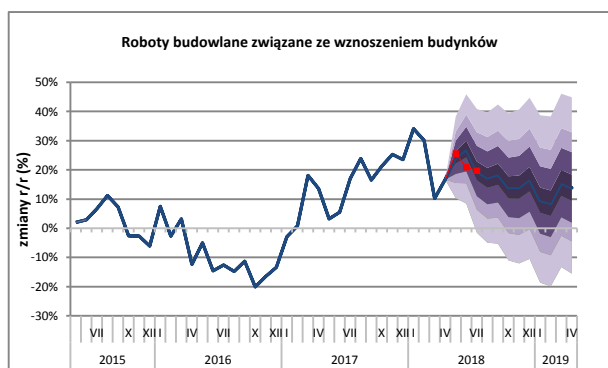
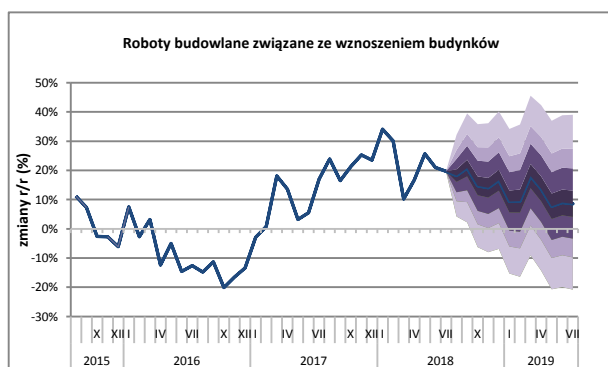
wyhamowana wskazując na stabilizację wartości stopnia zagrożenia jednak na niekorzystnym wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na zbliżone wartości w relacji r/r stopnia zagrożenia kształtując sytuację jako stabilną niekorzystną.



Zegary cyklu czytelne, o regularnym kształcie. Analogicznie jak w przypadku budownictwa ogółem położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (kontynuacja ruchu w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych) oraz analiza dynamiki cyklu odchylenia wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchylenia sięga nawet 15%.

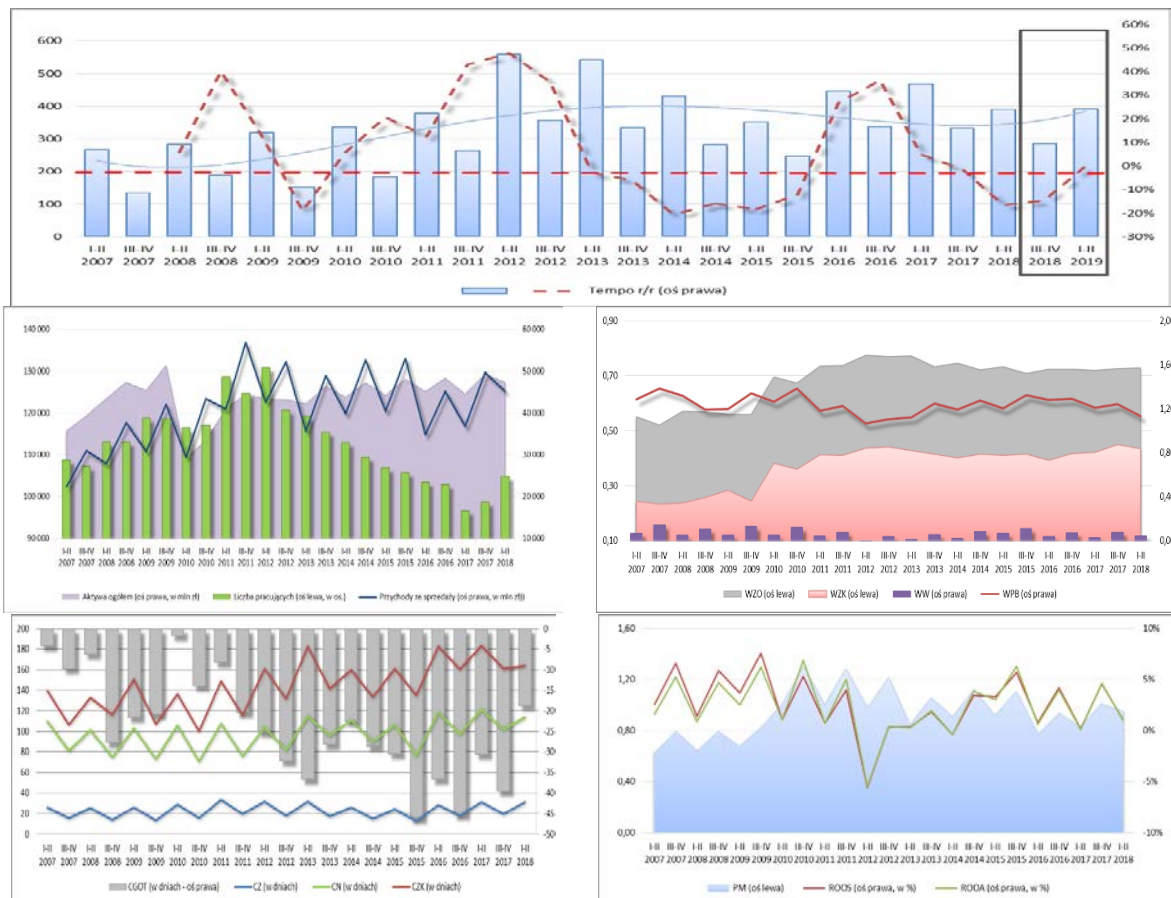


Nowo napływające obserwacje (za maj, czerwiec i lipiec 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów predykcyjnych) opada z poziomu ok. 20% do ok. 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika jest niewielkie i wzrasta w horyzoncie prognozy z poziomu praktycznie równego zero do 0,33. Z prawdopodobieństwem 0,66 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półrocza okresu prognozy.



Dział PKD 42 – Roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej

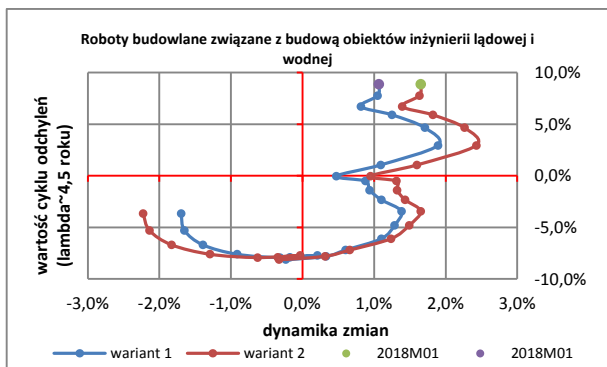
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.) – dział PKD 42



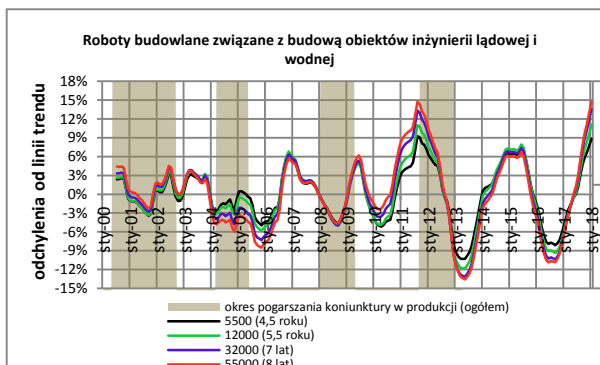
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

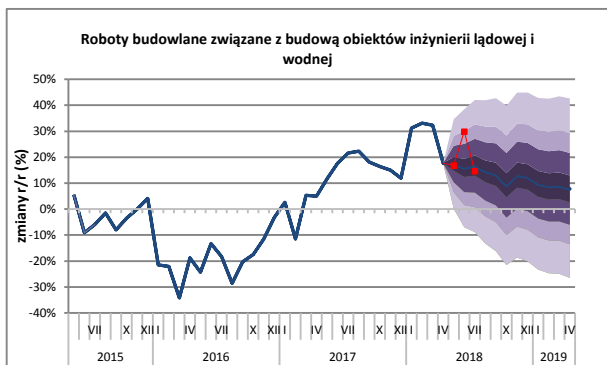
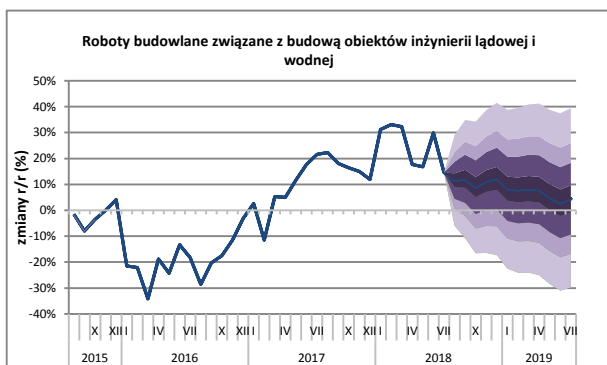
W I p. 2018 r. działalność prowadziło 1 252 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 3,42%), w których zatrudniano 104 880 osób (wzrost r/r o 8,65%). W I p. 2018 r. pierwszy raz od dwunastu półroczy odnotowano wzrost liczby pracujących. W I p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 47 291 mln zł (wzrost wartości od szesnastu półroczy), a wartość przychodów ze sprzedaży 45 134 mln zł (tendencja malejąca od II p. 2011 r. została przełamana w I p. 2018 r.). Po okresie niekorzystnych zmian od I p. 2013 r. przez kolejne osiem półroczy obserwowano stabilizację sytuacji w strukturze kapitałowo-majątkowej, której towarzyszyło ustabilizowanie poziomu zadłużenia ogółem, przy nieznacznym wzroście, utrzymującym się od I p. 2016 r., zadłużenia krótkoterminowego i jednocześnie zarysowanym trendzie nieznacznej poprawy płynności bieżącej. W I p. 2018 r. zaszły niekorzystne zmiany cechujące się wzrostem r/r zadłużenia ogółem i krótkoterminowego przy jednoczesnym pogorszeniu płynności bieżącej i poprawie zdolności do obsługi zadłużenia. W I p. 2018 r. cykl gotówki wzrósł r/r, przy jednoczesnym wzroście cyklu zapasów lecz skróceniu cyklu należności oraz zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się od I p. 2012 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w II p. 2015 r. została przełamana cechując się sukcesywnym zmniejszaniem analizowanych miar, lecz w II p. 2017 roku odnotowano ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę, która została utrzymana w I p. 2018 r. Od II p. 2010 r. widoczne pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku) zostało przełamane w I p. 2016 r. cechując się tendencją wzrostową. Zarysowana od I p. 2012 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została przełamana w 2016 r. stabilizując sytuację na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje utrzymującą się stabilizację wartości stopnia zagrożenia na poziomach zbliżonych do 2017 r. i 2018 r.



Podobnie jak w przypadku budownictwa ogółem oraz robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków, położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu oraz analiza dynamiki cyklu odchyień wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchyień ok. 12%.

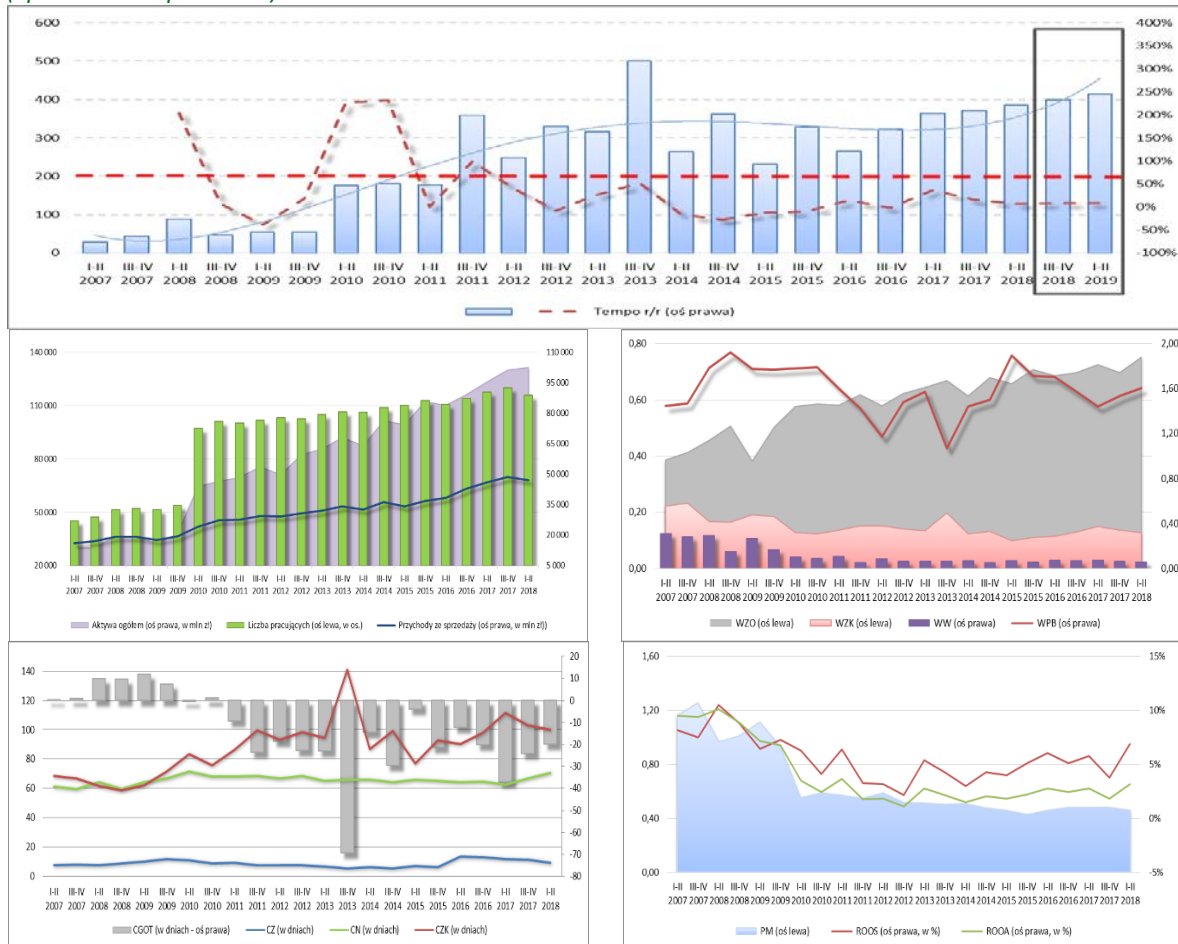


Nowo napływające obserwacje (za maj, czerwiec i lipiec 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) opada z poziomu ok. 12% do ok. 4%. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika wzrasta z poziomu 0,14 do ok. 0,4 na końcu okresu prognozy. Z prawdopodobieństwem 0,63 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półroczu okresu prognozy. Rozproszenie rozkładów predykcyjnych dla tego działu budownictwa silnie rośnie w całym rozważanym horyzoncie prognozy.



Dział PKD 52 – Magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (p. 2007 r. – I p. 2018 r.) – dział PKD 52



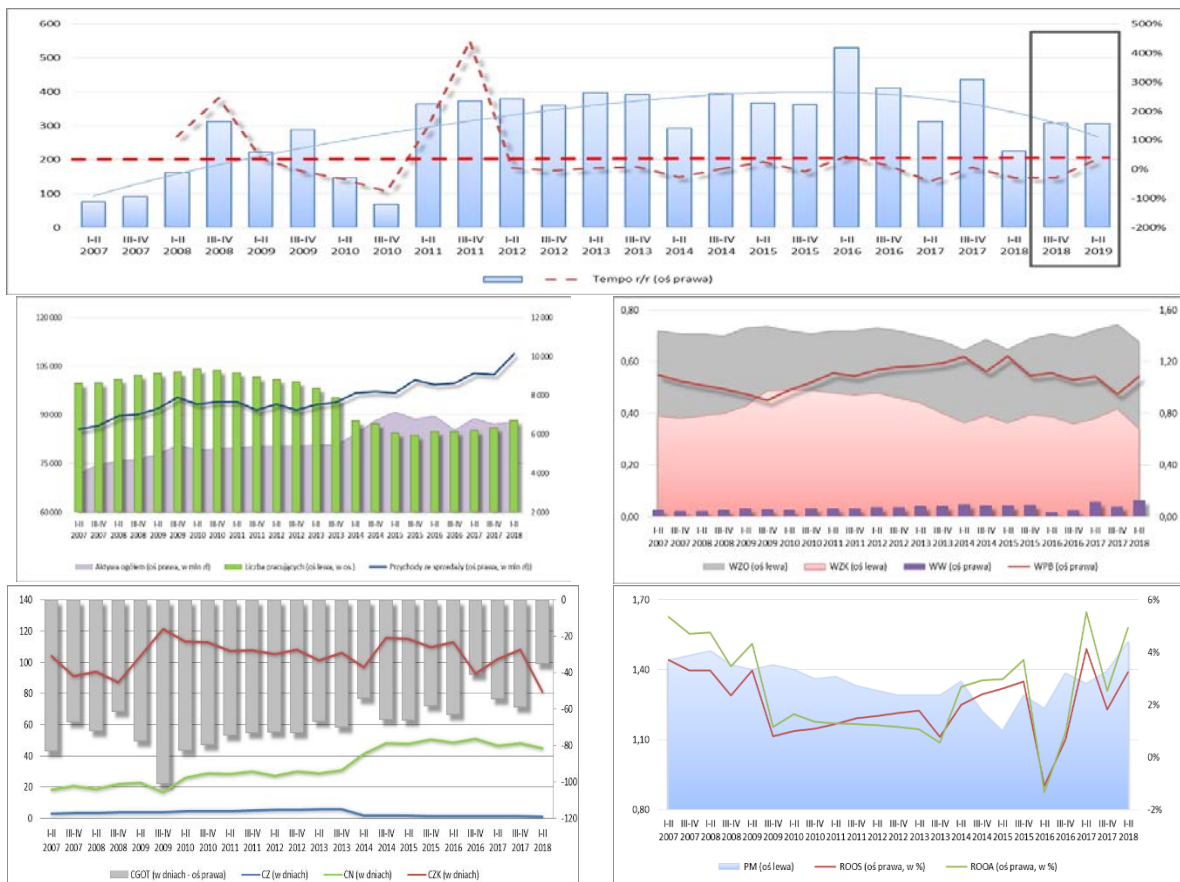
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 618 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 1,9%), w których zatrudnionych było 115 875 osób (zmniejszenie r/r o 1,69%). W I p. 2018 r. po raz pierwszy od 2007 r. odnotowano zmniejszenie liczby przedsiębiorstw i liczby pracujących, wskazując na sygnał ostrzegawczy dotyczący tego rodzaju działalności. W I p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 102 482 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 47 189 mln zł o tendencji wzrostowej zatrzymanej w I p. 2018 r. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, który został utrzymany w I p. 2018 r. Wartość poziomu zadłużenia krótkoterminowego cechowała tendencja wzrostowa od I p. 2015 r. przy jednoczesnym wyraźnym zmniejszaniu płynności bieżącej i zdolności do obsługi zadłużenia – sytuacja niekorzystna. Od I p. 2017 r. nastąpił wzrost płynności bieżącej przy jednoczesnym zmniejszaniu zadłużenia krótkoterminowego. W I p. 2018 r. odnotowano wydłużenie r/r cyklu gotówki i cyklu należności. Niepokojącym sygnałem jest obserwowany wzrost od I p. 2015 r. cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W I p. 2018 r. odnotowano korzystną sytuację wzrostu rentowności aktywów i rentowności operacyjnej sprzedaży. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w II p. 2015 r. wskazując na jej wzrost w kolejnych półroczach, aż do I p. 2018 r., w którym zaobserwowano jego zmniejszenie. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia w II p. 2016 r. została odwrócona, wskazując na utrzymujący się silny wzrost r/r wartości stopnia zagrożenia (387 w I p. 2018 r.). Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje kolejne wzrosty stopnia zagrożenia, co potwierdza niekorzystną sytuację.

Dział PKD 53 – Działalność pocztowa i kurierska

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



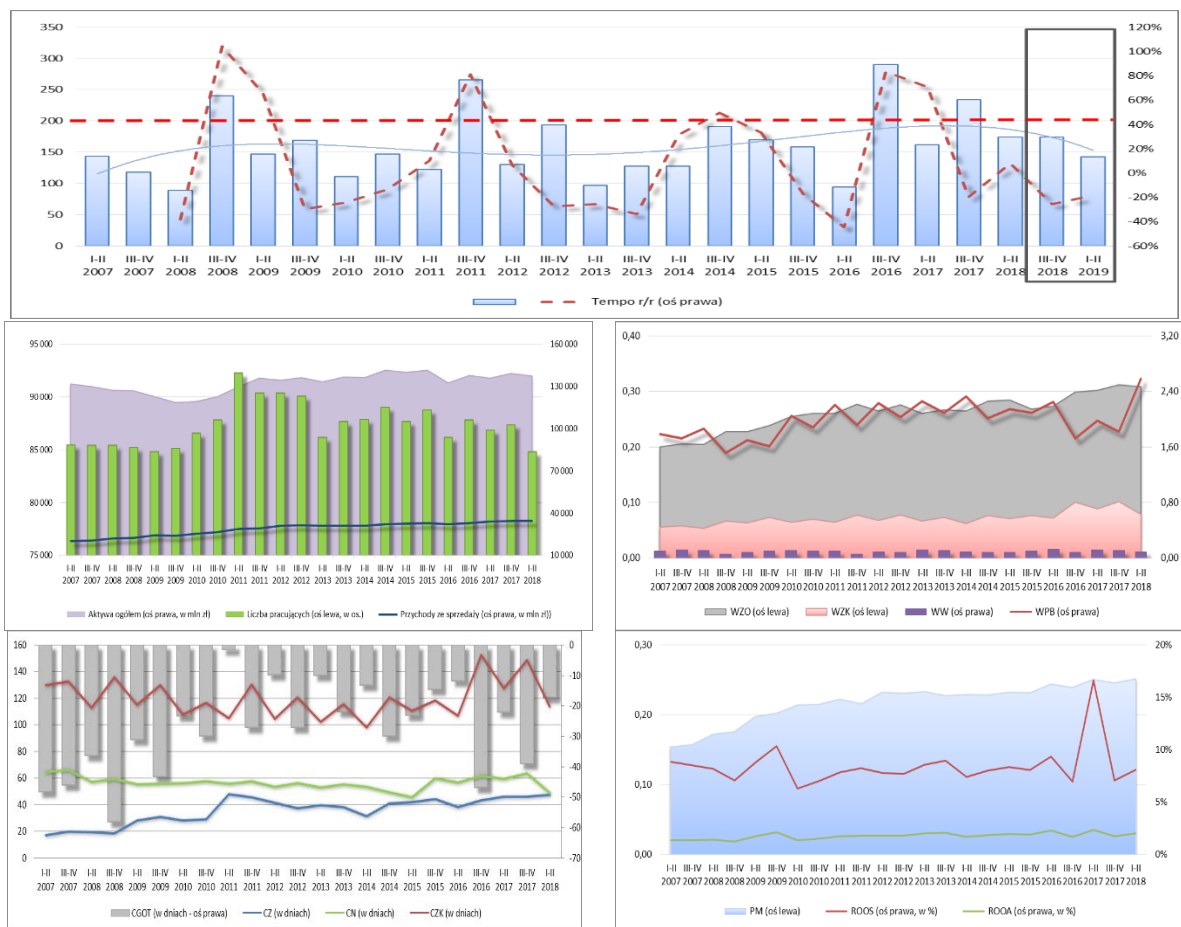
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 20 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 5), w których zatrudniano 88 339 osób (wzrost r/r o 3,77%) z tendencją zmniejszania się liczby pracujących od I p. 2010 r., która została odwrócona w II p. 2015 r. W I p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 6 667 mln zł (zmniejszenie r/r o 2,24%), a wartość przychodów ze sprzedaży 10 128 mln zł (wzrost r/r o 10,75% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej zostało odwrócone w I p. 2018 r. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowane korzystne zmiany dotyczyły I p. 2018 r., w którym nastąpiła poprawa płynności bieżącej przy jednoczesnym zmniejszeniu zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego. W I p. 2018 r. cykl gotówki skrócił się r/r przy jednoczesnym skróceniu cyklu zadłużenia krótkoterminowego, cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r., odwracając trend i w I p. 2018 r. osiągając maksymalny poziom w obserwowanym okresie. 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. 2018 r. pomimo znaczącego wzrostu p/p rentowności sprzedaży i aktywów w relacji r/r odnotowano ich zmniejszenie. Zarysowana od I p. 2016 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została odwrócona i w II p. 2017 r. nastąpił silny wzrost miary do poziomu 435 i następnie ponowne jego zmniejszenie w I p. 2018 r. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na wzrost ze wskazaniem na stabilizację sytuacji, lecz utrzymanie wartości stopnia zagrożenia na poziomie wysokim.

Dział PKD 68 – Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości

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



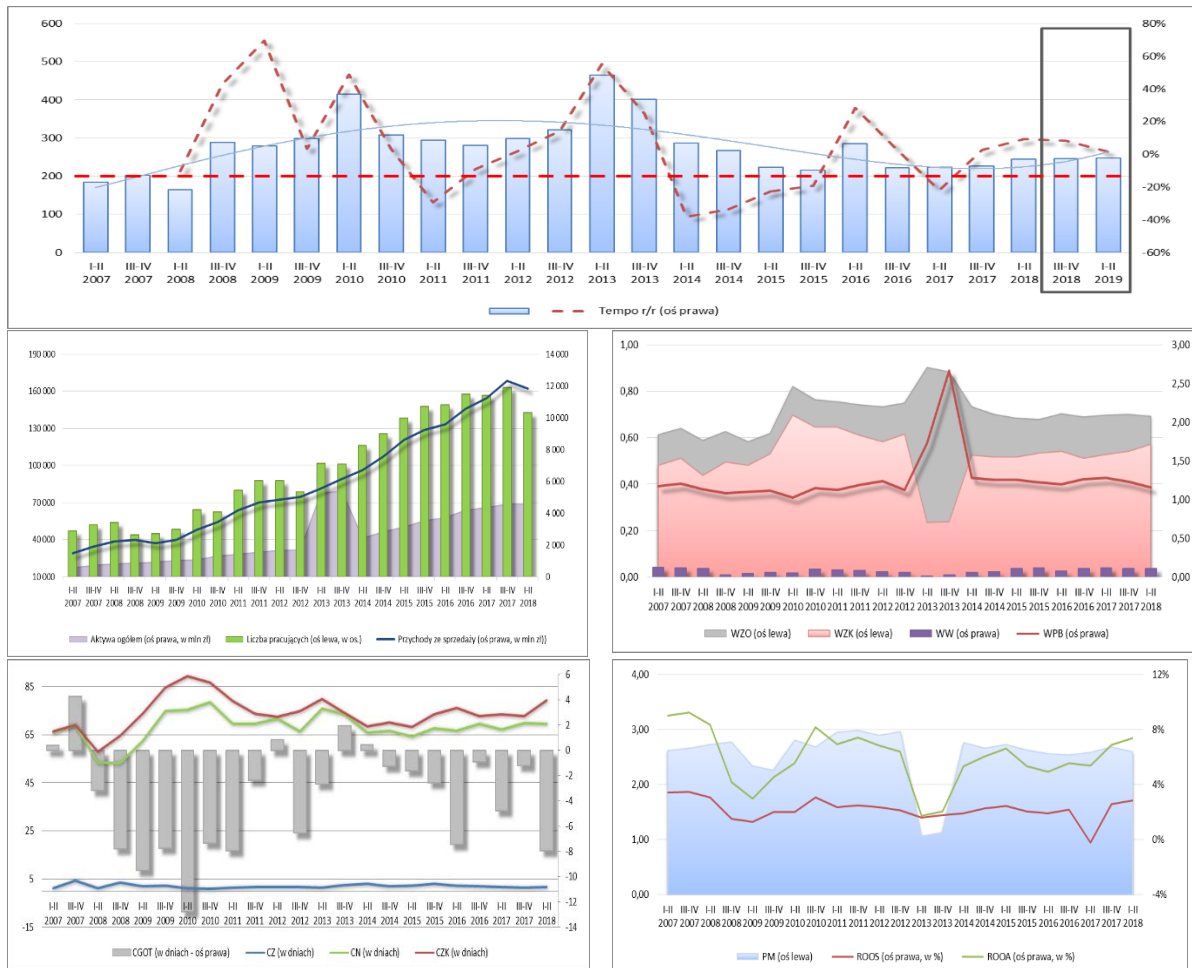
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 867 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r 2,81%), w których zatrudnionych było 84 834 osoby (zmniejszenie r/r o 2,35%) z tendencją wzrostu do I p. 2011 r. a następnie odwrócenie trendu w kierunku zmniejszania, które zostało utrzymane do I p. 2018 r., wskazując na niekorzystną tendencję zmian. W I p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 137 415 mln zł (wzrost wartości od I p. 2010 r. o niskim stopniu intensywności), a wartość przychodów ze sprzedaży 34 460 mln zł (regularny wzrost w całym okresie analizy). Od 2007 r. obserwowano niekorzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej. W I p. 2018 r. widoczna jest nieznaczna poprawa sytuacji, której towarzyszy wzrost płynności bieżącej, przy jednoczesnym zmniejszeniu zadłużenia krótkoterminowego. Zarysowana tendencja niekorzystna w postaci pogorszenia wartości wskaźnika zdolności do obsługi długu utrzymuje się od I p. 2017 roku. Niekorzystną sytuację w I p. 2018 r. potwierdza również wydłużenie cyklu zapasów oraz cyklu gotówki. Wartości rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów w I p. 2018 r. w relacji r/r, wskazywały na przełamanie tendencji spadkowej odnotowując wzrosty. W I p. 2018 roku wartość produktywności majątku cechowała się nieznacznym wzrostem r/r. Wartość stopnia zagrożenia cechowała się zmienną wartością w całym okresie z tendencją spadkową od II p. 2017 r. W I p. 2018 roku odnotowano wzrost wartości stopnia zagrożenia z nakreśloną tendencją spadkową zaobserwowaną w prognozie na 2018 i 2019 rok kształtując jej wartość na poziomie ostrzegawczym.

Dział PKD 78 – Działalność związana z zatrudnieniem

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



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

Źródło: Raport Mikro.

W I p. 2018 r. działalność gospodarczą prowadziło 478 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 2,85%), w których zatrudnionych było 142 893 osoby (zmniejszenie r/r o 8,82%) z systematyczną od 2007 r. tendencją silnego wzrostu, zarówno liczby przedsiębiorstw, liczby w nich pracujących (o prawie 110 tys.), przychodów ze sprzedaży oraz wartości aktywów ogółem, aż do I p. 2018 r., w którym nastąpiło zmniejszanie liczby pracujących, przychodów ze sprzedaży. W I p. 2018 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 4 564 mln zł (wzrost r/r o 4,87%), wartość przychodów ze sprzedaży 11 840 mln zł (wzrost r/r o 5,31%). Niekorzystną, lecz stabilną sytuację w strukturze kapitałowo-majątkowej potwierdzają nieznaczne wzrosty wartości poziomu zadłużenia ogółem, znaczący wzrost zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi zadłużenia w I p. 2018 r. W analizowanym półroczu odnotowano skrócenie cyklu gotówki przy jednoczesnym wzroście cyklu zobowiązań i należności. Obserwowalna tendencja zmniejszania od II p. 2012 r. produktywności majątku utrzymana została w I p. 2018 r. Odnotowano silny wzrost rentowności aktywów i sprzedaży w I p. 2018 roku, wskazujący już nie tylko na stabilną sytuację, lecz na jej poprawę. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została zatrzymana cechując się tendencją do wzrostu od II p. 2017 r. kształtując wartość stopnia zagrożenia na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje zbliżone wartości stopnia zagrożenia w relacji r/r kształtując prognozę na wysokim lecz stabilnym poziomie.

SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ZAKRES ROZSZERZONY

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LITERATURA

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

Crino, 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 2018-19 (w % r/r).....	25
Tabela 2 Prognozy dynamiki PKB na świecie (r/r w %).....	26
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. 2018 r.	57
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2017 r. – I p. 2018 r.	61

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Dynamika PKB a dynamika upadłości (r/r).....	17
Rysunek 2 Dynamika PKB, popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)	18
Rysunek 3 Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %).....	18
Rysunek 4 Eksport i import (lewy panel) oraz kurs graniczny opłacalności eksportu (prawy panel)	18
Rysunek 5 Inflacja i niespodzianka inflacyjna (lewy panel) oraz moce produkcyjne (prawy panel)	20
Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)	20
Rysunek 7 Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce	22
Rysunek 8 Dostępność finansowania dla sektora MSP	22
Rysunek 9 Nakłady brutto na środki trwałe w USD 2004-17 (ceny 2010 r.).....	22
Rysunek 10 Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)	22
Rysunek 11 Wybrane indeksy niepewności – Polska (SM NBP – lewy górny panel oraz Ankieta Makroekonomiczna NBP – prawy górny panel), Indeks EPU (UE, Niemcy, W. Brytania, Francja – lewy dolny panel oraz Świat – prawy dolny panel, skala logarytmiczna).....	23
Rysunek 12 Struktura wzrostu PKB w Polsce	24
Rysunek 13 Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS	24
Rysunek 14 Indeks optymizmu przedsiębiorców	24
Rysunek 15 Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)	24
Rysunek 16 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	26
Rysunek 17 Współczynnik nastrojów ESI	26
Rysunek 18 Wskaźniki PMI dla wybranych krajów.....	27
Rysunek 19 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od lipca 2000 r. do października 2017 r. wraz z wyznaczonymi okresami pogarszania koniunktury (dolny panel) oraz wartości statystyki testowej wraz z wartościami krytycznymi testu (górny panel)	29
Rysunek 20 Cykle odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od stycznia 2011 r. z bieżącego raportu oraz publikowane w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”	30
Rysunek 21 Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem	31
Rysunek 22 Cykl odchyień w okresie: styczeń 2000 r. – lipiec 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – lipiec 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel).....	31

<i>Rysunek 23 Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnieniu wahań do 4,5 roku</i>	<i>32</i>
<i>Rysunek 24 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2018 r.)</i>	<i>37</i>
<i>Rysunek 25 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)</i>	<i>37</i>
<i>Rysunek 26 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie II p. 2017 oraz I p 2018 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)</i>	<i>38</i>
<i>Rysunek 27 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)</i>	<i>40</i>
<i>Rysunek 28 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel - produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r</i>	<i>41</i>
<i>Rysunek 29 Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności.....</i>	<i>42</i>
<i>Rysunek 30 Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>42</i>
<i>Rysunek 31 Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>43</i>
<i>Rysunek 32 Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności</i>	<i>43</i>
<i>Rysunek 33 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>	<i>44</i>
<i>Rysunek 34 Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel).....</i>	<i>45</i>
<i>Rysunek 35 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>	<i>46</i>
<i>Rysunek 36 Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100).....</i>	<i>48</i>
<i>Rysunek 37 Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzajów działalności i klas wielkości.....</i>	<i>49</i>
<i>Rysunek 38 Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)</i>	<i>50</i>
<i>Rysunek 39 Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel).....</i>	<i>50</i>
<i>Rysunek 40 Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i I p. 2018 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2018 r. według rodzaju działalności</i>	<i>50</i>
<i>Rysunek 41 Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone).....</i>	<i>51</i>
<i>Rysunek 42 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.</i>	<i>54</i>
<i>Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)</i>	<i>55</i>
<i>Rysunek 44 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN).....</i>	<i>56</i>
<i>Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2019 r.</i>	<i>57</i>
<i>Rysunek 46 Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w I p. 2018 r.....</i>	<i>60</i>