



**VI 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	76
LITERATURA	80
SPIS TABEL	81
SPIS RYSUNKÓW	81

„VI 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: *„VI 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 *„VI 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

Obraz makroekonomiczny polskiej gospodarki praktycznie nie uległ zmianom w stosunku do zarysowanego w poprzedniej edycji badania. Po pięciu miesiącach br. aktualną sytuację makroekonomiczną Polski nadal należy oceniać jako bardzo korzystną. Dynamika PKB wciąż jest wysoka – w I kw. 2018 r., według wstępnych szacunków GUS wyniosła ona ok. 5,2% r/r. Wspiera ją głównie wysoki popyt krajowy, którego zasadniczym filarem nadal jest spożycie w sektorze gospodarstw domowych. Dane za I kw. 2018 r. potwierdziły też widoczny wzrost aktywności inwestycyjnej. Wkład eksportu netto do PKB okazał się natomiast ujemny. Zwraca uwagę wysoka kontrybucja zapasów – kategorii wahlowej i obciążonej sporymi błędami szacunku.

Mimo tak wysokiej dynamiki PKB polska gospodarka trwale znajduje się na ścieżce stabilnego wzrostu. Jako bardzo dobrą – i powyżej oczekiwań – należy oceniać aktualną sytuację budżetu; również po I kw. 2018 r. Inflacja znajduje się w paśmie wahań, ale poniżej celu polityki pieniężnej. Niskie są miary inflacji bazowej. Pomimo niskiego poziomu stóp procentowych i dobrej dostępności kredytu dynamika tej kategorii jest umiarkowana i nie generuje ryzyk.

Za korzystne należy uznać także najbliższe perspektywy polskiej gospodarki. Przede wszystkim nadal przewiduje się, że w 2018 r. bardzo dobry będzie stan gospodarki światowej. Według prognoz może ona wzrosnąć o ok. 4% r/r. Nieco gorszej sytuacji można jednak spodziewać się u największego partnera handlowego Polski – w Niemczech. Widać tam, i w niektórych innych krajach europejskich, oznaki cyklicznego osłabienia koniunktury.

Jeśli chodzi o czynniki wewnętrzne, to w dużym stopniu należy podtrzymać oceny formułowane w poprzednim RŁ. Wprawdzie można oczekiwać łagodnego spadku dynamiki konsumpcji, związanego z wygasaniem efektu programu 500+, ale jednocześnie nadal zwiększać się będzie prawdopodobnie aktywność inwestycyjna polskiej gospodarki. Będzie ona wspierana nie tylko przez poprawę stopnia wykorzystywania funduszy unijnych. Stymulująco będzie też wpływał tzw. cykl polityczny, związany z wyborami samorządowymi na jesieni tego roku i kampaniami wyborczymi w 2019 r. Niskie i ze stabilną perspektywą są również stopy procentowe. Ożywienie inwestycji zapewne wciąż będzie jednak stopniowe i w dużym stopniu dotyczyć będzie przedsięwzięć publicznych.

Mniej korzystnie niż w ostatnim roku może kształtować się eksport netto. Z jednej strony proimportowo mogą działać m.in. wyższe inwestycje oraz droższa ropa naftowa. Z drugiej, może nieco zmaleć dynamika polskiego eksportu – ze względu na pewne osłabienie kondycji gospodarki niemieckiej. Istotnym czynnikiem ryzyka mogą też być skutki ewentualnych dalszych działań protekcyjnych USA i potencjalnie możliwych retorsji ze strony innych krajów. Korygująco będzie tu jednak oddziaływał mechanizm płynnego kursu złotego.

Konfiguracja powyżej analizowanych czynników wskazuje na możliwość lekkiego spadku w br., w stosunku do 2017 r., dynamiki PKB Polski. Skala tego osłabienia będzie jednak zapewne bardzo nieznaczna. Korzystny wydaje się też bilans ryzyk dla takiego scenariusza. Przede wszystkim malejący wpływ programu 500+ na konsumpcję może kompensować wciąż obserwowany wyraźny wzrost płac; zwłaszcza w warunkach niskiego bezrobocia. Nadal bardzo dobre są też nastroje konsumentów. Wyższy popyt w II p. 2018 r. może też być jednym z efektów tzw. piątki Morawieckiego.

Negatywnym elementem bilansu ryzyka makroekonomicznego może być pewne osłabienie klimatu polityczno-gospodarczego pomiędzy USA i UE oraz „materializacja” ryzyk Brexitu, związana z nadchodzącymi terminami ostatecznych rozstrzygnięć. W szczególności nasilać się mogą działania protekcyjnych.

Powyższy jakościowy obraz ogólny wspierają bardziej szczegółowe analizy – zarówno pozycji cyklicznej gospodarki, jak i prognozy modelowe. Analiza dynamiki cyklu odchyła 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 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.

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 r. 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 przewiduje utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu PKB, zbliżonego do wstępnego odczytu za pierwszy kwartał br. Prognozy punktowe zarówno regularnego komponentu cyklicznego, jak i samego wskaźnika realnej dynamiki PKB w horyzoncie predykcji, przyjmują wartości pomiędzy 5% a 6%. Może to sugerować wystąpienie w okresie prognozy górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB. Należy jednak podkreślić, iż prezentowana prognoza wykorzystuje dane niezrewidowane – rewizja rachunków narodowych mogłaby w pewnym stopniu zmienić omawiane tu przewidywania.

W przypadku popytu krajowego w okresie predykcji przewidywana jest kontynuacja ogólnej tendencji wzrostowej, aż do trzeciego kwartału br., gdy tempo wzrostu popytu krajowego ma osiągnąć wartości zbliżone do 7% r/r. W kolejnych kwartałach oczekiwane jest wyraźne i systematyczne obniżenie dynamiki omawianego wskaźnika, osiągającego wartość ok. 3% w trzecim kwartale 2019 r. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest jednak znacząca.

Dobra sytuacja makroekonomiczna generalnie sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością; tym bardziej, że w polskich warunkach nie obserwujemy symptomów 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. Szkiełując obszary ich występowania warto przede wszystkim zaznaczyć, że przynajmniej w perspektywie do końca 2019 r. ich źródłem nie jest potencjalnie możliwe spowolnienie gospodarki. Zarówno wyniki *Raportu Makro*, jak i inne prognozy wskazują na bardzo dobre perspektywy wzrostu polskiej gospodarki w takim horyzoncie, a wyraźnie większą niepewność przypisują sytuacji gospodarczej dopiero po 2020 r.

Aktualnym źródłem problemów może być natomiast inna grupa zjawisk. Niska dynamika cen, pomimo silnego popytu w naszej gospodarce, wskazuje na występowanie mocnej presji konkurencyjnej, która w znaczącym stopniu utrudnia przeliczenie wzrostu kosztów w ceny wytwarzanych produktów. Jednocześnie polskie przedsiębiorstwa odczuwają obecnie wzrost niektórych kategorii kosztów – m.in. wynagrodzeń i niektórych surowców (ze względu na wzrost cen światowych i/lub osłabienie złotego). Paradoksalnie sprzyja temu wzrostowi kosztów 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 sytuacji gospodarczej, z drugiej zaś ciśnienia kosztów, powstrzymanego przez silną konkurencję. Problem wydaje się tym bardziej istotny, że ta dobra koniunktura może sprzyjać nadmiernemu optymizmowi firm przy jednoczesnym unikaniu działań oszczędnościowych i racjonalizujących koszty, restrukturyzacji etc. Można więc przypuszczać, że taka sytuacja będzie stopniowo prowadziła do pogorszenia się relacji kosztów i przychodów przedsiębiorstw. *Raport Mikro* wskazuje obszary wyraźnie podwyższonego zagrożenia upadłością, wynikającego m.in. właśnie z pogarszającej się sytuacji finansowej pewnych grup przedsiębiorstw; w tym spadku ich rentowności. W dodatku obszary te mogą wskazywać na pewne problemy strukturalne. Podwyższony poziom tego zagrożenia dotyczy bowiem segmentu firm średnich – niezwykle ważnego z punktu widzenia demografii przedsiębiorstw i fundamentów długookresowego rozwoju gospodarki. W układzie wg sekcji zagrożenie to monotonicznie rośnie i już jest zbyt wysokie w Usługach. Trend rosnący obserwujemy także w Transporcie i Budownictwie. Ponieważ wiedza teoretyczna i praktyczna o przedsiębiorstwach działających w takiej konfiguracji czynników makroekonomicznych jest dość skromna, w przypadku systemów wczesnego ostrzegania wynika z tego konieczność szczególnie starannego monitorowania sytuacji.

Warto zatem przypomnieć (dla sektora przedsiębiorstw ogółem w kwartałach nieparzystych analizy nie są aktualizowane ze względu na brak nowych danych GUS dla firm małych), że bardziej szczegółowe badania przeprowadzone w ramach komponentu Mikro pokazały, iż sytuacja sektora ogółem w II p. 2017 r. opisana jest wzrostem zagrożenia; zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Tym samym, relatywnie stabilne warunki charakterystyczne do końca 2015 r. zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia w ostatnich czterech półroczach. Jednocześnie odnotowany po okresie stabilizacji wzrost stopnia zagrożenia upadłością w ostatnich czterech półroczach wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2018 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego przewidują wzrost zagrożenia o malejącej intensywności – w I p. 2018 r. +2,7% r/r, natomiast II p. 2018 r. +1,1% 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, pomimo dodatkowej korekty oczekiwanych wyników całej gospodarki za 2017 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nie wygaszenie kluczowych czynników ryzyka oraz przy braku wzrostu inwestycji i niskiej (także słabnącej) sprawności przedsiębiorstw.

W II p. 2017 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia upadłością r/r. W ramach ich rodzajów tylko przedsiębiorstwa usługowe odnotowały poprawę (pogorszenie w handlu, a zwłaszcza w produkcji). Ogólna ocena jest neutralna, bliska ostrzeżeniu. Występują okresowe wahania wartości stopnia zagrożenia, bez wyraźnej tendencji wzrostowej. Ostatnie obserwacje wskazują na utrzymanie zasadniczo stabilnej sytuacji, w kierunku niewielkiej poprawy. Zmieniła się w I p. 2017 r. fazowość zmian – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na pierwsze półrocza roku.

Jak wspomniano, dostępne dane finansowe za I kw. 2018 r. obejmują jedynie przedsiębiorstwa duże i średnie. Aktualne wyniki dla tych dwóch grup podmiotów nie są korzystne i wskazują na dalsze pogarszanie się sytuacji w przedsiębiorstwach średnich. Pogorszenie najbardziej widoczne było w zakresie: wypłacalności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności bieżącej.

Także w przedsiębiorstwach dużych miało miejsce w I kw. 2018 r. pogorszenie sytuacji. Istotne negatywne zmiany dotyczyły wskaźnika wypłacalności, rentowności operacyjnej aktywów, płynności szybkiej oraz rentowności operacyjnej sprzedaży.

W efekcie, sytuacja przedsiębiorstw średnich ogółem wskazuje ponownie na wzrost zagrożenia w I kw. 2018 r. Dotyczył on przede wszystkim usług – w produkcji był nieznaczny, a w handlu miał miejsce niewielki spadek. Od I kw. 2017 r. widoczne jest wejście w okres wzrostu zagrożenia. Zła sytuacja w usługach zaważyła na całej klasie przedsiębiorstw średnich. Prognoza wskazuje na dalsze możliwe przekraczanie poziomu wysokiego wartości stopnia zagrożenia. Oczekiwany wzrost zagrożenia w okresie II kw. 2018 r. – I kw. 2019 r. związany jest z dalszym pogarszaniem się sytuacji w usługach.

Również przedsiębiorstwa duże ogółem wykazały w I kw. 2018 r. wzrost zagrożenia, przy niekorzystnej tendencji długookresowej. W pewnym stopniu nastąpiło zmniejszenie okresowych wahań, także dalej prognozowane. Prognozy na II kw. 2018 r. – I kw. 2019 r. także wskazują na wzrost zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa, natomiast w produkcji wzrost ten będzie nieznaczny. Spadek zagrożenia przewidywany jest dla handlu.

W przekroju działowym w produkcji po pozytywnych ostatnich dwóch odczytach scenariusz neutralny zakłada przejście z fazy wzrostu zagrożenia do krótkookresowej stabilizacji, także dla scenariusza pesymistycznego. W usługach kontynuacja tendencji wzrostu zagrożenia, przy osłabieniu jej intensywności, ale nadal z utrzymaniem wysokiego poziomu. Scenariusz neutralny zakłada kontynuację

tych zmian, z pogłębieniem ich intensywności dla scenariusza pesymistycznego. Handel charakteryzowała tendencja spadkowa, a ostatnie odczyty oraz scenariusz neutralny zakładają przejście do krótkoterminowej stabilizacji. Scenariusz pesymistyczny wyznacza wzrosty zagrożenia.

Jeśli chodzi o wiodące sekcje PKD (działach gospodarki narodowej) skokowa i głęboka poprawa sytuacji r/r nastąpiła w II p. 2017 r. w Górnictwie i wydobywaniu, a dalej – w Wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię oraz w Informacji i komunikacji. Wzrost stopnia zagrożenia dotyczył w niewielkim stopniu przetwórstwa przemysłowego, w większym Budownictwa oraz Transportu i Gospodarki magazynowej. W Górnictwie i wydobywaniu (skokowe obniżenie zagrożenia i prowadzona restrukturyzacja) nie jest możliwe zbudowanie wiarygodnej prognozy (stabilizacja). W wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię scenariusz neutralny zakłada stabilizację krótkoterminową, ze znacznymi wahaniami wartości. Wyczerpała się ścieżka dalszej poprawy sytuacji w przetwórstwie przemysłowym, którą zastąpił wzrost zagrożenia i odejście in plus od granicy poziomu ostrzegawczego. W Budownictwie scenariusz neutralny podtrzymuje ścieżkę wzrostu zagrożenia, a pesymistyczny nadaje jej wyższą intensywność. W Transporcie i gospodarce magazynowej przy przekroczeniu poziomu wysokiego, kontynuacja wzrostu zagrożenia, bliższa stabilizacji w scenariuszu optymistycznym. W Informacji i komunikacji scenariusz neutralny zakłada kontynuację ścieżki słabej tendencji spadkowej, a pesymistyczny 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 działy w poszczególnych klasach wielkości. W działach tych wystąpił bowiem ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością oraz ponadprzeciętna liczba pracujących (wzorzec I). Są to dla:

przedsiębiorstw ogółem:

- produkcja urządzeń elektrycznych (dział PKD 27),
- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (dział PKD 29),
- naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń (dział PKD 33),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (dział PKD 42),
- działalność związana z zatrudnieniem (dział PKD 78),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (dział PKD 52),
- działalność pocztowa i kurierska (dział PKD 53),
- 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),

Uwzględniając dane za I kw. 2018 r. w klasie firm średnich i dużych szczególną uwagę należy zwrócić na działy:

w grupie przedsiębiorstw średnich:

- produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (23),
- działalność związana ze zbieraniem, przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów (38),
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi (47),
- transport lądowy oraz rurociągowy (49),

- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42),
- działalność związana z obsługą rynku nieruchomości (68),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52).

w grupie przedsiębiorstw dużych:

- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (29),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (25),
- produkcja urządzeń elektrycznych (27),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nie sklasyfikowana (28),
- działalność związana z zatrudnieniem (78),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (52),
- działalność usługowa związana z utrzymaniem porządku w budynkach i zagospodarowaniem terenów zieleni (81),
- działalność detektywistyczna i ochroniarska (80),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (42).

WPROWADZENIE

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

- *VI Raportie z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016-2018 – komponent makroekonomiczny*⁸,
- *VI 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 (45 247 podmiotów ogółem, w tym: 29 595 małych w II p. 2017 r. oraz 12 353 średnich i 3 299 dużych w I kw. 2018 r.). Raporty wykorzystujące dane F-01 GUS za kwartały nieparzyste aktualizują jedynie wyniki dla przedsiębiorstw dużych i średnich, gdyż tylko takie są uwzględniane w tych danych.

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

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

¹⁰ I szczegółowo 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 II p. 2017 r. dla danych ogółem oraz I kw. 2018 r. dla przedsiębiorstw dużych i średnich. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do I 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 25 czerwca 2018 r. (dla danych miesięcznych) i I 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.

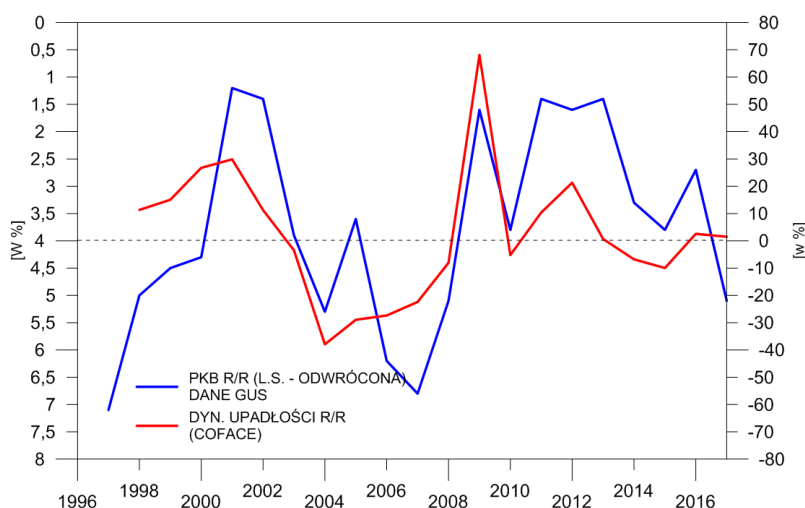
Raport kończy słowniczek wykorzystywanych najważniejszych definicji i pojęć.

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. Za 2017 r. dane wstępne.

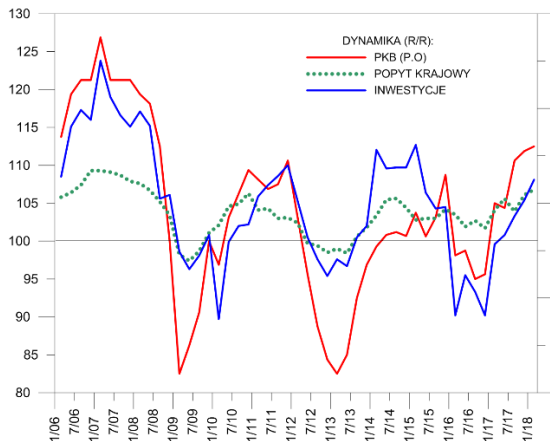
1.2 GŁÓWNE ELEMENTY SYTUACJI MAKROEKONOMICZNEJ POLSKI

Według aktualnych szacunków GUS dynamika PKB Polski w I kw. 2018 r. była wyższa niż w poprzednim i wyniosła ok. 5,2% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był – podobnie jak w okresie ostatnich osiemnastu kwartałów – popyt krajowy (wzrost o 6,8% r/r). Spożycie w tym okresie wzrosło o 4,5% r/r, przy czym wyraźnie szybciej w sektorze gospodarstw domowych (4,8% r/r) niż w sektorze publicznym (3,6% r/r).

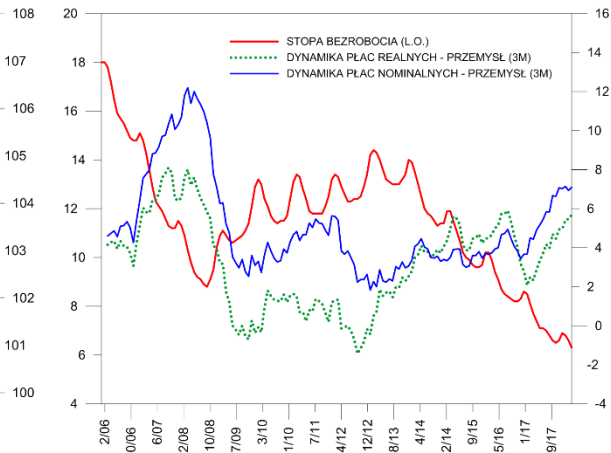
Rezultaty I kw. 2018 r. wskazują na dalszą poprawę aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły bowiem o 8,1% r/r – istotnie szybciej niż w poprzednim kwartale. Osiągnięty poziom aktywności inwestycyjnej – mimo przyspieszenia – oznacza jednak, że kontrybucja tego „silnika” do ogólnego wzrostu (0,9 p.p.) jest wciąż wyraźnie niższa niż spożycia ogółem (3,6 p.p.). Nie została więc przełamana jedna z podstawowych słabości ścieżki wzrostu gospodarczego w okresie ostatnich dwóch lat, opartej głównie na wzroście konsumpcji. Z punktu widzenia oceny struktury wzrostu nie jest także

korzystny wysoki wkład zapasów – 1,9 p.p. Jest to bowiem silnie zmienny składnik, którego szacunki mogą też być obarczone sporym błędem.

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

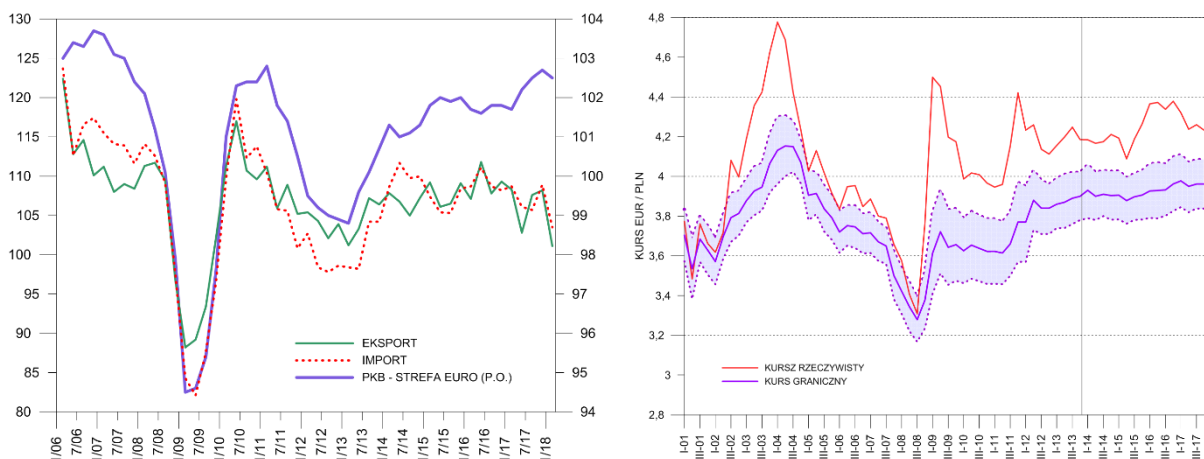


Rysunek 3. Stopa bezrobocia i dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nominalnych w przemyśle (w %)



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 I kw. 2018 r. ujemny okazał się wkład eksportu netto do wzrostu PKB (-1,2 p.p.). W okresie tym eksport wzrósł zaledwie o 1,1 % r/r, a import – o 3,5% r/r. Powstaje pytanie, czy jest to odosobnione zdarzenie, czy tendencja związana m.in. z gorszą koniunkturą u niektórych naszych partnerów handlowych, głównie w Niemczech.

Na podstawie dostępnych danych miesięcznych można przewidywać, że solidne tempo wzrostu utrzymało się również w I kw. 2018 r. Świadczyć o tym może m.in.: niskie i wciąż spadające bezrobocie, bardzo wysokie współczynniki wykorzystania mocy produkcyjnych, wysokie dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji sprzedanej przemysłu. Zwrócić też trzeba uwagę na nadal bardzo dobre, choć lekko spadające, odczyty ogólnego klimatu gospodarczego w całym II kw. br.

Oceniając bieżące dane nie można jednak pominąć pewnych sygnałów niekorzystnych. Wprawdzie są to pojedyncze obserwacje, ale mogą one zwiastować zbliżenie się punktu zwrotnego koniunktury. Przede wszystkim roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal jest wysoka, jest od kilku miesięcy praktycznie stała i jednocześnie niższa od obserwowanej w ubiegłym roku. Nieco słabsze od ubiegłorocznych są też miesięczne wzrosty tej kategorii. Może to świadczyć o istotnym

przybliżeniu się gospodarki do bariery zatrudnienia. Choć występujący już od dłuższego czasu w niektórych branżach deficyt rąk do pracy, był łagodzony – przynajmniej częściowo – importem siły roboczej, powstaje pytanie, czy te 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. Warty uwagi sygnałem jest wspomniany już widoczny spadek dynamiki polskiego eksportu. Gdyby to zjawisko okazało się trwalsze, kontrybucja eksportu netto mogłaby okazać się ujemna także w dłuższym horyzoncie. Wyższa aktywność inwestycyjna łączy się bowiem na ogół z podwyższonym importem.

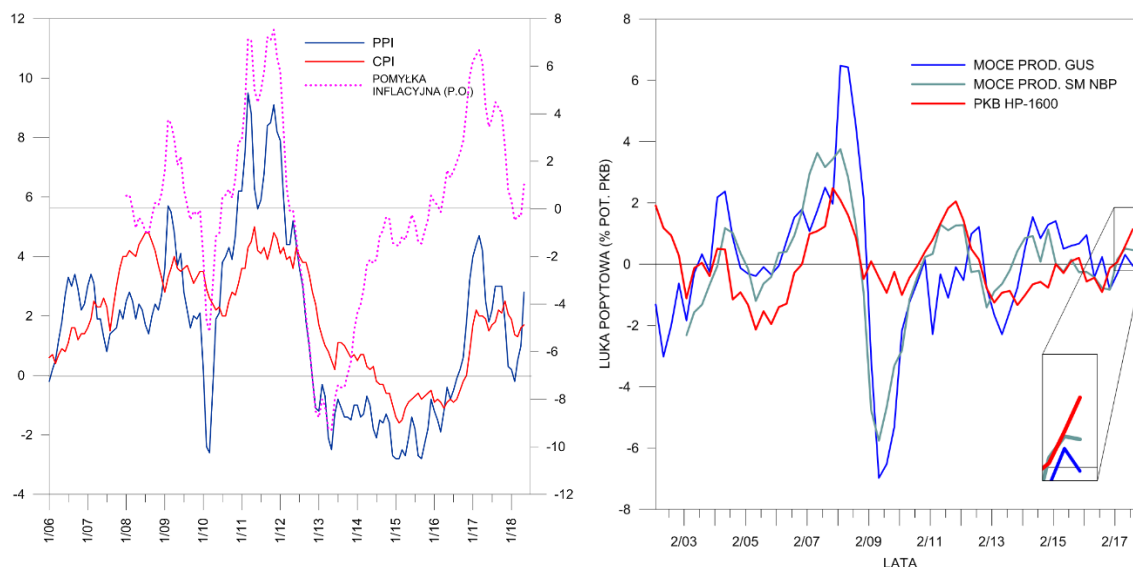
Są też oczywiście czynniki, które mogą odsuwać moment wystąpienia punktu zwrotnego koniunktury. Może tak działać m.in. duża aktywność w obszarze inwestycji publicznych – związana nie tylko z bardziej dynamicznym wykorzystaniem środków z nowej perspektywy finansowej, ale także pozytywnym wpływem na koniunkturę tzw. cyklu wyborczego.

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.

Przede wszystkim należy podkreślić, że nowe informacje potwierdziły większość ocen i hipotez sformułowanych w poprzedniej wersji Raportu Łącznego. Po pierwsze, nadal dobre są perspektywy utrzymywania się wysokiej dynamiki spożycia, w tym w sektorze gospodarstw domowych. Sprzyja temu wciąż niskie bezrobocie i wynikający m.in. z sytuacji na rynku pracy wzrost wynagrodzeń. Dobra sytuacja na tym rynku pozytywnie oddziałuje również pośrednio na skłonność do konsumpcji. Podwyższają ją bardzo dobre nastroje konsumentów, skutkujące wyższym optymizmem tak w zakresie bieżących zachowań konsumenckich, jak i oczekiwań. Ponieważ obecna wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego jest w istotnym stopniu efektem mnożnikowym programu 500+ warto 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).

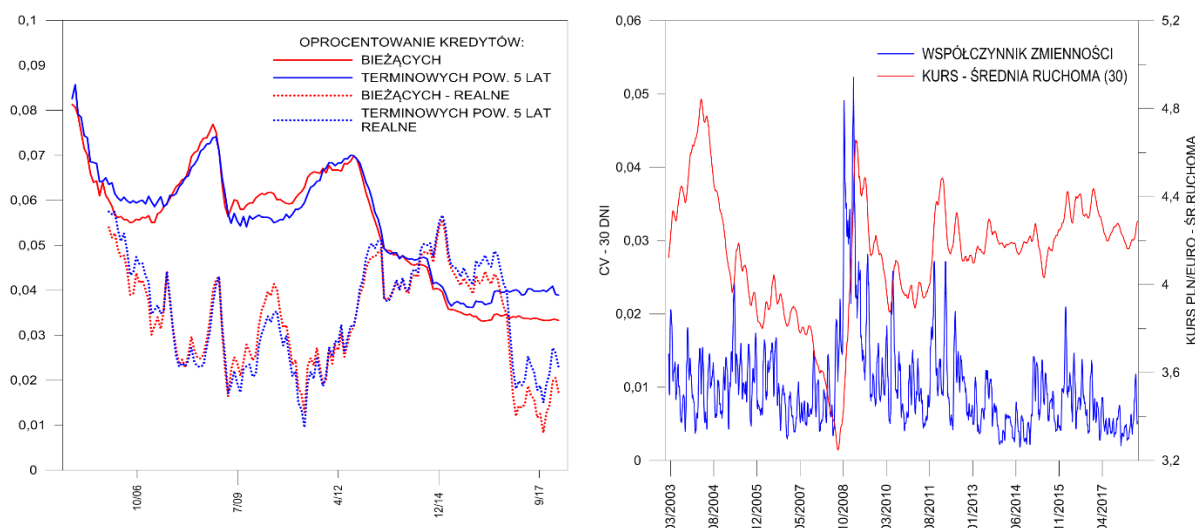
Wciąż trudna jest ocena kształtowania się inwestycji; nawet w średnim horyzoncie. Przede wszystkim nadal ze sporą ostrożnością należy podchodzić do „mechanicznych” argumentów rzekomo implikujących istotny wzrost tej kategorii w najbliższym czasie. Wprawdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych jest w polskiej gospodarce rekordowo wysokie (Rysunek 19), 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 luka PKB (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 nadal nie pojawiły się tu nowe istotniejsze informacje. Warto więc tylko przypomnieć (Rysunek 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 (Rysunek 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.

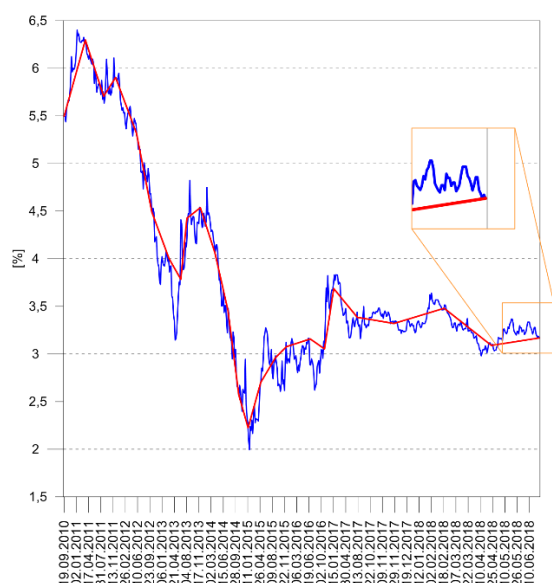
Wydaje się, że nadal nadużywany bywa też argument o hamującym inwestycje poziomie ryzyka w polskiej gospodarce. Trudno bowiem wskazać typowe wskaźniki makroekonomiczne, które by potwierdzały takie ryzyko (Rysunek 6, Rysunek 7). W szczególności, o przeciwnych tendencjach świadczą takie indykatory, jak: spadek rentowności polskich obligacji długookresowych, niskie i stabilne w dłuższym horyzoncie stopy oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, czy bardzo dobre bieżące wyniki budżetu. W dodatku, szereg typowych indeksów ryzyka wykazuje tendencje spadkowe, choć ich poziom wciąż należy oceniać jako podwyższony w stosunku do sytuacji sprzed wybuchu kryzysu finansowego (Rysunek 11). Czynnikiem amortyzującym część ryzyka wciąż jest także wysoki popyt konsumpcyjny; zwłaszcza w sytuacji, gdy wyraźnie wspierają go dochody ze świadczeń społecznych – potencjalnie mniej zmienne niż z pracy. Warto też podkreślić, że również w międzynarodowych kręgach ekonomistów panuje coraz powszechniejsze przekonanie, iż dotychczas często przeceniany był wpływ ryzyka – głównie politycznego – na inwestycje.

Proinwestycyjnie może działać także to, że wysokie tempo rozwoju polskiej gospodarki okazuje się trwalszą tendencją o dobrych perspektywach, potwierdzaną m.in. przez kolejne wysokie odczyty PKB. 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, jak i inne dane; w tym dotyczące klimatu gospodarczego. Te dobre dane makro przekładają się z kolei m.in. na pozytywne – mimo pewnego spadku – nastroje przedsiębiorców (Rysunek 14). Powinno to pozytywnie wpływać na dalsze ożywienie w inwestycjach; w tym także na klimat inwestycyjny w firmach prywatnych.

Inwestycjom niewątpliwie sprzyjają też wciąż niskie i stabilne nominalne stopy procentowe (Rysunek 6), które ze względu na lekki wzrost inflacji wykazują także pewien spadek w wymiarze realnym. Poziom dostępności kredytu dla sektora MSP (Rysunek 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.

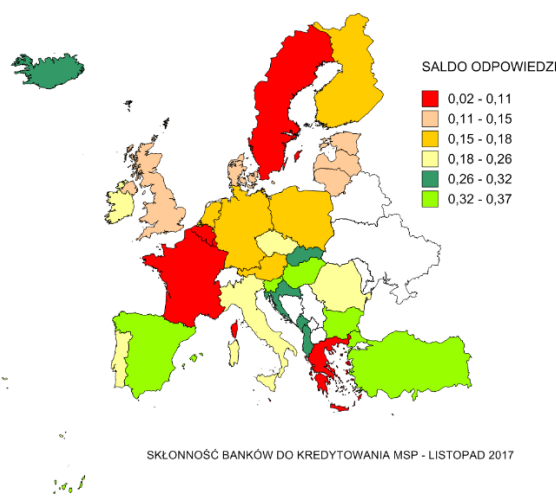
Jeśli chodzi o ostatni z analizowanych tu czynników – eksport netto – to należy przede wszystkim podkreślić, że wg aktualnych prognoz wiodących ośrodków (m.in. Banku Światowego, OECD) w 2018 r. można spodziewać się bardzo dobrej koniunktury w gospodarce światowej. Pewnym problemem może być jednak osłabienie 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.

Rysunek 7. Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych w Polsce



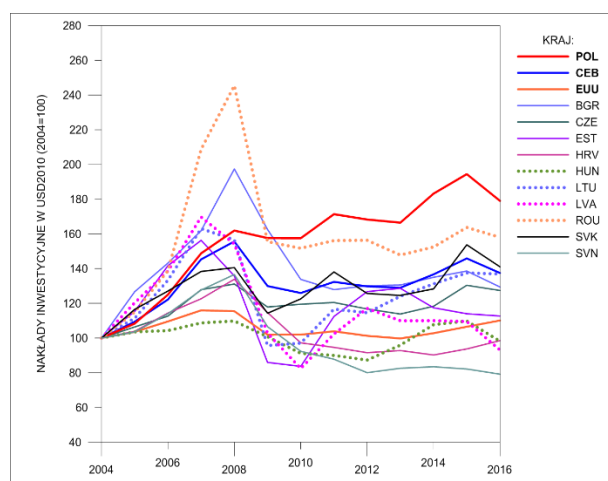
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych

Rysunek 8. Dostępność finansowania dla sektora MSP



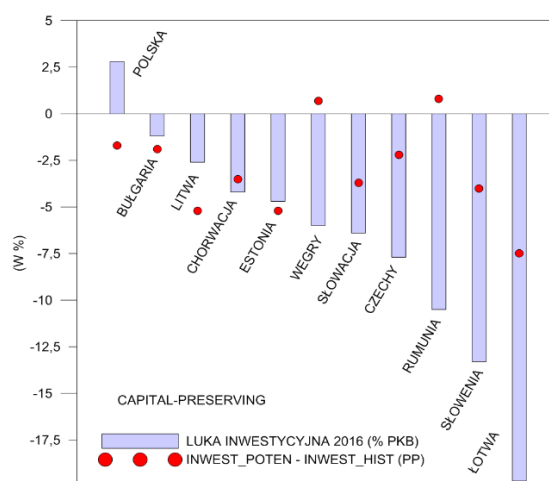
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych SAFE – ECB

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



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego

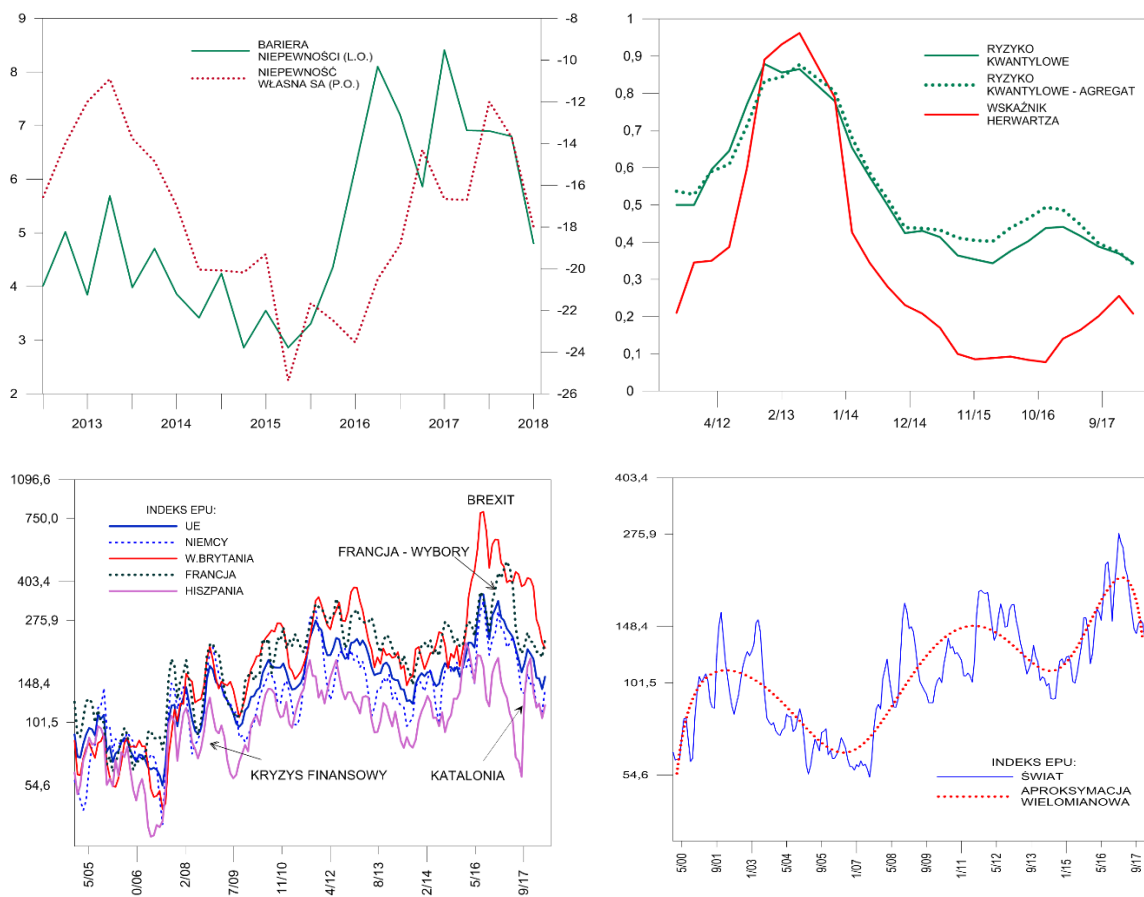
Rysunek 10. Luka inwestycyjna w wybranych krajach (w % PKB)



Źródło: Zestawienie na podstawie danych EIB

Powstaje oczywiście pytanie, jak równoległe 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.). Oczywiście powyższe przewidywania mają charakter wyłącznie kierunkowy i obarczone są istotną niepewnością. Warto też zaznaczyć, że prognozy dla gospodarki światowej, w tym dla Niemiec na 2019 r., choć dobre, to wskazują na pewne spowolnienie dynamiki wzrostu. Mogłoby to oznaczać także bardziej trwałe osłabienie polskiego eksportu, za którym – zwłaszcza w przypadku przyspieszenia inwestycji – nie musiały 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)



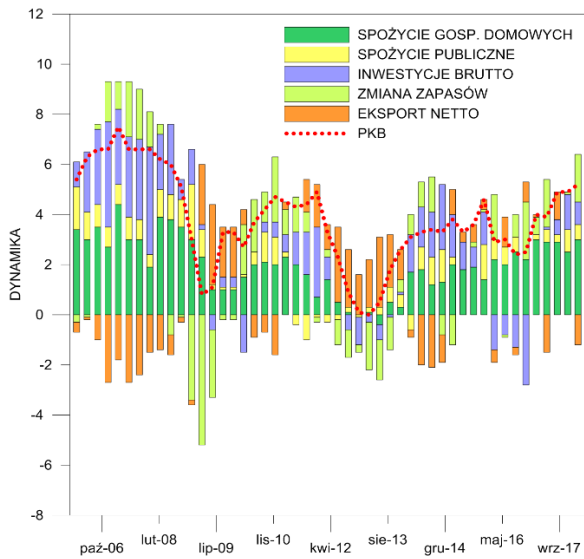
Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Herwartz i Kholodilin (2014), Moor (2016), NBP (2017) oraz rekonstrukcji danych NBP (2017b).

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 będzie 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 odchyleń. 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.

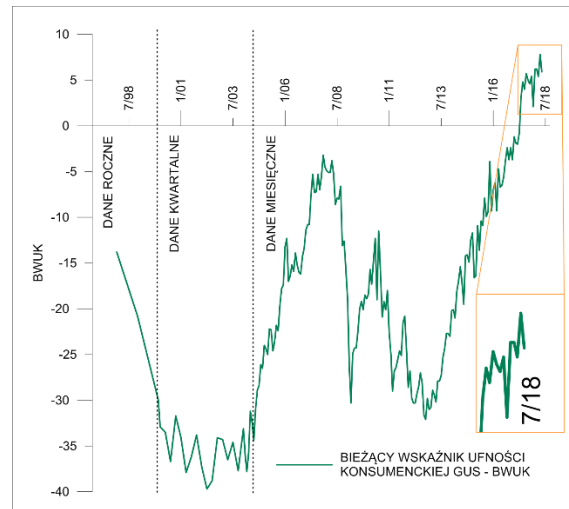
¹⁴ Opis konstrukcji wskaźnika Herwartz znajduje się w pracy: Herwartz i Kholodilin (2014).

Rysunek 12. Struktura wzrostu PKB w Polsce

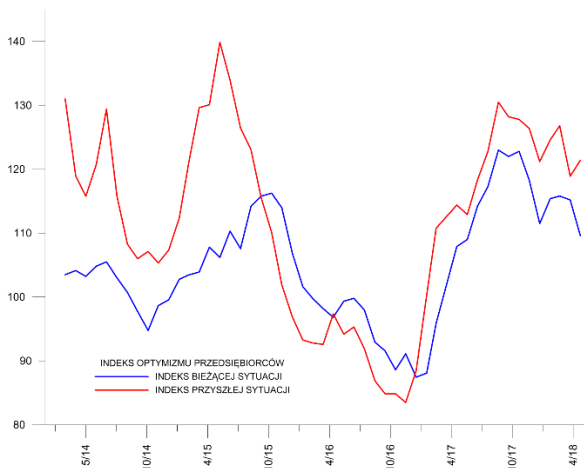


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 13. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej GUS

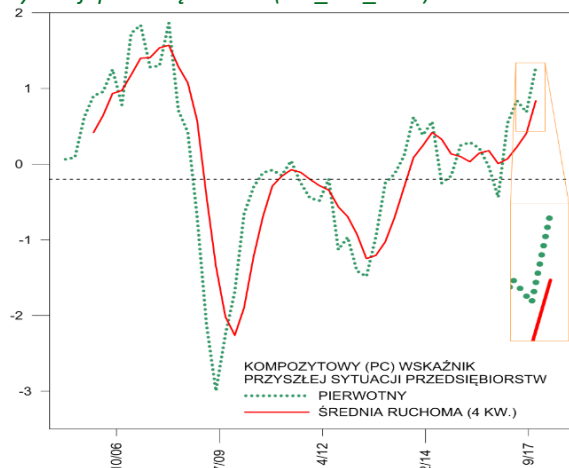


Rysunek 14. Indeks optymizmu przedsiębiorców



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.

Rysunek 15. Kompozytowy indeks prognozowanej sytuacji przedsiębiorstw (KIP_SM_NBP)



Bardzo korzystne wyniki gospodarcze powodują, że prognozy wzrostu w Polsce na lata 2018-19 są istotnie korygowane w górę (por. Tabela 1). Większość z nich przewiduje jednak nieco niższe tempo wzrostu PKB w 2018 r. od wyniku ubiegłorocznego. Oczekuje się też, 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/}	4,4	3,6
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	4,3	3,7
OECD	4,2	3,8
Fitch	3,9	3,2
Standard&Poor's	4,5	3,5
Moody's	4,3	4,0

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 uwarunkowania jakościowe.

Po pierwsze, wysoka dynamika PKB zazwyczaj sprzyja spadkowi stopnia zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Pokazują to zarówno dane krajowe (Rysunek 1), jak i międzynarodowe (Rysunek 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 zaledwie jako przeciętną (Rysunek 14, Rysunek 25). 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.

1.3 AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

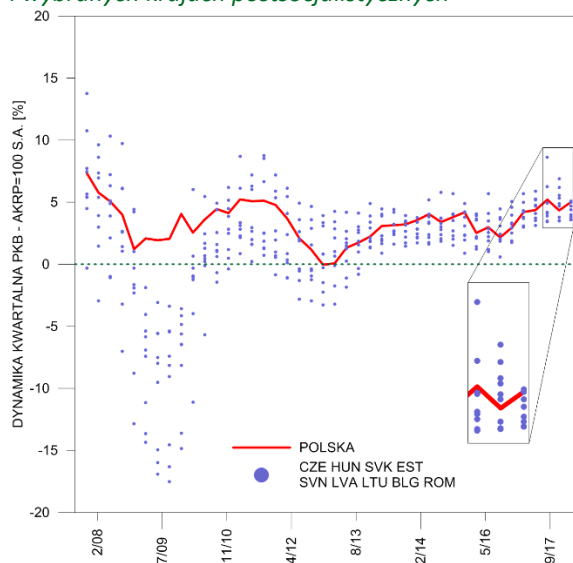
Kolejne dane i prognozy potwierdzają bardzo dobre oceny stanu gospodarki światowej w 2018 r. i solidne perspektywy na lata następne. Można przewidywać, że przez najbliższe dwa lata jej dynamika będzie zbliżona do 4% r/r. Wysoką dynamikę osiągną także kraje rozwijające się (Tabela 2). Pozytywne są również oceny stanu gospodarki amerykańskiej i chińskiej. Nadal dobra, choć lekko słabnąca, jest kondycja strefy euro; w tym koniunktura w sektorze przedsiębiorstw. Część danych sugeruje jednak możliwość pewnego pogorszenia sytuacji (por. Rysunek 18). W szczególności może ono dotyczyć tak ważnej dla koniunktury w Polsce gospodarki Niemiec – oczekuje się niższej niż w 2017 r. dynamiki PKB tego kraju, a indeksy PMI i ZEW są słabnące.

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

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

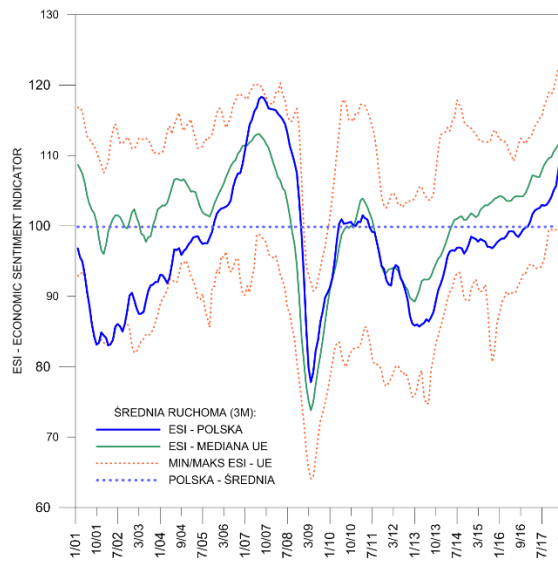
Źródło: zestawienie na podstawie: OECD Interim Outlook Forecasts March 2018.

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



Źródło: zestawienie na podstawie danych IMF.

Rysunek 17. Współczynnik nastrojów ESI



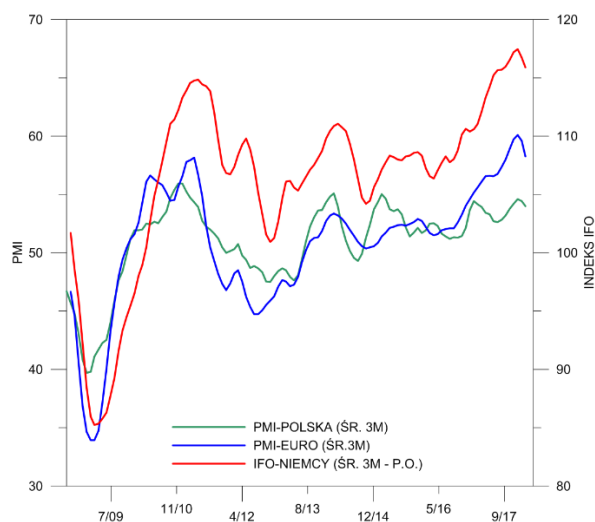
Źródło: zestawienie na podstawie danych Eurostatu

Istnieje kilka przyczyn, dla których mimo bardzo dobrych nastrojów społecznych rozwój części krajów może spowolnić 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. Sytuacja ta może 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 stopniowo odchodzi od luźnej polityki pieniężnej. Może to powodować m.in. spadki cen niektórych aktywów, w tym akcji przedsiębiorstw, pogarszając także globalny klimat inwestycyjny.

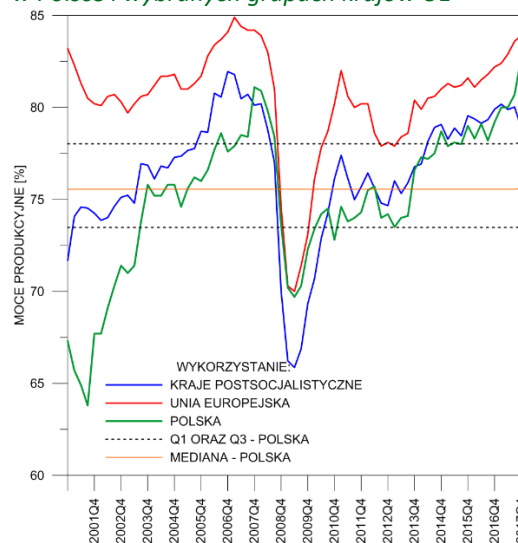
Na tle europejskich krajów postsocjalistycznych, Polska gospodarka rozwija się obecnie bardzo dynamicznie. Warto jednak podkreślić, że w I kw. br. zaobserwowano lekki spadek dynamiki wzrostu PKB w tej grupie państw.

Rysunek 18. Wskaźniki PMI dla wybranych krajów



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

Rysunek 19. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce i wybranych grupach krajów UE



Źródło: zestawienie na podstawie danych KE

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 20 – 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. 7% oraz ok. 7%.

Wyodrębniony cykl odchyień dla logarytmu scentrowanej średniej ruchomej analizowanej zmiennej przedstawia Rysunek 20 (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.

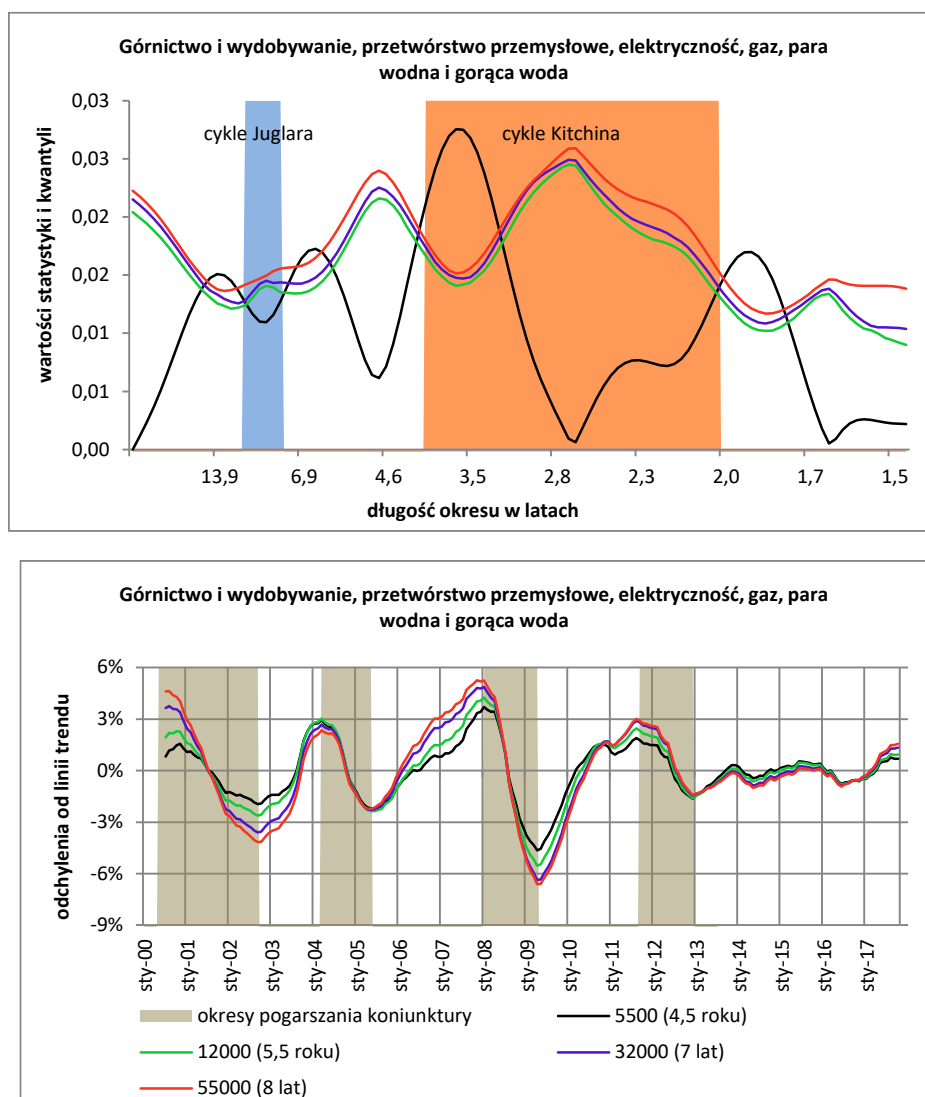
¹⁸ Metodologia prowadząca do estymacji długości wahań cyklicznych oraz – w konsekwencji – do wyodrębnienia cyklu odchyień została przedstawiona w *Raporcie metodologicznym zespołu makroekonomicznego*.

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 20. Cykl odchyleń 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)



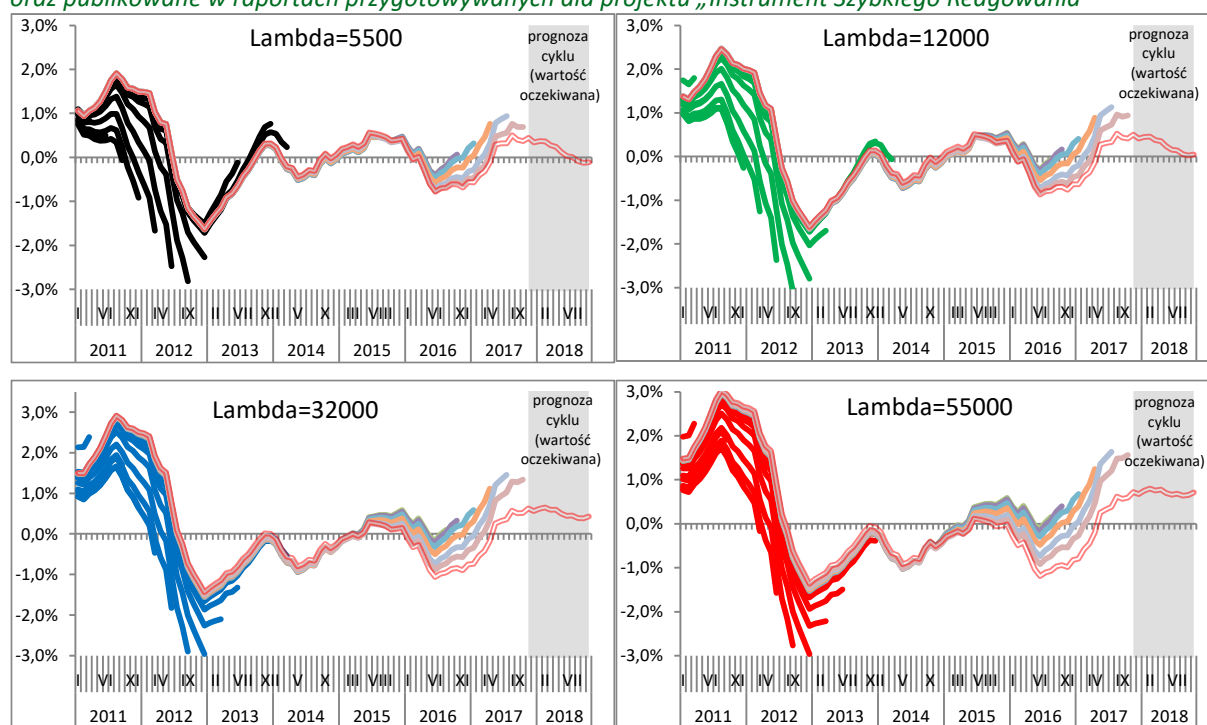
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 21 przedstawia wartości cykli odchyleń od stycznia 2011 r., otrzymane w bieżącym raporcie i zestawione z wynikami otrzymanymi w raportach przygotowywanych dla projektu „Instrument Szybkiego Reagowania”. Wartości cykli odchyleń za ostatnie około 3-4 przedstawione lata wskazują (dla wszystkich wartości parametru wygładzającego λ) na znacznie niższą amplitudę wahań cyklu odchyleń (wynoszącą ok. $\pm 1,5\%$) niż przed tym okresem. Okres ten (3-4 ostatnich lat) można scharakteryzować jako okres o utrzymującej się dobrej koniunkturze z podokresami o niewielkich wahaniami związanymi ze zmianami koniunktury (wyrażonych w procentowym odchyleniu od ogólnej tendencji rozwojowej). Dla niższych wartości parametru wygładzającego λ (tj. uwzględniających wahania cykliczne do ok. 5-6 lat) prognoza punktowa cyklu odchyleń wskazuje na spadek aktywności gospodarczej począwszy od 2018 roku. Z kolei dla wyższych wartości parametru wygładzającego λ (uwzględniających wahania cykliczne do ok. 8 lat), prognoza punktowa cyklu odchyleń wskazuje jedynie na wyraźne wyhamowanie tendencji do wzrostu wartości cyklu odchyleń od początku 2018 r. i tendencję do nieznacznego spadku jego wartości lub stabilizacji na stałym poziomie (ok. 0,5-1,0%).

Rysunek 22 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 odchyień 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 21. 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”



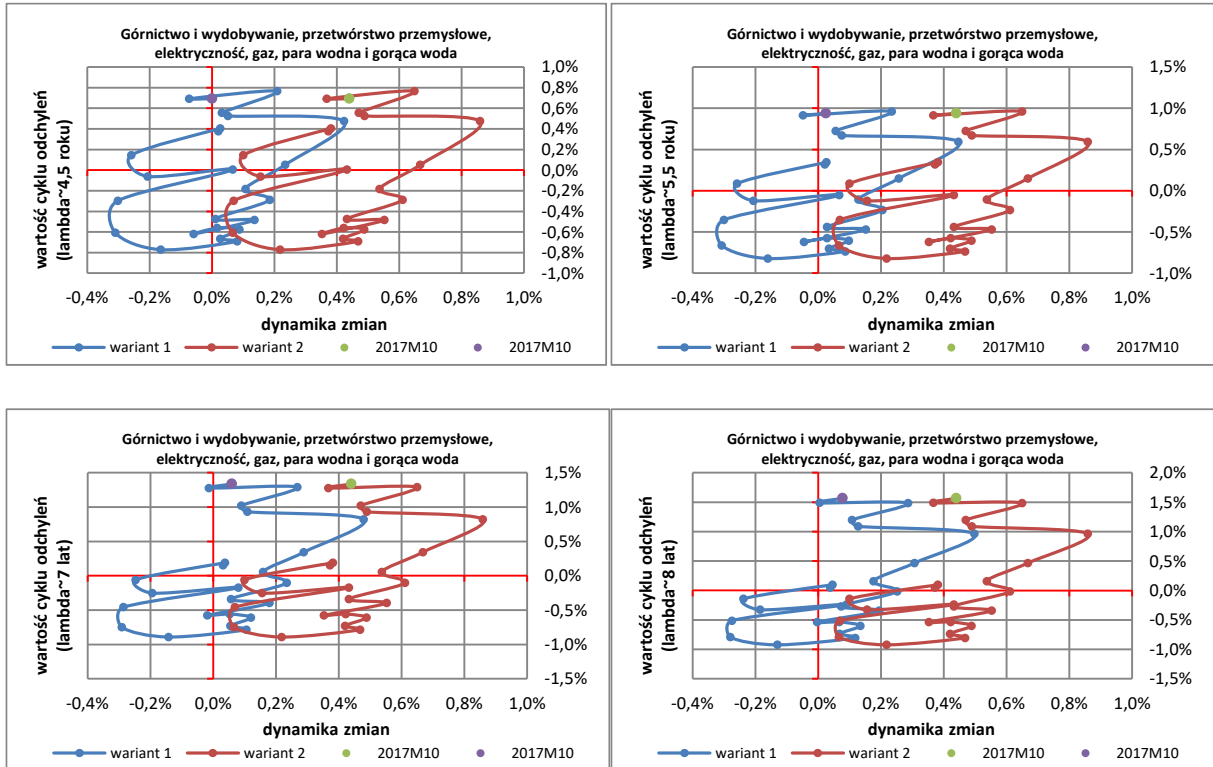
Źródło: Raport Makro.

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 odchyień dodatkowych obserwacji (do października 2017 r.). Wyodrębniony cykl odchyień przedstawiono graficznie (por. Rysunek 23).

Analiza dynamiki cyklu odchyień wielkości produkcji przemysłowej oczyszczonego z wahań sezonowych (por. Rysunek 23) pozwala na scharakteryzowanie okresu ostatnich trzech lat (do kwietnia 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 początku 2018 r. roku widoczna jest tendencja do stabilizacji wartości cyklu odchyień, co wskazuje na wyhamowanie tendencji do poprawy koniunktury z możliwością jej osłabienia w kolejnych miesiącach.

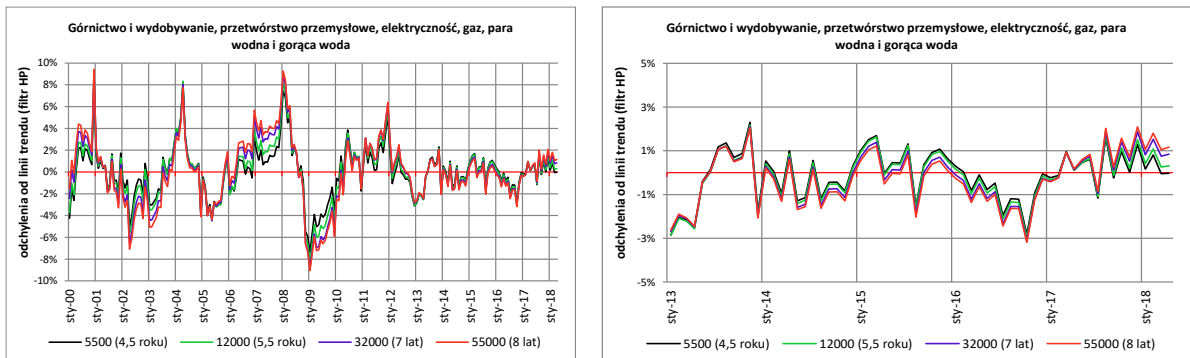
²² Dane oczyszczone z wahań sezonowych zaczerpnięto z portalu Eurostat.

Rysunek 22. Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem



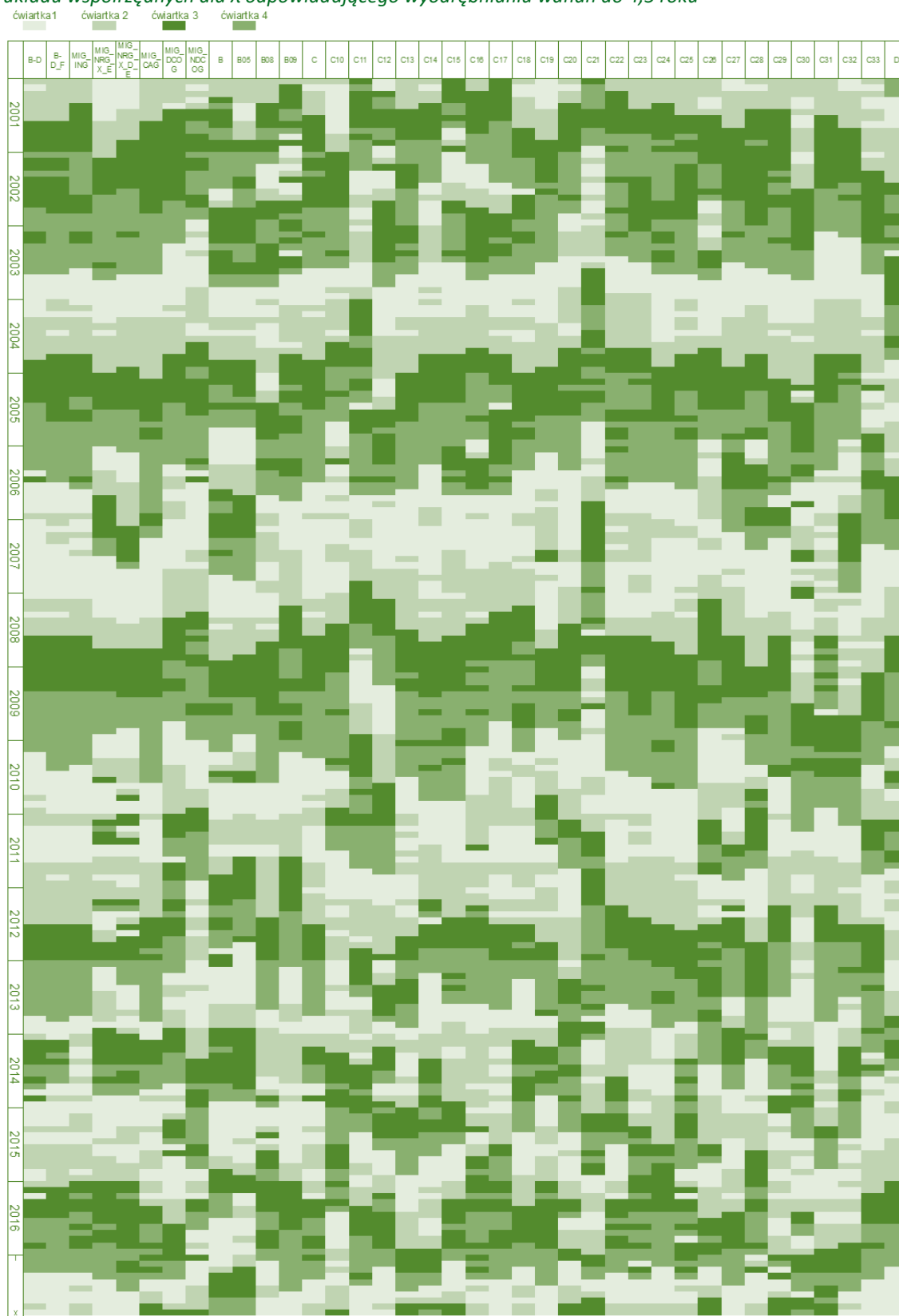
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 23. Cykl odchylen w okresie: styczeń 2000 r. – styczeń 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – kwiecień 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 24. 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 Rysunek 24. 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 umożliwi 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.

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

- W przypadku produktu krajowego brutto ostatnie punkty zegara (za III kwartał 2017 r.) w wariacie klasycznym kontynuują ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych (dla wszystkich przyjętych wartości parametrów wygładzających). Wskazuje to na dalszą poprawę koniunktury. Niskie odchylenie cyklu jest jednak dodatkowym źródłem niepewności co do dalszej jego dynamiki.
- Cykl odchylen produkt krajowego brutto wskazuje w dalszym ciągu na występowanie w polskiej gospodarce cykli koniunkturalnych o okresie około 3-4 lat.
- W ostatnich trzech latach wzrost PKB można scharakteryzować jako stabilny w czasie (zegary cyklu koniunkturalnego dla PKB w wariacie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej układu współrzędnych). Na podstawie położenia punktów zegara dla PKB w wariacie 2, średni kwartalny (z kwartału na kwartał) wzrost PKB w ostatnich trzech latach do trzeciego kwartału 2017 r. włącznie – jest szacowany na ok. 0,9%.
- W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy oznaki (dla niskich wartości parametrów wygładzających) zbliżania się ostatnich punktów zegara do drugiej ćwiartki układu współrzędnych.

Wskazuje to na wyhamowanie tendencji do oddalania się cyklu odchyłeń dla spożycia prywatnego od ogólnej tendencji rozwojowej.

- W przypadku akumulacji brutto oraz nakładów brutto na środki trwałe ostatnie punkty zegara (III kwartał 2017 r.) przechodzą do pierwszej ćwiartki układu współrzędnych lub znajdują się na osi poziomej pomiędzy trzecią a czwartą ćwiartką układu współrzędnych. Wskazuje to na poprawę koniunktury do III kwartału 2017 r.
- Dla eksportu oraz importu towarów i usług w ostatnich 3-4 latach obserwujemy w dalszym ciągu niską amplitudę wahań cyklu odchyłeń. Zegary cyklu w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej, co wskazuje na wzrost (z kwartału na kwartał) indeksu o stałej podstawie dla eksportu oraz importu towarów i usług.

Rysunek 23 w *Dodatku w Raporcie Makro* przedstawia wstęgowy wykres zegara cyklu wraz z wstęgowymi wykresami fazy cyklu. Wykresy te potwierdzają powyższe wnioski dla PKB i wskazują na dalszą poprawę koniunktury (na podstawie analizy wartości cyklu odchyłeń do III kwartału 2017 r.). Wykresy wstępowe fazy cyklu produktu krajowego brutto wskazują na zbliżanie się do górnego punktu zwrotnego w III kwartale 2017 r.

W przypadku spożycia prywatnego obserwujemy dalszy dynamiczny jego wzrost (wyraźne odejście ostatnich punktów zegara od początku układu współrzędnych w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych). Potwierdza to również analiza pozycji ostatnich punktów cyklu odchyłeń tej składowej.

Dla eksportu towarów i usług oraz importu towarów i usług w ostatnich 3-4 latach obserwujemy niską amplitudę wahań cyklu odchyłeń. Zegary cyklu w wariancie 2 są wyraźnie przesunięte na prawo od osi pionowej, co wskazuje na wzrost (z kwartału na kwartał) indeksu o stałej podstawie dla eksportu i importu towarów i usług.

Analizie poddano również indeks PKB o stałej podstawie, 2010=100 wyrównany sezonowo. Wyniki dla PKB wskazują na poprawę koniunktury w IV kwartale 2017 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 III kwartału 2017 r.), jako okresu dalszej poprawy koniunktury, z oznakami przechodzenia w okolice górnego punktu zwrotnego cyklu odchyłeń.

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”, a także 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 (*Raport Makro*) 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. 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 (+13,50%), także w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. W ujęciu klas wielkości w sposób oczywisty dominują liczebnie przedsiębiorstwa małe (63,9%), a w dalszej kolejności wymienić należy przedsiębiorstwa średnie oraz duże. Kierunek zmian wskazuje na postępujący wzrost liczby przedsiębiorstw małych (+18,0%), przy niewielkim wzroście liczby przedsiębiorstw średnich i dużych (por. Rysunek 25).

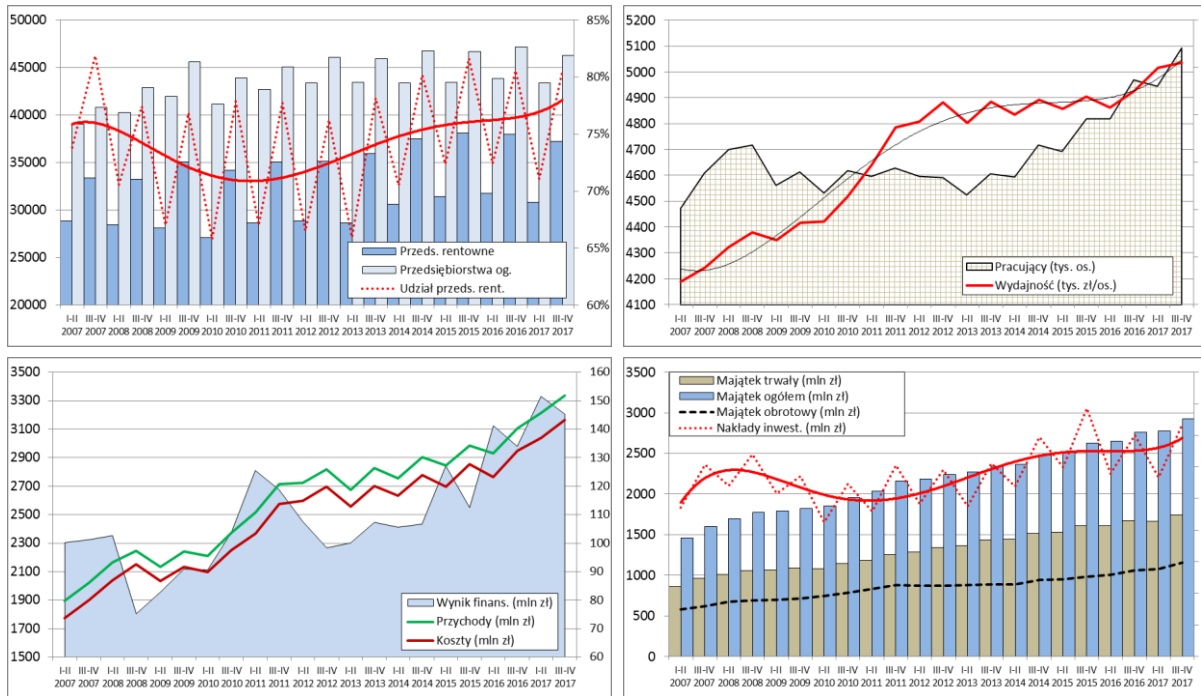
W ostatnim półroczu wzrósł udział liczby przedsiębiorstw rentownych. Wzrastającej od 2013 r. liczbie pracujących nie towarzyszy adekwatny wzrost wydajności pracy (poprawa relacji w I p. oraz II p. 2017 r.) mierzony wartością przychodów przypadających na pracujących. Przychody rosną w tempie wyższym niż koszty, co otworzyło pole do dość wyraźnego wzrostu wyniku finansowego netto od 2015 r.

Sukcesywnie przyrasta majątek ogółem, natomiast majątek trwały wykazał ostatnio mniejszą intensywność wzrostu. Tworzący ten majątek strumień nakładów inwestycyjnych w wzrósł w ostatnim półroczu, wobec dotychczasowego zahamowania w czterech poprzednich półroczach. Wzrost przychodów pociąga za sobą w miarę równomierny wzrost należności, przy mniejszej dynamice zapasów. Ostatnie półrocze charakteryzuje wzrost dynamiki przyrostu z okresu na okres aktywów bieżących. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych, natomiast odpowiada dynamice wzrostu kapitału własnego (por. Rysunek 25).

Widoczną tendencją jest poprawa w ostatnich trzech półroczach struktury majątkowo-kapitałowej, którym towarzyszy spadek zadłużenia ogółem. Na tle wzrastającej długości cyklu należności, wzrasta długość cyklu zobowiązań, a wynikowy cykl kapitału obrotowego netto ulegał wahaniom, bez wyraźnego kierunku zmian. Płynność bieżąca i szybka pozostają w ostatnich kilku półroczach na stabilnych poziomach, podobnie jak wypłacalność oceniana relacją wyniku finansowego i amortyzacji do zadłużenia ogółem. Rentowność operacyjna sprzedaży wykazuje w czterech ostatnich półroczach spadki, przy mniej intensywnych spadkach rentowności operacyjnej aktywów. W ostatnim półroczu ponownie obniżyła się produktywność majątku (cyrkulacja kapitału), podtrzymując długoterminowy trendu spadkowy – por. Rysunek 26.

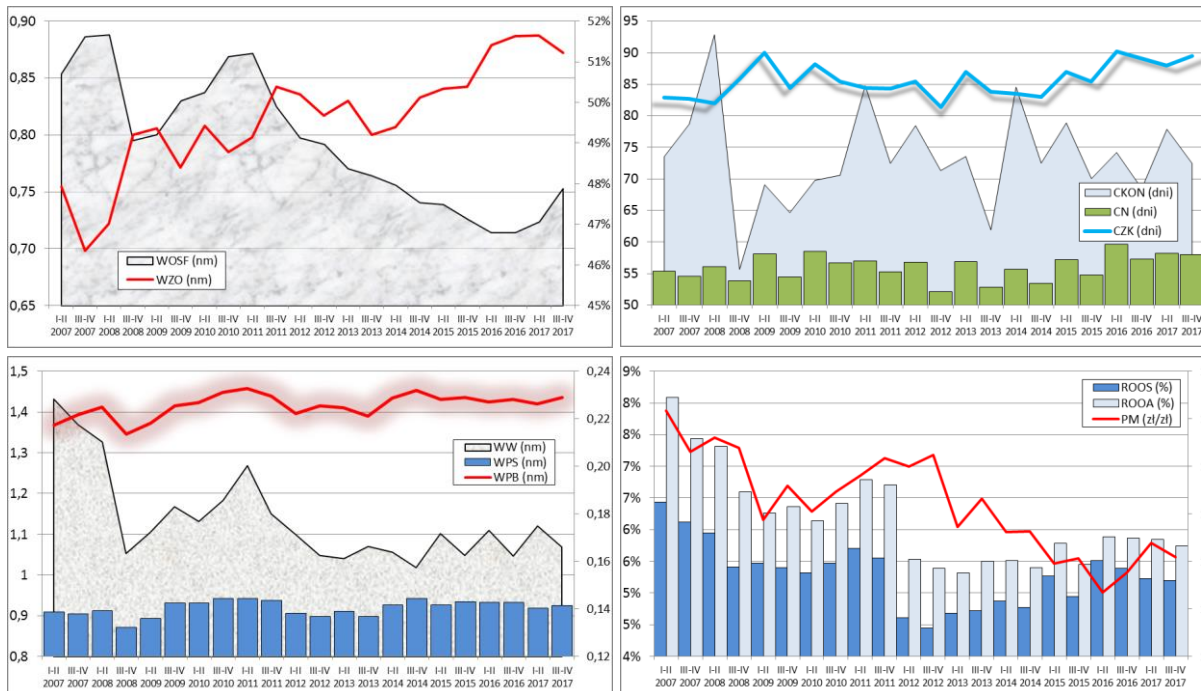
Sytuację krótkoterminową zbiorowości przedsiębiorstw w II p. 2017 r. charakteryzuje w nieznacznym stopniu poprawa wartości wybranych wskaźników finansowych względem zmian w I p. 2017 r. (dla obu okresów w ujęciu r/r). Pole powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na analizowanych wskaźnikach finansowych zwiększyło się o +4,0%, ale w ujęciu rodzajów działalności dotyczyło tylko usług. Korzystniejsze rezultaty uzyskano w 5 na 10 wskaźników. W produkcji pogorszenie wartości wskaźników finansowych – zmniejszenie pola powierzchni dziesięciokąta wyniosło -7,0%, a istotne negatywne zmiany dotyczyły rentowności operacyjnej sprzedaży oraz długości cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W handlu odnotowano słabsze pogorszenie wartości wskaźników finansowych (pole powierzchni -1,8%), które dotyczyło 4 na 10 z nich (zwłaszcza rentowności operacyjnej sprzedaży oraz wypłacalności). Względem szczególnie niekorzystnej sytuacji w poprzednich okresach, obraz zmian w usługach (pole powierzchni +59,5%) wykazuje pewne pozytywne zmiany. Jest to jednak mniejsze, ale nadal w większości ujemne tempo zmian wartości wskaźników. Poprawa dotyczyła tylko długości cyklu zobowiązań krótkoterminowych, wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej oraz produktywności (3 na 10 wskaźników). Szczególnie widoczny jest spadek płynności bieżącej i szybkiej, rentowności operacyjnej sprzedaży oraz aktywów – por. Rysunek 27.

Rysunek 25. Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)



Źródło: Raport Mikro.

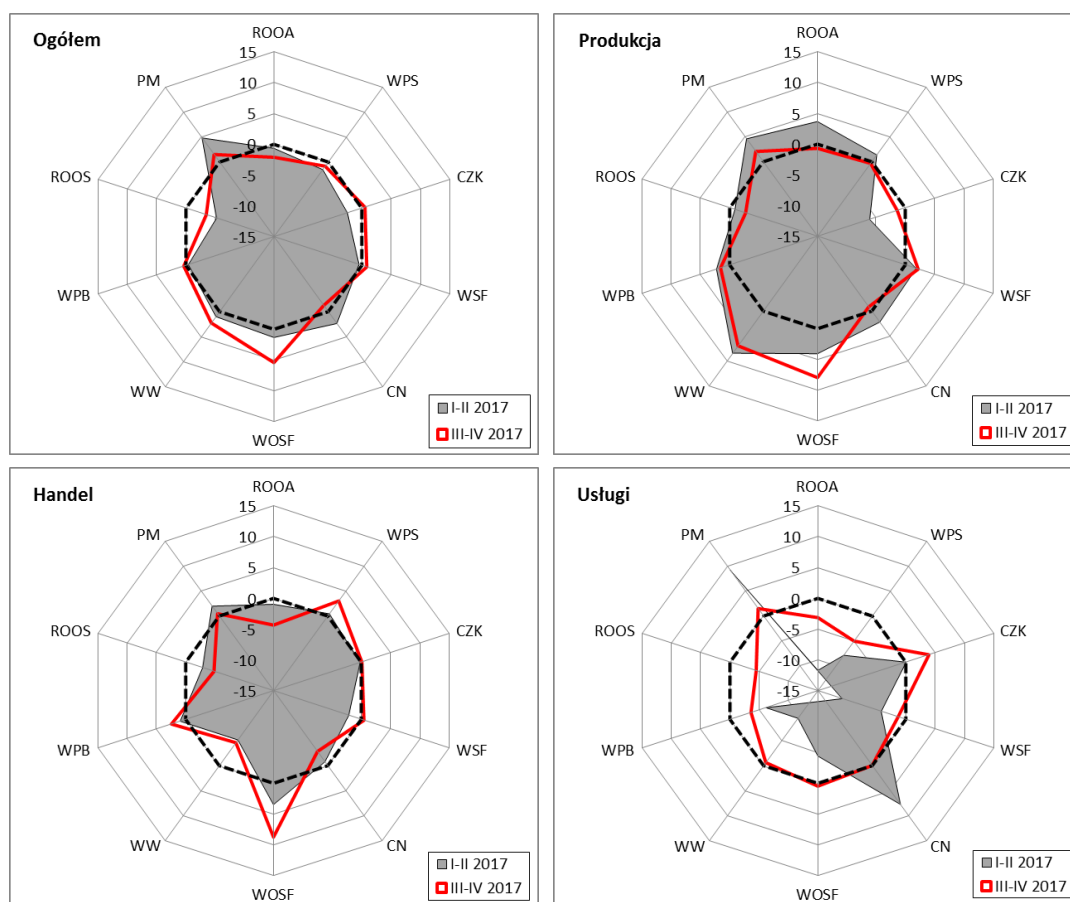
Rysunek 26. Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)



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 27. Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2017 oraz II p. 2017 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 wyniki w I kw. 2018 r. wskazują na dalsze pogarszanie się sytuacji w przedsiębiorstwach średnich. Było ono jednak mniej intensywne niż w IV kw. 2017 r. (dla obu okresów w ujęciu r/r). Pogorszenie dotyczyło 8 z 10 wskaźników, a najbardziej widoczne było w zakresie: wypłacalności, rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz płynności bieżącej.

W przedsiębiorstwach dużych także miało miejsce w I kw. 2018 r. pogorszenie sytuacji i dotyczyło ono 7 z 10 wskaźników, a istotne negatywne zmiany dotyczyły wskaźnika wypłacalności, rentowności operacyjnej aktywów, płynności szybkiej oraz rentowności operacyjnej sprzedaży.

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.

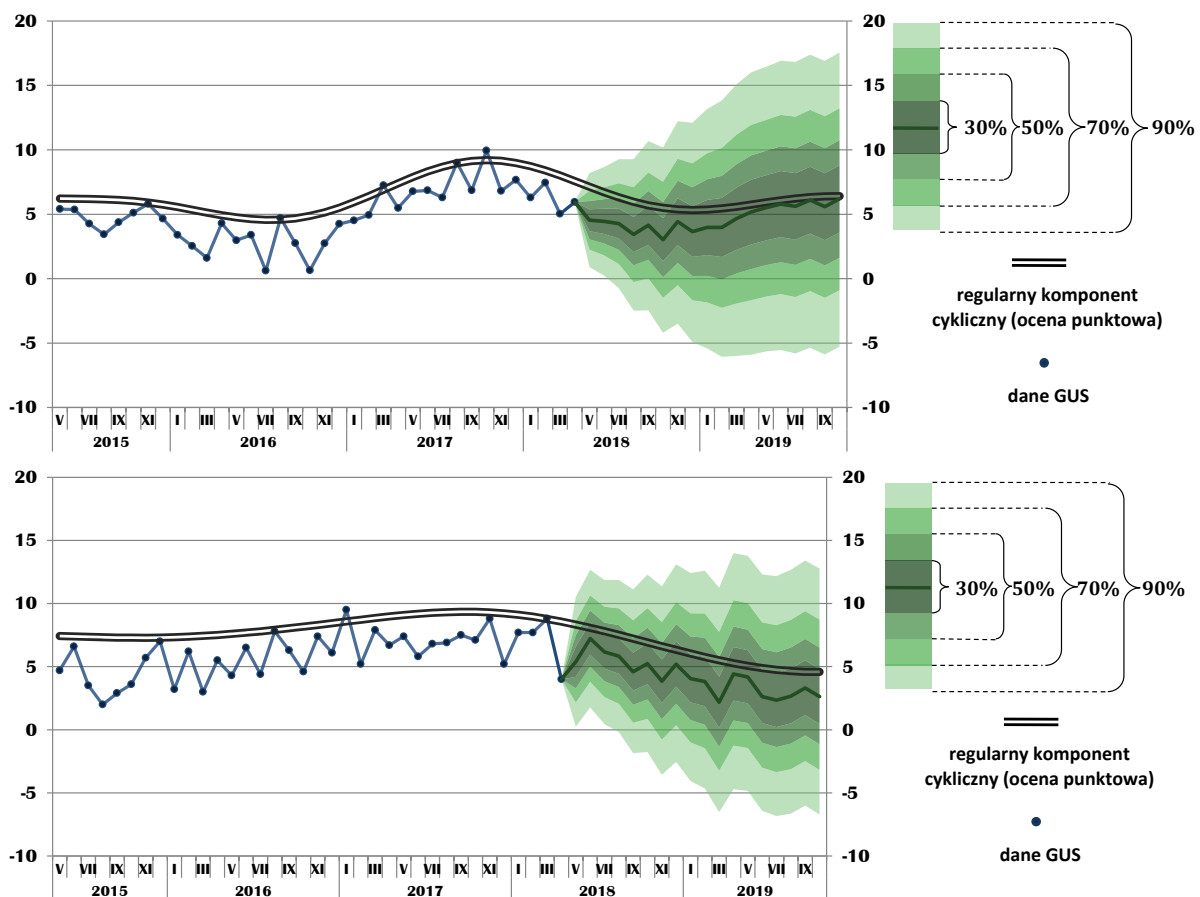
Dla każdego z rozważanych wskaźników dokonywane jest wyodrębnienie regularnego komponentu cyklicznego jego obserwowanej dynamiki. Regularny komponent cykliczny jest utożsamiany z pewną funkcją nieznanymi parametrów i indeksu obserwacji. Dla takiej wielkości prezentowana jest ocena punktowa w okresie 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 predykcyjnego 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 nieco odbiegać od prognozy punktowej regularnego komponentu cyklicznego.

Analizie poddano obserwacje z okresu od początku 1999 roku do kwietnia 2018 r. (dane miesięczne) lub pierwszego kwartału 2018 r. (dane kwartalne) łącznie. Analizowane tu szeregi czasowe o częstotliwości miesięcznej opisują dynamikę zmian r/r (w procentach) w przypadku produkcji przemysłowej (skorygowanej o efekt dni kalendarzowych) oraz sprzedaży detalicznej (w obydwu przypadkach wyrażonych w cenach stałych, za GUS). Wskaźniki te mogą jedynie w przybliżeniu odzwierciedlać koniunkturę w sektorze produkcyjnym oraz sytuację popytową. Zatem wnioskowanie o bieżącej sytuacji w sektorze przedsiębiorstw polega oczywiście na pewnym przybliżeniu. Trudno jednak wskazać zbiór bardziej adekwatnych, dostępnych wskaźników ekonomicznych publikowanych w cyklu miesięcznym. Dodatkowo przeprowadzono analizę kwartalnych wskaźników charakteryzujących dynamikę PKB, popytu krajowego, wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (w cenach stałych, w ujęciu rocznym). Skonfrontowano także najnowsze dane makroekonomiczne z wcześniejszymi prognozami oraz zobrazowano, jak napływ nowych obserwacji modyfikuje wnioskowanie o regularnym komponencie cyklicznym dynamiki rozpatrywanych wielkości. Zaprezentowano również prognozy uzyskane przy wyłączeniu oddziaływania regularnego komponentu cyklicznego.

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

Rysunek 28 (górny panel) ilustruje prognozę dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskaną na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Przebieg ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne minimum tempa wzrostu (r/r) wystąpiło w drugiej połowie 2016 r.; od tego czasu aż do czwartego kwartału 2017 r. widoczna była tendencja do przyspieszenia tempa wzrostu produkcji. Od początku br. widoczne są symptomy odwrócenia tendencji wzrostowej (przy utrzymaniu wyraźnie dodatniej dynamiki). Na podstawie prognoz punktowych regularnego komponentu cyklicznego można stwierdzić, iż początkowo przewiduje się nieznaczne, dalsze wyhamowanie tempa wzrostu (do poziomu ok. 3% r/r), a następnie jego utrzymanie (z perspektywą pewnego przyspieszenia). W horyzoncie prognozy tempo realnego wzrostu r/r produkcji przemysłowej powinno być zbliżone do 5% (lub nieznacznie przekraczać tę wartość), przy czym możliwe są krótkookresowe odchylenia od tej tendencji. W szczególności należy podkreślić, iż prognoza ta obarczona jest znaczną niepewnością: dolne krańce 70% przedziałów prognozy są ujemne począwszy od IV kwartału br.; górne krańce 50% przedziałów wykazują tendencję wzrostową osiągając w horyzoncie prognozy wartości ok. 10%. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy od stycznia do października 2019 r. oscylują wokół wartości -5%.

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



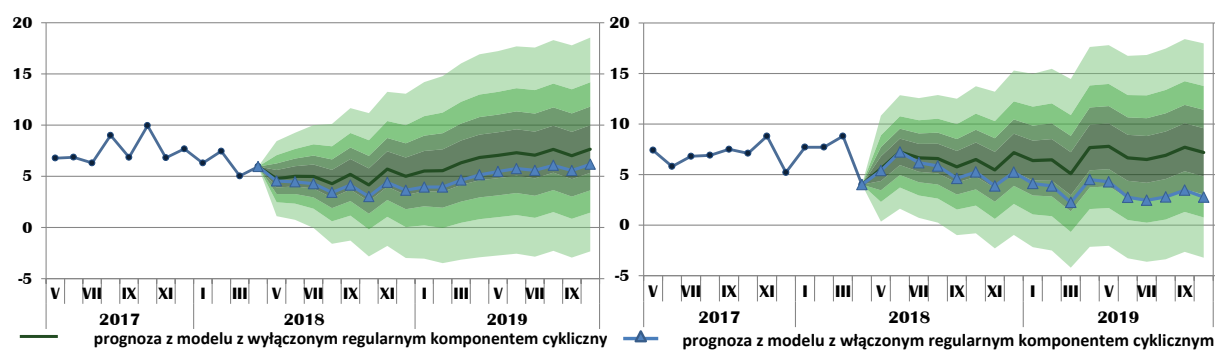
Źródło: Raport Makro.

Oceny i prognozy regularnego komponentu cyklicznego dla dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na występowanie nieznacznej tendencji wzrostowej począwszy od połowy 2016 roku (por. Rysunek 28) do czwartego kwartału 2017 r. W czwartym kwartale ub. r. wystąpiło lokalne maksimum regularnego komponentu cyklicznego na poziomie zbliżonym do 10% r/r. Należy jednak zaznaczyć, iż dynamika sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach oraz w okresie prognozy jest pod wpływem dodatkowego czynnika strukturalnego tj. nowych regulacji dotyczących ograniczenia handlu w niektóre niedziele, co jest widoczne w ostatnich odczytach dynamiki sprzedaży. Oceny punktowe regularnego komponentu cyklicznego od sierpnia do października 2019 r. osiągają wartość ok. 5% r/r.

Prognozy punktowe wskaźnika realnej dynamiki r/r sprzedaży detalicznej leżą poniżej oszacowań regularnego komponentu cyklicznego; są one jednak dodatnie w całym horyzoncie predykcji. Niepewność prognozy jest na tyle znacząca iż niewykluczony jest nawet spadek wartości omawianego wskaźnika w ujęciu r/r (dolne krańce 90% przedziałów prognozy osiągają ujemne wartości począwszy od połowy br.). Podobnie jednak niewykluczone jest osiągnięcie w pewnych miesiącach nawet dwucyfrowej dynamiki wzrostu.

W przypadku sprzedaży detalicznej wyłączenie regularnego komponentu cyklicznego daje niewielki – biorąc pod uwagę niepewność predykcji – i zbliżony efekt jak w przypadku produkcji przemysłowej. Niweluje jednak przewidywaną w okresie prognozy tendencję spadkową (widoczną w modelu z komponentem cyklicznym).

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

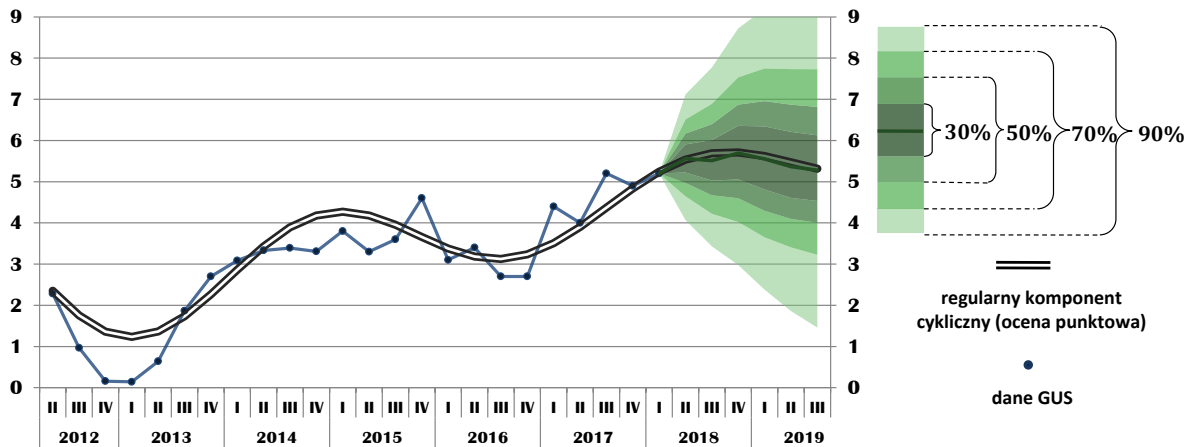


Źródło: Raport Makro.

2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

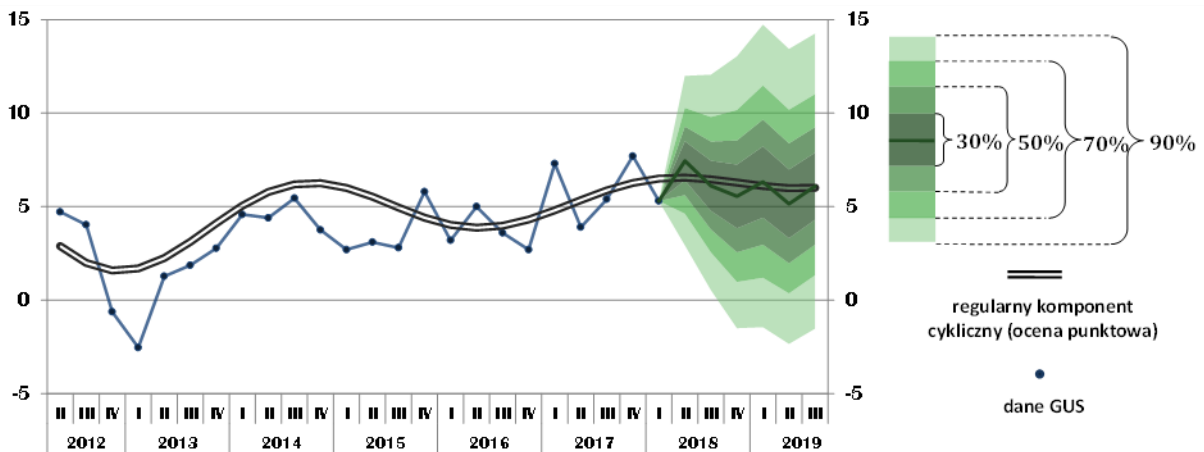
Rysunek 30 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Tendencja centralna prognozy przewiduje utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu PKB, zbliżonego do wstępnego odczytu za I kwartał br. Prognozy punktowe zarówno regularnego komponentu cyklicznego jak i samego wskaźnika realnej dynamiki PKB w horyzoncie predykcji przyjmują wartości pomiędzy 5% a 6%. Może to sugerować wystąpienie w okresie prognozy górnego punktu zwrotnego w cyklu wzrostu PKB – wyraźna tendencja wzrostowa widoczna jest począwszy od IV kwartału 2016 r. Dolne krańce 90% przedziałów prognozy osiągają wartości zbliżone do 2% dopiero w ostatnim okresie horyzontu predykcji (II kwartał 2019 r.). Należy jednak podkreślić, iż prezentowana prognoza wykorzystuje dane niezrewidowane – rewizja rachunków narodowych mogłaby w pewnym stopniu zmienić omawiane tu przewidywania.

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



Źródło: Raport Makro.

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



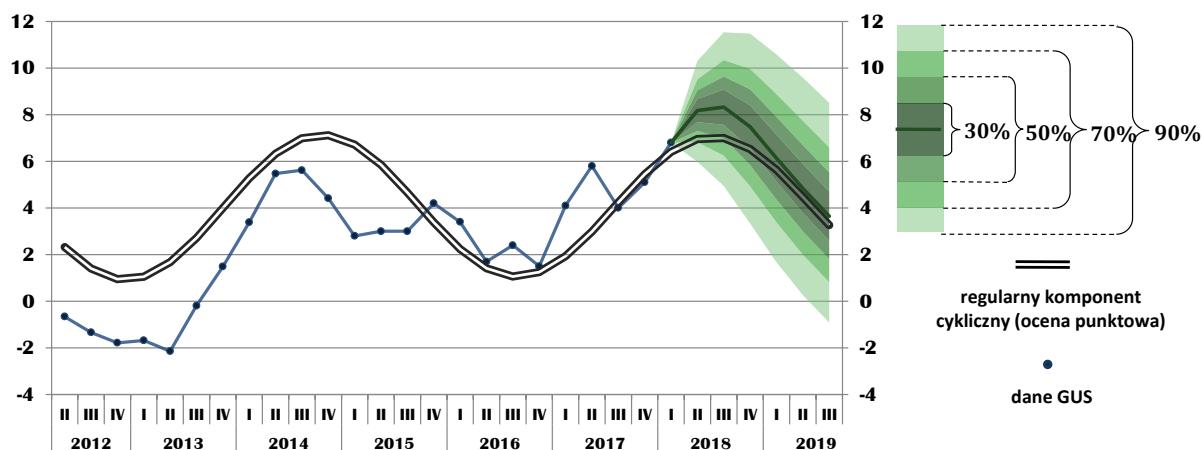
Źródło: Raport Makro.

Rysunek 31 prezentuje prognozę rocznej dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle. Analiza przebiegu rzeczywistych danych oraz ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego sugeruje, iż lokalne minimum tempa wzrostu tej wielkości wystąpiło w drugim kwartale 2016 roku. Można jednak zauważyć, iż w badanym okresie amplituda wahań cyklicznych zmniejszała się – regularny komponent cykliczny ma coraz bardziej płaski przebieg (biorąc pod uwagę oceny punktowe). Wskaźnik ten wykazuje jednak wyraźne wahania krótkookresowe, które mogą nieco zaburzyć obraz tendencji długookresowych. Wydaje się jednak, iż wzmiankowany wcześniej czynnik strukturalny oddziałuje raczej w kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej. Analizując prognozy punktowe można stwierdzić, iż w całym horyzoncie predykcji dynamika wartości dodanej brutto w przemyśle będzie wyraźnie przekraczać 5% r/r (przy czym oceny regularnego komponentu cyklicznego i prognozy samego wskaźnika są zbliżone). Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, w okresie prognozy widoczna jest jednak słaba tendencja do wyhamowania tempa wzrostu.

W przypadku popytu krajowego (Rysunek 32) analiza ocen punktowych regularnego komponentu cyklicznego wskazuje, iż lokalne maksimum tempa wzrostu tej wielkości miało miejsce pod koniec 2014 r. W czwartym kwartale 2016 r. nastąpiło odwrócenie tendencji spadkowej, co zostało potwierdzone znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu w pierwszej połowie 2017 r., po czym w trzecim kwartale ub. r. było widoczne przejściowe obniżenie tempa wzrostu. W okresie predykcji przewidywana jest jednak kontynuacja ogólnej tendencji wzrostowej aż do trzeciego kwartału br., gdy

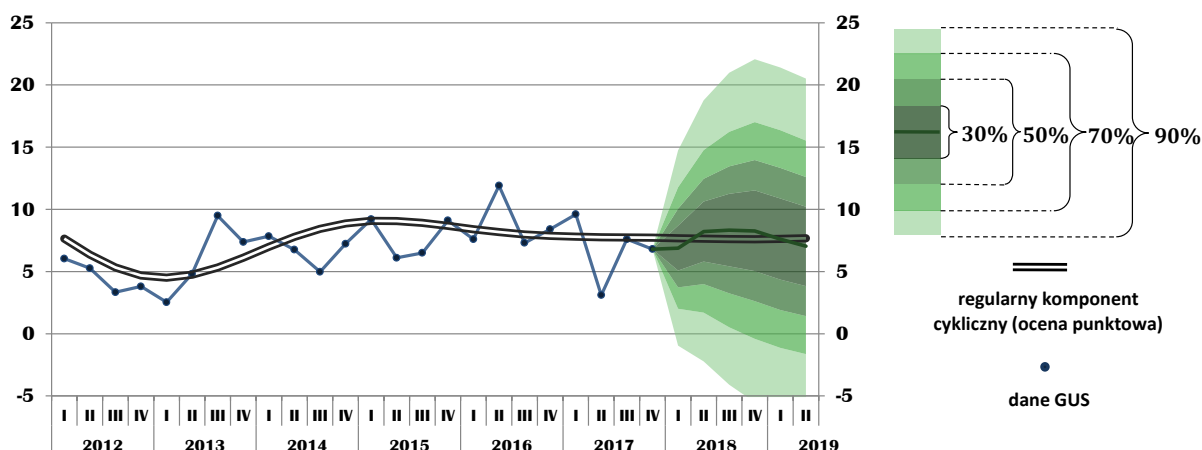
tempo wzrostu popytu krajowego ma osiągnąć wartości zbliżone do 7% r/r. W kolejnych kwartałach przewidywane jest wyraźne i systematyczne obniżenie dynamiki omawianego wskaźnika, osiągającego wartość ok. 3% w trzecim kwartale 2019 r. Niepewność związana z prezentowanymi prognozami jest jednak znacząca, dolny kraniec 90% przedziału prognozy przyjmuje wartości ujemne dla trzeciego kwartału 2019 r.

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



Źródło: Raport Makro.

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



Źródło: Raport Makro.

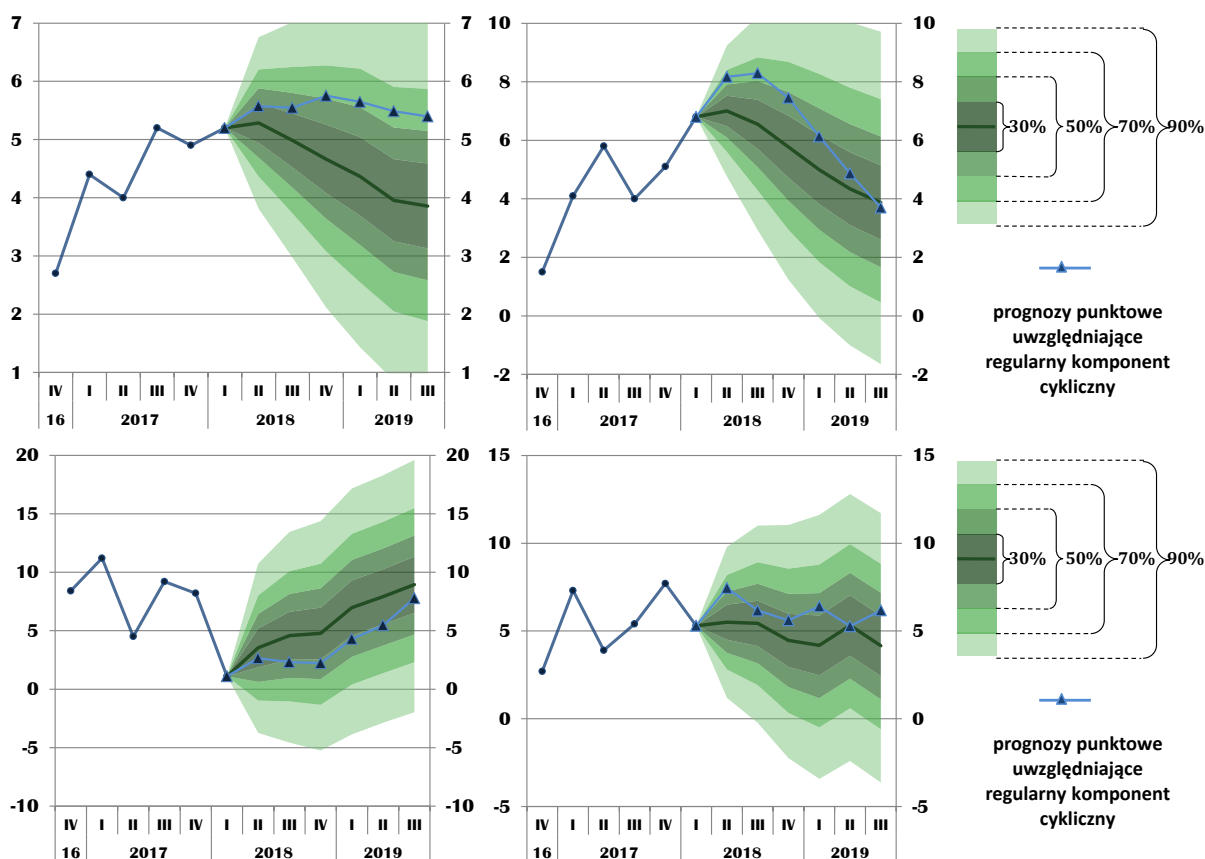
W przypadku eksportu (Rysunek 33) po zaobserwowaniu znacznego obniżenia dynamiki w drugim kwartale ub. r., widoczny był powrót do wyższego tempa wzrostu, a następnie ponowne, wyraźne, obniżenie w pierwszym kwartale br. Wynika ono po części z efektu bazy (dynamika eksportu cztery kwartały wcześniej była bardzo wysoka). Obserwacje z ostatnich lat nie dają się jednak jednoznacznie sklasyfikować pod kątem faz cyklu wzrostu dla eksportu. Wydaje się, że odwrócenie długotrwałej tendencji wzrostowej nastąpiło w trzecim kwartale 2016 r. W okresie predykcji dynamika eksportu wykazuje tendencję odzwierciedlającą powrót do średniej (tj. przyspieszenie dynamiki do poziomu ok. 5% r/r). Taki rezultat pozostaje jednak pod silnym wpływem ostatniej 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.

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 (w nieco mniejszym stopniu) popytu krajowego. Różnica jest jeszcze mniejsza w przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle oraz eksportu (por. Rysunek 34).

Rysunek 34. Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)



Źródło: Raport Makro.

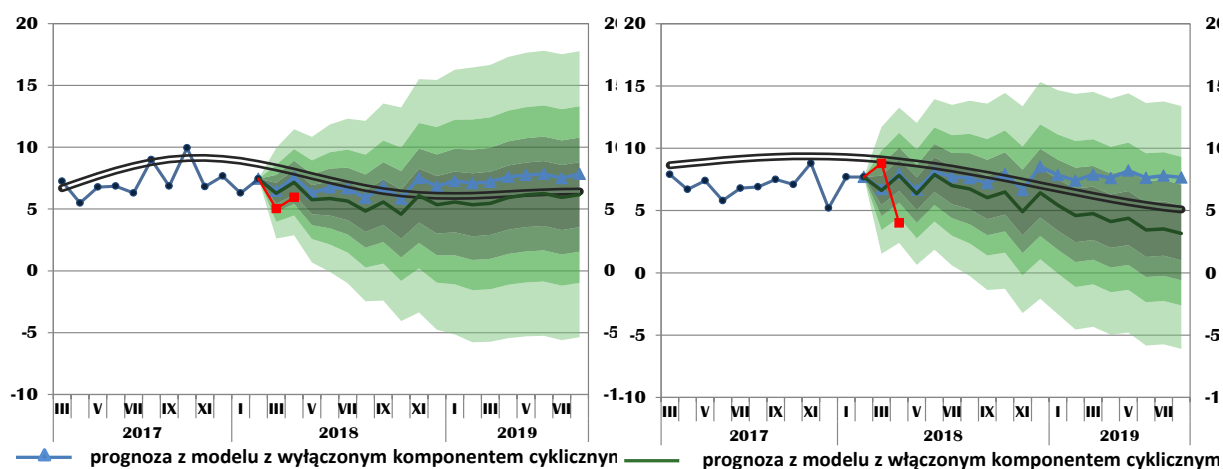
W przypadku PKB wyłączenie komponentu cyklicznego skutkuje tym, iż ścieżka centralna prognozy wskazuje na koniec horyzontu predykcji na powrót do dynamiki na poziomie nieznacznie poniżej 4% (co odpowiada w przybliżeniu uśrednionym wcześniejszym odczytom tego wskaźnika). Prognozy z cyklicznością przewidują tymczasem dalsze utrzymanie obecnego, wysokiego tempa wzrostu PKB (przekraczającego 5% r/r) – omawiane podejścia generują więc odmienne tendencje prognoz. Można więc stwierdzić, że prognoza przewidująca utrzymanie wysokiej, zbliżonej (w całym okresie prognozy) do 5% r/r dynamiki PKB wynika (por. Rysunek 30) w przeważającej mierze z oddziaływania komponentu cyklicznego. W przypadku popytu krajowego wyłączenie komponentu cyklicznego sprawia, iż tendencja do spadku dynamiki ujawnia się szybciej, jednak na koniec okresu predykcji w obydwu podejściach przewidywane tempo wzrostu zbliżone jest do 4% r/r.

Dla eksportu oraz wartości dodanej brutto w przemyśle prognozy punktowe z wyłączeniem komponentu wykazują zbliżoną tendencję do prognoz z komponentem cyklicznym. W przypadku eksportu przewidywane tempo wzrostu jest w wariancie bez cykliczności nieco wyższe, zaś w przypadku wartości dodanej brutto w przemyśle – nieco niższe.

2.5 ANALIZA JAKOŚCI PROGNOZ

Ze względu na rozbieżności pomiędzy prognozami z poszczególnych kategorii modeli szczególnie ważna wydaje się analiza *ex post* poprzednio przedstawianych prognoz. W przypadku danych miesięcznych, tj. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (Rysunek 35) zrealizowane obserwacje nie dają podstaw do kwestionowania prezentowanych poprzednio prognoz. Dla produkcji przemysłowej rzeczywista dynamika była nieco przeszacowana, w przypadku sprzedaży detalicznej obserwacja za kwiecień br. pozostawała pod silnym wpływem nowych regulacji, które nie są uwzględnione w modelu. Otrzymane wyniki nie pozwalają jednak na zdecydowane rozróżnienie pomiędzy proponowanymi podejściami.

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

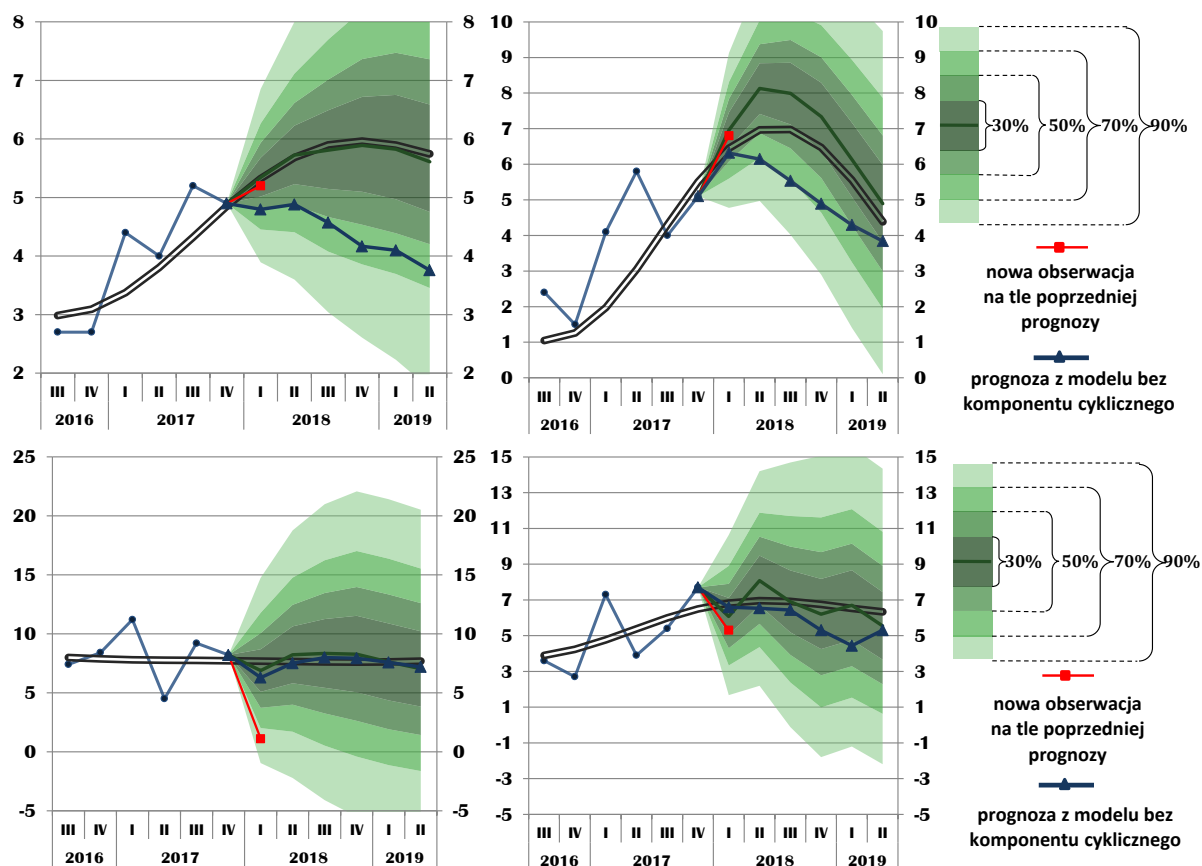


Źródło: Raport Makro.

Analiza *ex post* jest szczególnie ważna w przypadku danych kwartalnych. Dla produktu krajowego brutto oraz popytu krajowego prognozy z modelu z komponentem cyklicznym okazały się bardzo trafne. Dla wartości dodanej brutto w przemyśle realizacja pokrywa się z dolnym krańcem 30% przedziału prognozy (w modelu z cyklicznością). W przypadku eksportu obydwie prognozy były wyraźnie przeszacowane (realizacja należała dopiero do 90% przedziału prognozy). Wyłączenie komponentu cyklicznego poprawiało prognozy jedynie w przypadku eksportu (choć różnica pomiędzy wariantami była w tym przypadku niewielka). Ogólnie jednak najnowsze analizy *ex-post* wspierają zasadność uwzględniania komponentu cyklicznego. Nie oznacza to jednak automatycznie, iż aktualne prognozy z włączonym komponentem cyklicznym są bardziej wiarygodne – Rysunek 36.

Prognozy pochodzące z modeli z cyklicznością powinny być szczególnie ostrożnie interpretowane, zwłaszcza w odniesieniu do popytu krajowego oraz wartości dodanej brutto w przemyśle, które wykazują w ostatnich kwartałach silniejszą zmienność krótkookresową. W przypadku dynamiki PKB kolejne fazy cyklu mogą następować nieco szybciej niż przewiduje to model. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na kwantyfikację niepewności prognozy w postaci błędów predykcji *ex ante* (odchyleń standardowych rozkładów predykcyjnych, w punktach procentowych, zaznaczonych kursywą).

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



Źródło: Raport Makro.

Zaprezentowane powyżej prognozy przewidują dwa różne warianty przyszłej dynamiki PKB: model z cyklicznością przewiduje utrzymanie obecnego, wysokiego tempa wzrostu w całym horyzoncie predykcji. Model bez cykliczności przewiduje, iż widoczne będzie powolne wyhamowanie wysokiego tempa wzrostu.

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

	2018			2019		
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
PKB	5.57%	5.55%	5.75%	5.65%	5.49%	5.40%
	0.9	1.3	1.8	2.1	2.3	2.5
	5.28%	4.99%	4.67%	4.38%	3.97%	3.87%
	0.9	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0
Wartość dodana brutto w przemyśle	7.45%	6.17%	5.61%	6.40%	5.27%	6.17%
	2.8	3.5	4.5	5.0	4.9	4.9
	5.50%	5.42%	4.44%	4.15%	5.28%	4.12%
	2.6	3.4	4.0	4.6	4.7	4.7
Popyt krajowy	8.17%	8.29%	7.45%	6.13%	4.87%	3.70%
	1.3	2.0	2.5	2.7	2.9	2.9
	7.00%	6.56%	5.81%	5.05%	4.40%	3.93%
	1.4	2.2	2.8	3.2	3.4	3.5
Eksport	2.65%	2.32%	2.23%	4.29%	5.46%	7.78%
	4.8	6.4	7.4	8.3	8.4	8.4
	3.53%	4.53%	4.70%	6.85%	7.84%	8.89%
	4.4	5.5	6.0	6.4	6.5	6.6

Kolorem szarym wyróżniono prognozy otrzymane z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego.

Źródło: Raport Makro.

III. SYTUACJA DEMOGRAFICZNA PRZEDSIĘBIORSTW

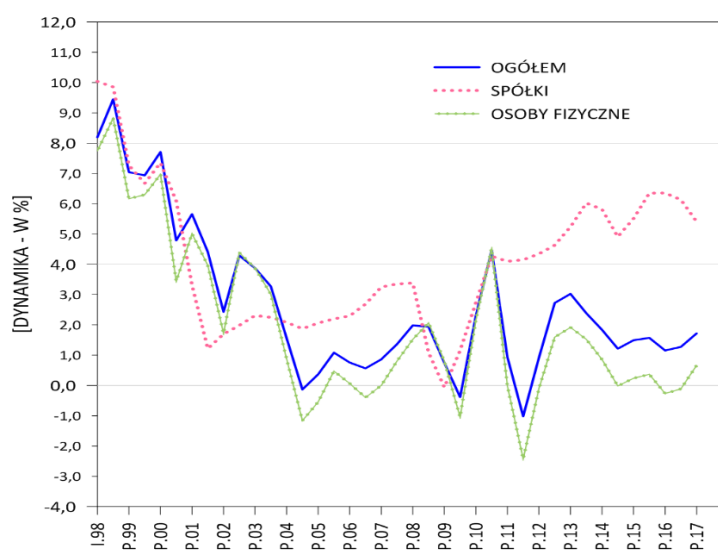
3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

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 II p. 2017 r. wciąż jest trudna. Po pierwsze, ze względu na prace związane z weryfikacją i racjonalizacją tego rejestru. Po drugie, niewątpliwym wpływem na obraz procesów demograficznych mają działania związane z uszczelnianiem systemu podatkowego, w tym eliminacja firm-„słupów”. Bardziej obiektywne, choć mniej reprezentatywne, wydają się być więc wyniki na bazie zbiorów F01 GUS.

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

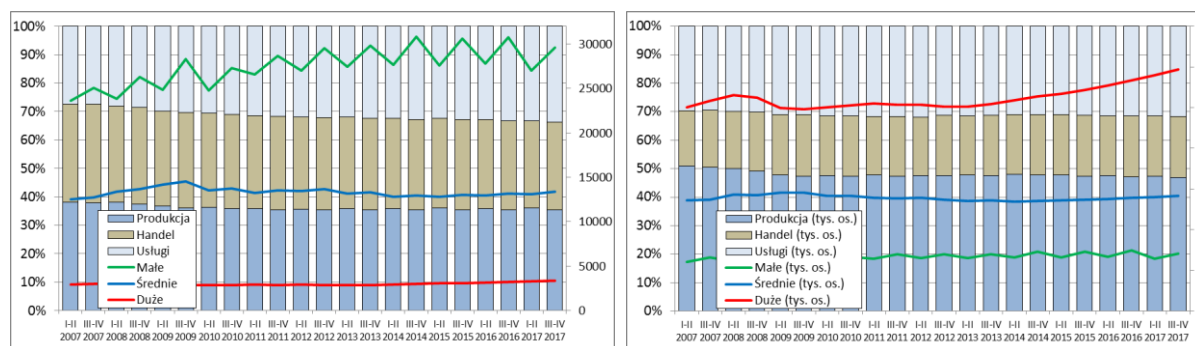


D_OGOLEM_AORP – przedsiębiorstwa ogółem, D_SPRAZ_AORP – spółki razem, D_OSFIZ_AORP – osoby fizyczne

Źródło: obliczenia własne na danych GUS.

Analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw w II p. 2017 r. tworzy 46 300 podmiotów (29 595 małych, 13 359 średnich i 3 346 dużych), w ujęciu trzech rodzajów działalności (produkcja 16 426, handel 14 297, usługi 15 577). Liczba przedsiębiorstw wzrosła w całym okresie analizy (+13,50%), także w ostatnim półroczu (r/r). Struktura według rodzajów działalności jest zasadniczo zrównoważona, wykazując wzrost udziału przedsiębiorstw usługowych, na rzecz utraty udziału głównie przedsiębiorstw handlowych. W ujęciu klas wielkości w sposób oczywisty dominują liczebnie przedsiębiorstwa małe (63,9%), a w dalszej kolejności wymienić należy przedsiębiorstwa średnie oraz duże. Kierunek zmian wskazuje na postępujący wzrost liczby przedsiębiorstw małych (+18,0%), przy niewielkim wzroście liczby przedsiębiorstw średnich i dużych. Biorąc pod uwagę liczbę pracujących struktura ukształtowała się odwrotnie – dominują przedsiębiorstwa duże (58,3%), następnie średnie oraz małe. Widocznym kierunkiem zmian w ostatnich czterech latach jest istotny wzrost liczby pracujących w przedsiębiorstwach dużych, przy względnej jej stabilności w przedsiębiorstwach średnich i małych (Rysunek 38).

Rysunek 38. Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. według rodzajów działalności i klas wielkości



Źródło: Raport Mikro.

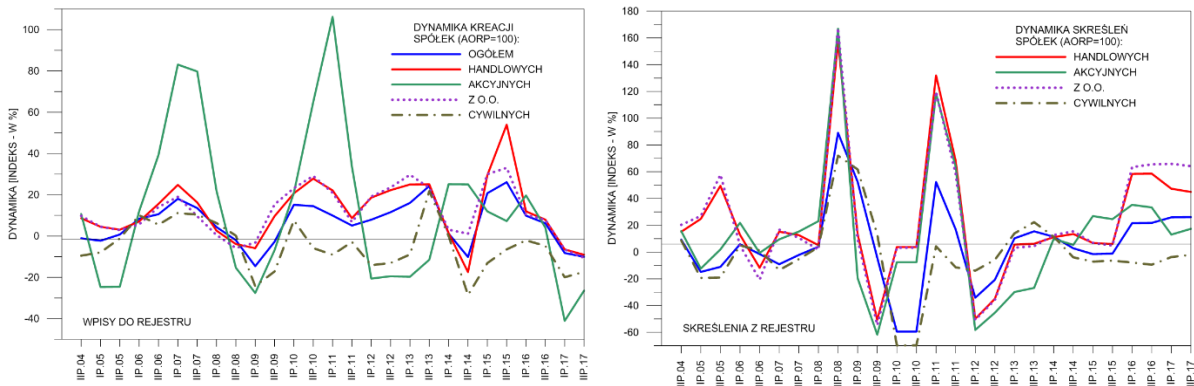
3.3 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE I SKREŚLENIA Z REJESTRU

W II p. 2017 r. odnotowano wzrost r/r liczby sądowych postępowań upadłościowych (SPU) o 81, co w strukturze SPU wpłynęło na wzrost r/r liczby postępowań w celu likwidacji majątku, przyspieszonych postępowań układowych i sanacyjnych przy nieznacznym zmniejszeniu postępowań układowych oraz o zatwierdzenie układu. Niepokojący jest wzrost wartości odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU) do maksymalnego obserwowanego poziomu w całym okresie analizy z wyraźnie zarysowanym trendem wzrostowym od II p. 2015 roku. W II p. 2017 r. wartość SPU osiągnęła poziom 448 postępowań, co jest wartością nieznacznie niższą od poziomu SPU w II p. 2012 roku, kiedy osiągnął maksymalną wartość. W II p. 2017 r. nastąpiło zwiększenie SPU oraz OU we wszystkich rodzajach działalności.

Analiza branżowa upadłości wskazuje, że najwięcej postępowań w II p. 2017 r. odnotowano w działalności usługowej (164), następnie w produkcyjnej (126) i handlowej (111). Zarówno w produkcji, jak i w handlu oprócz wzrostu r/r wartości SPU odnotowano maksymalne wartości od 2010 roku.

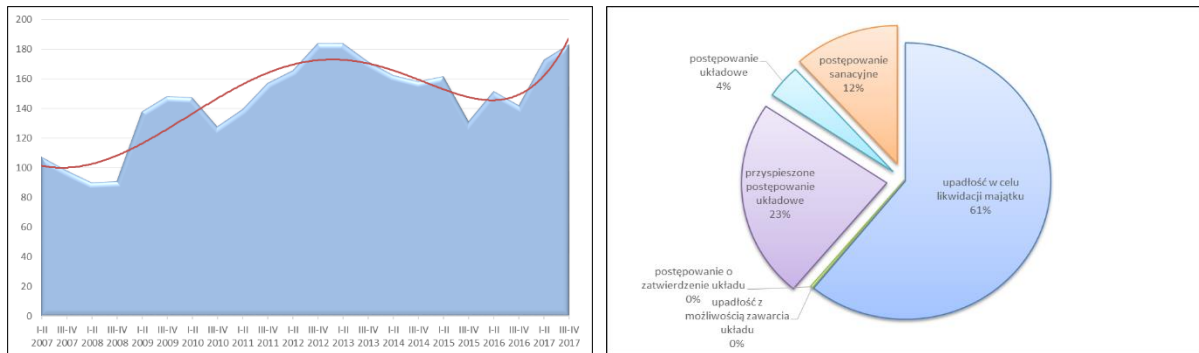
Analiza branżowego barometru upadłości (BBU) wskazuje na jego ponadprzeciętną wartość w całym analizowanym okresie jedynie w usługach z zarysowaną tendencją wzrostową od 2015 roku, która została wyhamowana w II p. 2016 roku odwracając trend zmian i kształtując wartość BBU w II p. 2017 r. na poziomie 1,22. W produkcji obserwowane jest nieznaczne zmniejszanie stopnia koncentracji zjawiska upadłości, natomiast w handlu obserwowana od 2015 roku tendencja wzrostowa została wyhamowana stabilizując wartość BBU dla handlu na poziomie 0,9. (rysunek 13 w *Raporcie Mikro*).

Rysunek 39. Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)



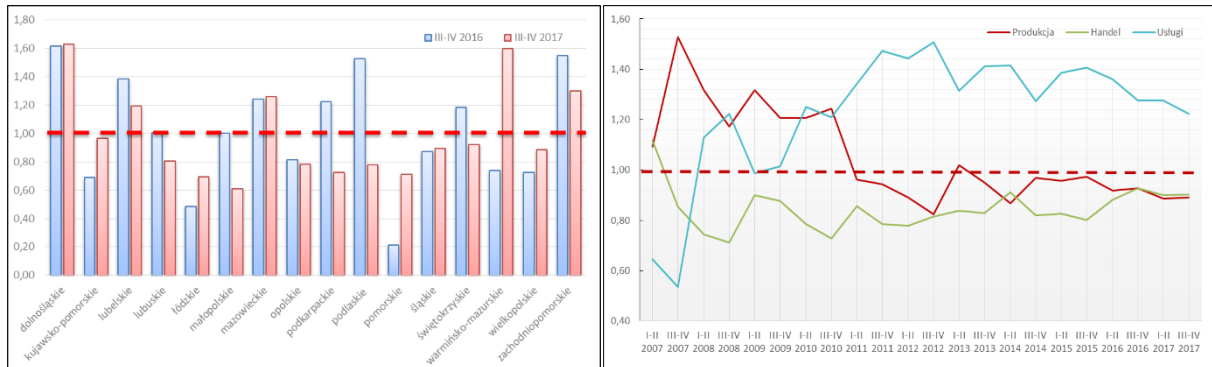
Źródło: obliczenia własne na danych GUS

Rysunek 40. Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 41. Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i II p. 2017 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. według rodzaju działalności



Źródło: Raport Mikro.

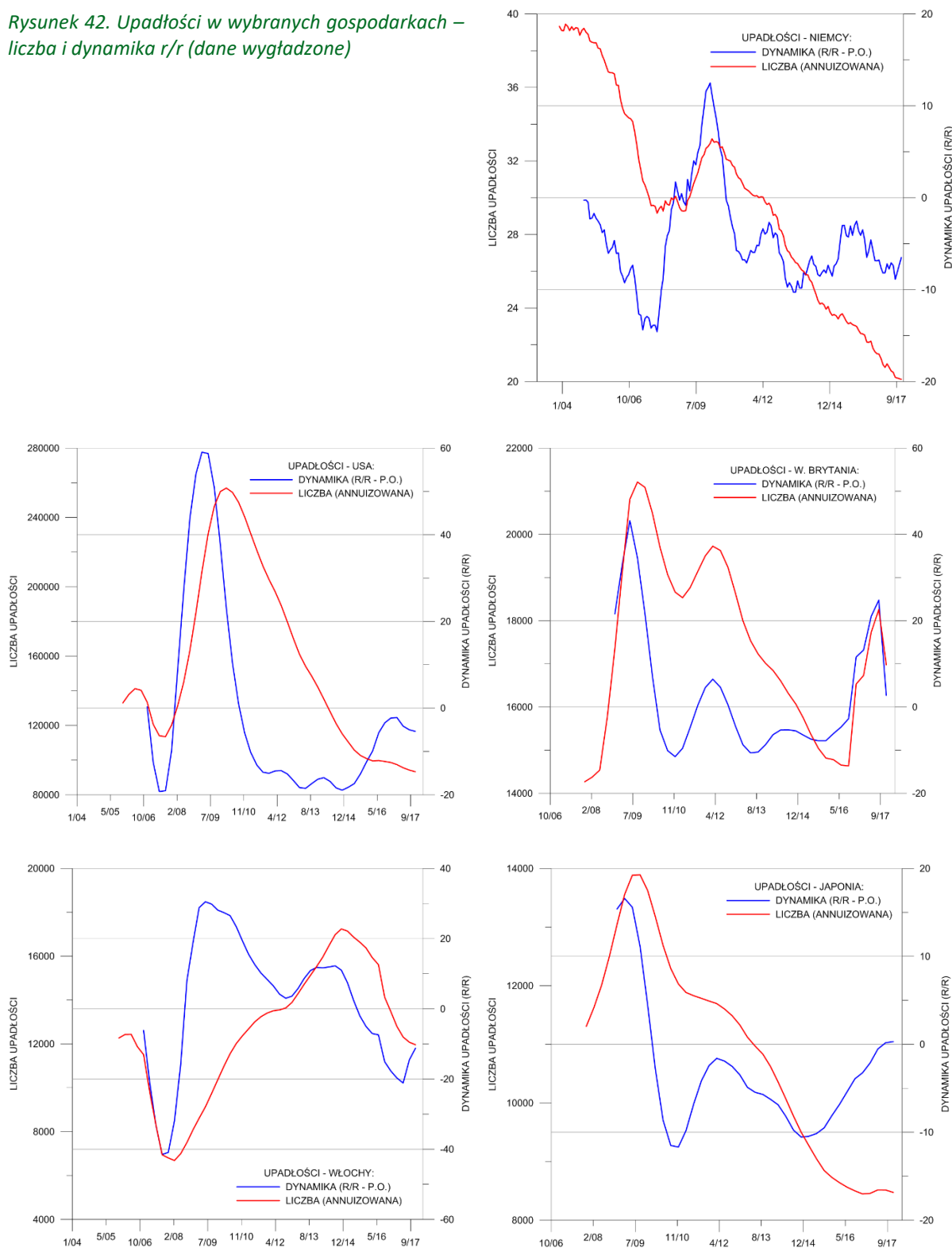
Analiza regionalna liczby sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na wzrost ich liczby r/r aż w 11 województwach, w 4 zmniejszenie i w 1 utrzymujący się poziom z II p. 2016 r. Najwięcej postępowań w II p. 2017 r. odnotowano w woj. mazowieckim a największy wzrost r/r w województwie mazowieckim i pomorskim.

Analiza zmian poziomu koncentracji regionalnego barometru upadłości (RBU) w II p. 2017 r. wskazuje na ponadprzeciętną (powyżej 1) koncentrację w 5 województwach, a jego najwyższy poziom w woj. dolnośląskim i warmińsko-mazurskim. Jedynie w 8 województwach odnotowano wzrost r/r poziomu koncentracji RBU.

3.4 UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

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

Rysunek 42. Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych krajowych urzędów statystycznych oraz OECD.

Ze względu na niewielki wzrost tej kategorii w 2017 r. (1% r/r/) można więc 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. Rysunek 42). W części z tych krajów liczby upadłości wciąż są jednak na bardzo niskich – historycznie – poziomach.

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 II p. 2017 r. opisana jest wzrostem zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak co istotne – także w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Tym samym, relatywnie stabilne warunki charakterystyczne do końca 2015 r. zostały zakłócone wzrostem stopnia zagrożenia w ostatnich czterech półroczach. Prognozy krótkoterminowe zakreślają słaby trend dalszego wzrostu zagrożenia. Na tę ogólną konstatację składają się szczegółowe ustalenia podjęte w ramach analizowanych przekrojów²³ (Rysunek 44).

W II p. 2017 r. przedsiębiorstwa małe ogółem odnotowały spadek stopnia zagrożenia upadłością r/r. W ramach ich rodzajów²⁴ tylko przedsiębiorstwa usługowe odnotowały poprawę (pogorszenie w handlu, a zwłaszcza w produkcji). Ogólna ocena jest neutralna, bliska ostrzeżeniu. Występują okresowe wahania wartości stopnia zagrożenia, bez wyraźnej tendencji wzrostowej. Ostatnie obserwacje wskazują na utrzymanie zasadniczo stabilnej sytuacji, w kierunku niewielkiej poprawy. Zmieniła się w I p. 2017 r. fazowość zmian – korzystniejsza sytuacja przypada obecnie na pierwsze półrocza roku.

Sytuacja przedsiębiorstw średnich ogółem to odnotowany ponownie wzrost zagrożenia w I kw. 2018 r. Dotyczył on przede wszystkim usług – w produkcji był nieznaczny, a w handlu miał miejsce niewielki spadek. Od I kw. 2017 r. widoczne jest wejście w okres wzrostu zagrożenia. Zła sytuacja w usługach zaważyła na całej klasie przedsiębiorstw średnich. Prognoza wskazuje na dalsze możliwe przekraczanie poziomu wysokiego wartości stopnia zagrożenia. Oczekiwany wzrost zagrożenia w II kw. 2018 r. – I 2019 r. związane jest z dalszym pogarszaniem się sytuacji w usługach.

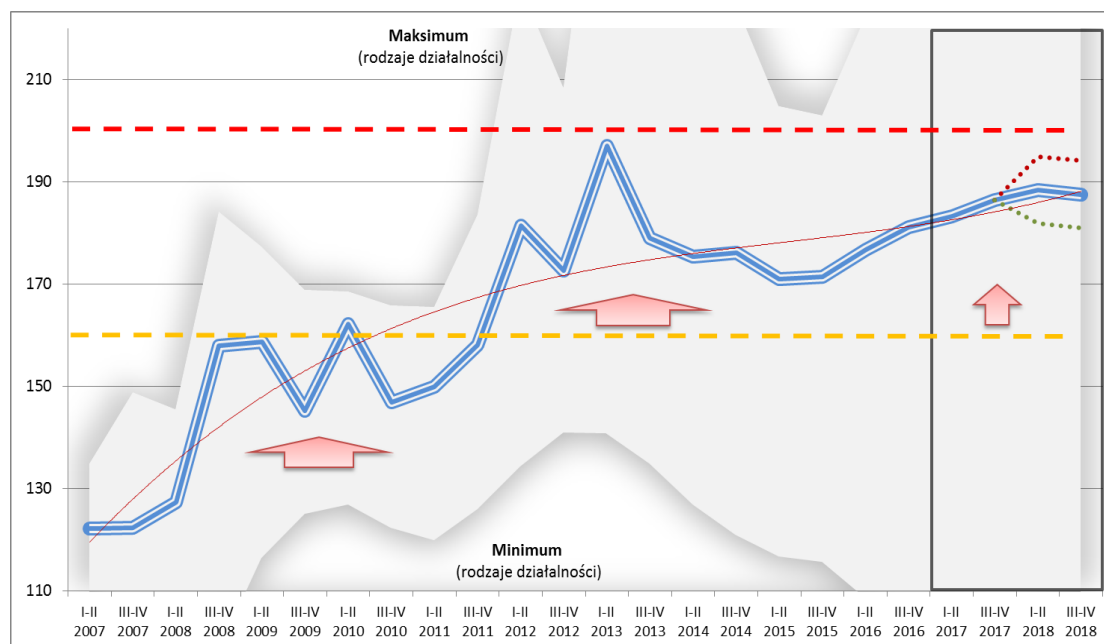
Przedsiębiorstwa duże ogółem wykazały w I kw. 2018 r. wzrost zagrożenia, przy niekorzystnej jego długookresowej tendencji. W pewnym stopniu nastąpiło zmniejszenie okresowych, także dalej

²³ Szczegółowe analizy i wnioskowanie ze sformułowaniem ocen dotyczących poszczególnych klas wielkości przedsiębiorstw według rodzaju działalności oraz wybranych sekcji PKD (działów GN) zawarto w *Raporcie Mikro: w części Raport z badań w obszarze mikroekonomicznym*. Przedstawiono także podstawowe założenia oceny stopnia zagrożenia, istniejące uwarunkowania jej przeprowadzania oraz zakres możliwych porównań.

²⁴ Ogólna ocena rodzajów działalności wymaga odwołania się do ocen sekcji PKD (poziom ogółem i klas wielkości).

prognozowane. Prognozy na II kw. 2018 r. – I kw. 2019 r. zakładają wzrost zagrożenia. Wpływ na taką sytuację ma głównie działalność usługowa, natomiast w produkcji wzrost ten będzie nieznaczny. Spadek zagrożenia przewidywany jest dla handlu.

Rysunek 43. Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.



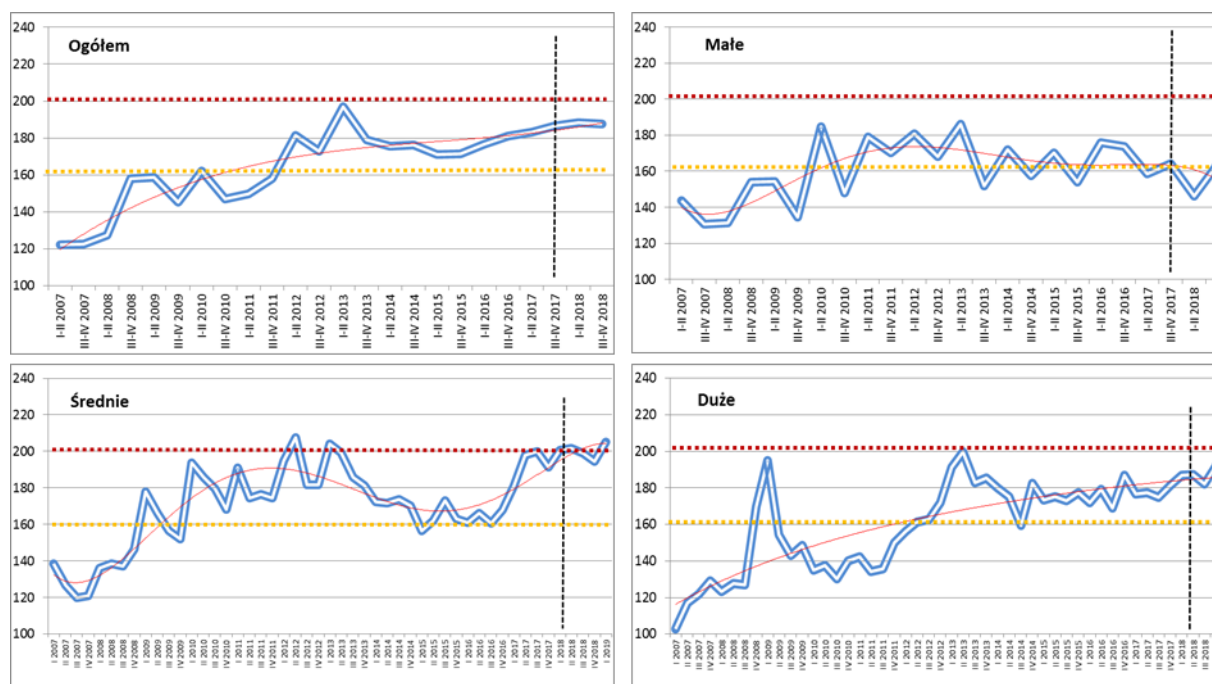
Uwagi: wartość „Ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym (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 po pozytywnych ostatnich dwóch odczytach scenariusz neutralny zakłada przejście z fazy wzrostu zagrożenia do krótkookresowej stabilizacji, także dla scenariusza pesymistycznego. W usługach kontynuacja tendencji wzrostu zagrożenia, przy osłabieniu jej intensywności, ale nadal z utrzymaniem wysokiego poziomu. Scenariusz neutralny zakłada kontynuację tych zmian, z pogłębieniem ich intensywności dla scenariusza pesymistycznego. Handel charakteryzowała tendencja spadkowa, a ostatnie odczyty oraz scenariusz neutralny zakładają przejście do krótkoterminowej stabilizacji. Scenariusz pesymistyczny wyznacza wzrosty zagrożenia.

W wiodących sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) skokowa i głęboka poprawa sytuacji r/r nastąpiła w II p. 2017 r. w: w górnictwie i wydobywaniu, w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię oraz w informacji i komunikacji. Wzrost stopnia zagrożenia dotyczył w niewielkim stopniu przetwórstwa przemysłowego, w większym budownictwa oraz transportu i gospodarki magazynowej. W górnictwie i wydobywaniu (skokowe obniżenie zagrożenia i prowadzona restrukturyzacji) nie jest możliwe zbudowanie wiarygodnej prognozy (stabilizacja). Podobna sytuacja dotyczy wytwarzania i zaopatrywania w energię (jednookresowa poprawa), a scenariusz neutralny zakłada stabilizację krótkoterminową, ze znacznymi wahaniami wartości. Prawdopodobnie wyczerpała się ścieżka dalszej poprawy sytuacji w przetwórstwie przemysłowym, którą zastąpił wzrost zagrożenia i odejście *in plus* od granicy poziomu ostrzegawczego. W budownictwie scenariusz neutralny podtrzymuje ścieżkę stopniowego wzrostu zagrożenia, a pesymistyczny nadaje jej wyższą intensywność. W transporcie i gospodarce magazynowej przy przekroczeniu poziomu wysokiego, kontynuacja wzrostu zagrożenia, bliższa stabilizacji w scenariuszu optymistycznym. W informacji i komunikacji scenariusz neutralny zakłada kontynuację ścieżki słabej tendencji spadkowej, a pesymistyczny stabilizację (Rysunek 45).

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

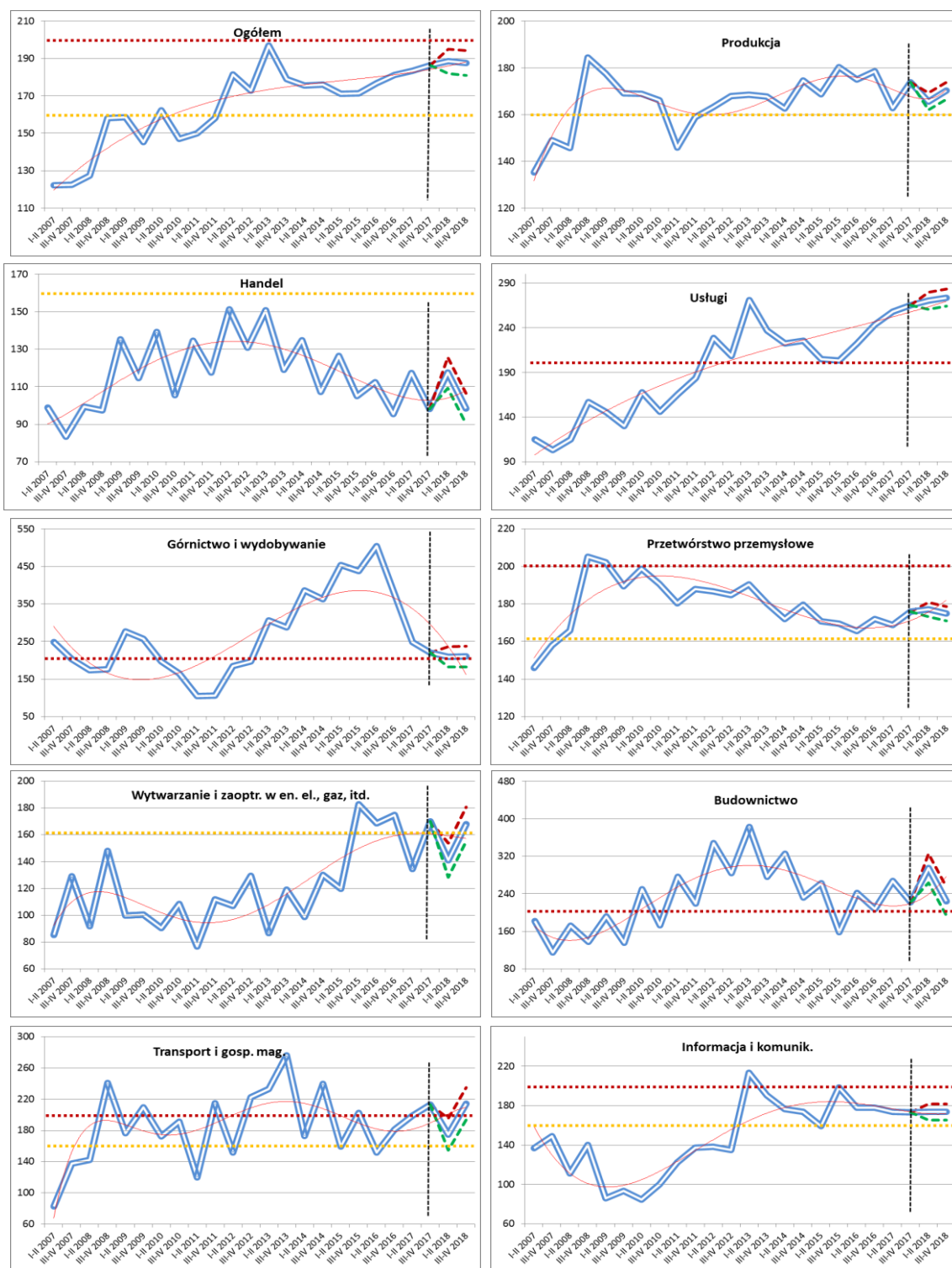
Odnotowany po okresie stabilizacji wzrost stopnia zagrożenia upadłością w ostatnich czterech półroczach wpływa na oczekiwania w perspektywie krótkoterminowej do II p. 2018 r. Prognozy dla scenariusza neutralnego²⁵ przewidują wzrost zagrożenia o malejącej intensywności – w I p. 2018 r. +2,7% r/r, natomiast II p. 2018 r. +1,1% 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, pomimo dodatkowej korekty oczekiwanych wyników całej gospodarki za 2017 r., należy uznać za mniej prawdopodobny, ze względu na nie wygaszenie kluczowych czynników ryzyka oraz przy braku wzrostu inwestycji i niskiej (także słabnącej) 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.

²⁵ Sposób wyznaczenia scenariuszy opisany jest w *Raporcie Mikro*, w pkt II.1.2 (dolne i górne granice przedziału ufności).

Rysunek 45. 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.

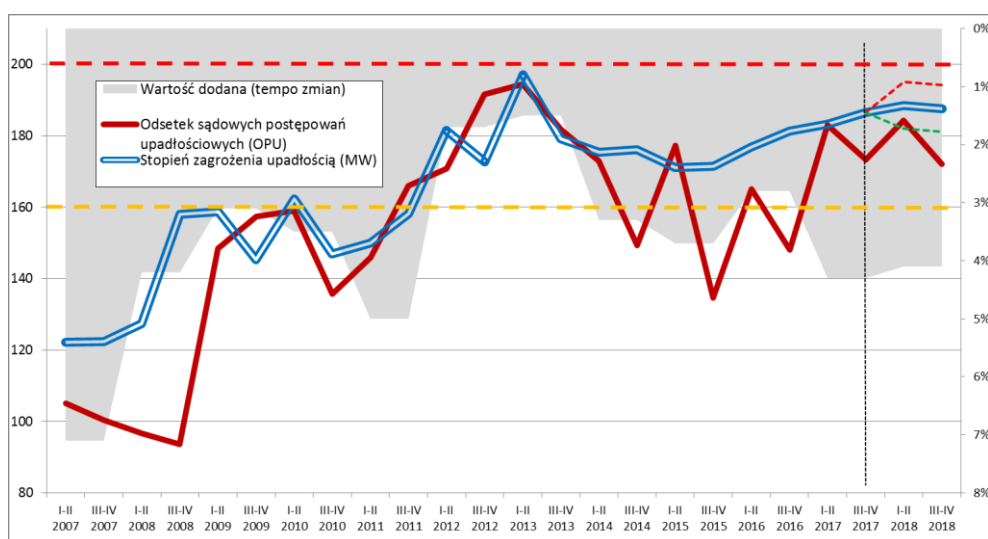
Źródło: Raport Mikro.

Tabela 4. Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2017 r.

Województwo	Wzorzec	MSO	Pozycja rangowa
mazowieckie	I	4,341	1
wielkopolskie	I	2,241	2
dolnośląskie	I	2,183	3
łódzkie	II	1,592	4
lubelskie	II	1,140	5
śląskie	III	2,304	6
małopolskie	III	1,457	7
pomorskie	IV	1,185	8
kujawsko-pomorskie	IV	1,116	9
zachodniopomorskie	IV	1,033	10
podkarpackie	IV	1,007	11
świętokrzyskie	IV	0,965	12
warmińsko-mazurskie	IV	0,901	13
podlaskie	IV	0,880	14
opolskie	IV	0,879	15
lubuskie	IV	0,850	16

Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 46. Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 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.

Przewidywane do II p. 2018 r. wyhamowanie tempa wzrostu stopnia zagrożenia może w wysokim stopniu prawdopodobieństwa – przy utrzymaniu tempa wzrostu wartości dodanej – spowodować zatrzymanie tendencji wzrostowej odsetka wszczętych sądowych postępowań upadłościowych²⁶ (Rysunek 46).

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 (Tabela 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 Tabeli 4 należy wskazać, że regionami objętymi szczególną uwagą powinny być: woj. mazowieckie, śląskie i dolnośląskie. Dla działalności produkcyjnej takim regionem szczególnej uwagi było województwo dolnośląskie i śląskie, dla usług dolnośląskie i wielkopolskie i dla handlu dolnośląskie, małopolskie, mazowieckie, śląskie i wielkopolskie. Województwa łódzkie, lubelskie i świętokrzyskie zakwalifikowano do II ćwiartki co wskazuje, że w tych regionach odnotowano ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością lecz poniżej przeciętną liczbę pracujących.

²⁶ Wpływ zmian stopnia zagrożenia na odsetek wszczętych sądowych postępowań upadłościowych uzależniony jest również od opóźnienia w składaniu wniosków oraz zmian w relacji liczby wszczętych postępowań do wniosków.

V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

5.1 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprowadzie 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).

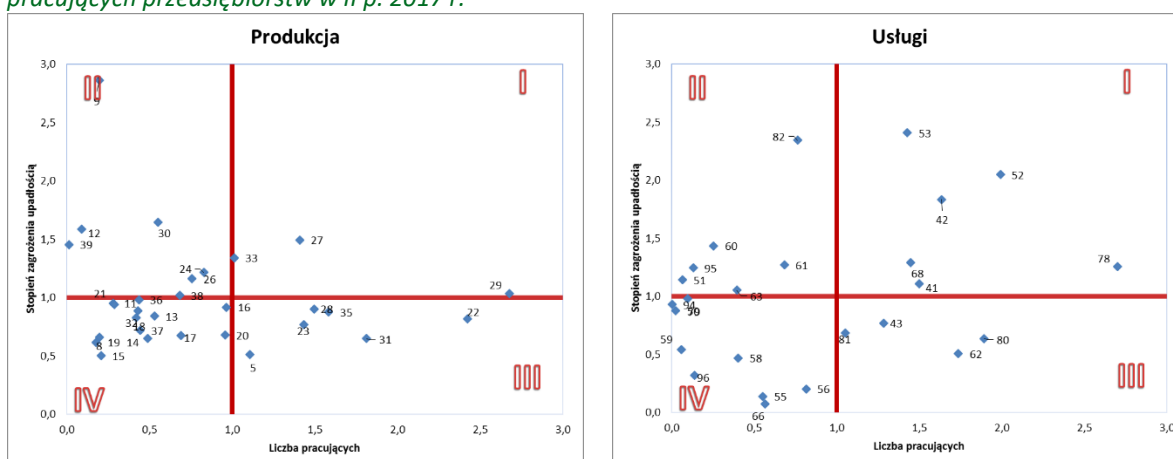
5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

W ramach rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstw (grup przedsiębiorstw) analiza zmian stopnia zagrożenia upadłością pozwala na sformułowanie następujących wniosków. W działalności produkcyjnej przedsiębiorstw ogółem obserwowany wysoki stopień zagrożenia upadłością w działalności gospodarczej związanej z górnictwem, który został przełamany i w 2017 roku odnotowano znaczącą poprawę. Utrzymująca się niekorzystna sytuacja w całym okresie analizy w przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją pozostałego sprzętu transportowego (dział PKD 30), produkcją metali (24) wskazuje na niekorzystną sytuację w tych działach. Obserwowane jest wyraźne pogorszenie sytuacji w przedsiębiorstwach związanych z naprawą, konserwacją i instalowaniem maszyn i urządzeń (33).

W II p. 2017 r. odnotowano w działalności produkcyjnej nieznaczną poprawę sytuacji na co wskazuje fakt, zmniejszenia się r/r o 2 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia upadłością (7działów PKD), przy jednoczesnym wzroście r/r o 2 liczby działów PKD o stopniu zagrożenia na poziomie ostrzegawczym (7 działów PKD) i braku zmian w liczbie działów o niskim stopniu zagrożenia (18 działów PKD). Na poprawę wskazuje również wzrost wartości stopnia zagrożenia tylko w 10 działach PKD w II p. 2017 roku.

Uwzględniając dodatkowo klasy wielkości można wskazać, że w przedsiębiorstwach małych sytuacja kształtowała się na najmniej korzystnym poziomie, lecz o stabilnej sytuacji, co potwierdza fakt wzrostu o 4 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (12 działów PKD) i ostrzegawczym o 5 (12 działów PKD) przy jednoczesnym zmniejszeniu liczby działów o niskim stopniu zagrożenia. W średnich przedsiębiorstwach obserwowana stabilizacja z zarysowanym scenariuszem wzrostowym potwierdzona została zmniejszeniem o 1 liczby działów o stopniu zagrożenia na poziomie wysokim (7 działów PKD), przy jednoczesnym wzroście o 5 działów o poziomie ostrzegawczym (14 działów PKD) i zmniejszeniu o 4 działów na poziomie niskim (9 działów PKD). Klasa dużych przedsiębiorstw cechowała się poprawą sytuacji, która cechowała się zmniejszeniem o 2 liczby działów o wysokim stopniu zagrożenia (5 działów PKD), wzroście o 3 działów na poziomie ostrzegawczym i zmniejszeniu o 1 działów na poziomie zagrożenia niskim.

Rysunek 47. Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłością i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2017 r.



Źródło: Raport Mikro.

Analiza stopnia zagrożenia w II p. 2017 r. pozwoliła wyodrębnić działy PKD cechujące się ponadprzeciętnym stopniem zagrożenia (MSO) oraz ponadprzeciętną liczbą pracujących (Rysunek 47).

dla **przedsiębiorstw ogółem**:

- produkcja urządzeń elektrycznych (dział PKD 27),
- produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli (dział PKD 29),
- naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń (dział PKD 33),
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (dział PKD 42),
- działalność związana z zatrudnieniem (dział PKD 78),
- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport (dział PKD 52),
- działalność pocztowa i kurierska (dział PKD 53),
- 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 artykułów spożywczych (dział PKD 10),
- produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania (dział PKD 16),
- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń (dział PKD 25),
- 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),
- produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nie sklasyfikowana (dział PKD 28),
- transport lądowy oraz rurociągowy (dział PKD 49),
- 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 II p. 2017 r. wskazano 9 działów PKD, z czego 3 dotyczą działalności produkcyjnej, a 6 działalności usługowej. W II p. 2017 r. żaden z działów handlowych nie znalazł się w grupie szczególnie zagrożonych. Spośród wskazanych 9 działów PKD, aż 6 zostało wskazywano jako szczególnie zagrożone w I p. 2017 r., a w II p. 2016 r. wskazane działy były tożsame z tymi wskazanymi w II p. 2017 roku. Wśród działów PKD wskazanych jako zagrożone były: produkcja urządzeń elektrycznych (PKD 27); 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 II p. 2017 r. w porównaniu do II p. 2016 r. liczba działów wskazanych jako szczególnie zagrożone i o szczególnym znaczeniu nie zmieniła się a w porównaniu do I p. 2017 r. i wzrosła z 7 do 9.

Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2016 r. – II p. 2017 r.

Działy PKD	III-IV 2016	I-II 2017	III-IV 2017
PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE			
27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	✓	✓	✓
29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI	✓		✓
33 NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ	✓		✓
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	✓		✓
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSZENIEM BUDYNKÓW	✓	✓	✓

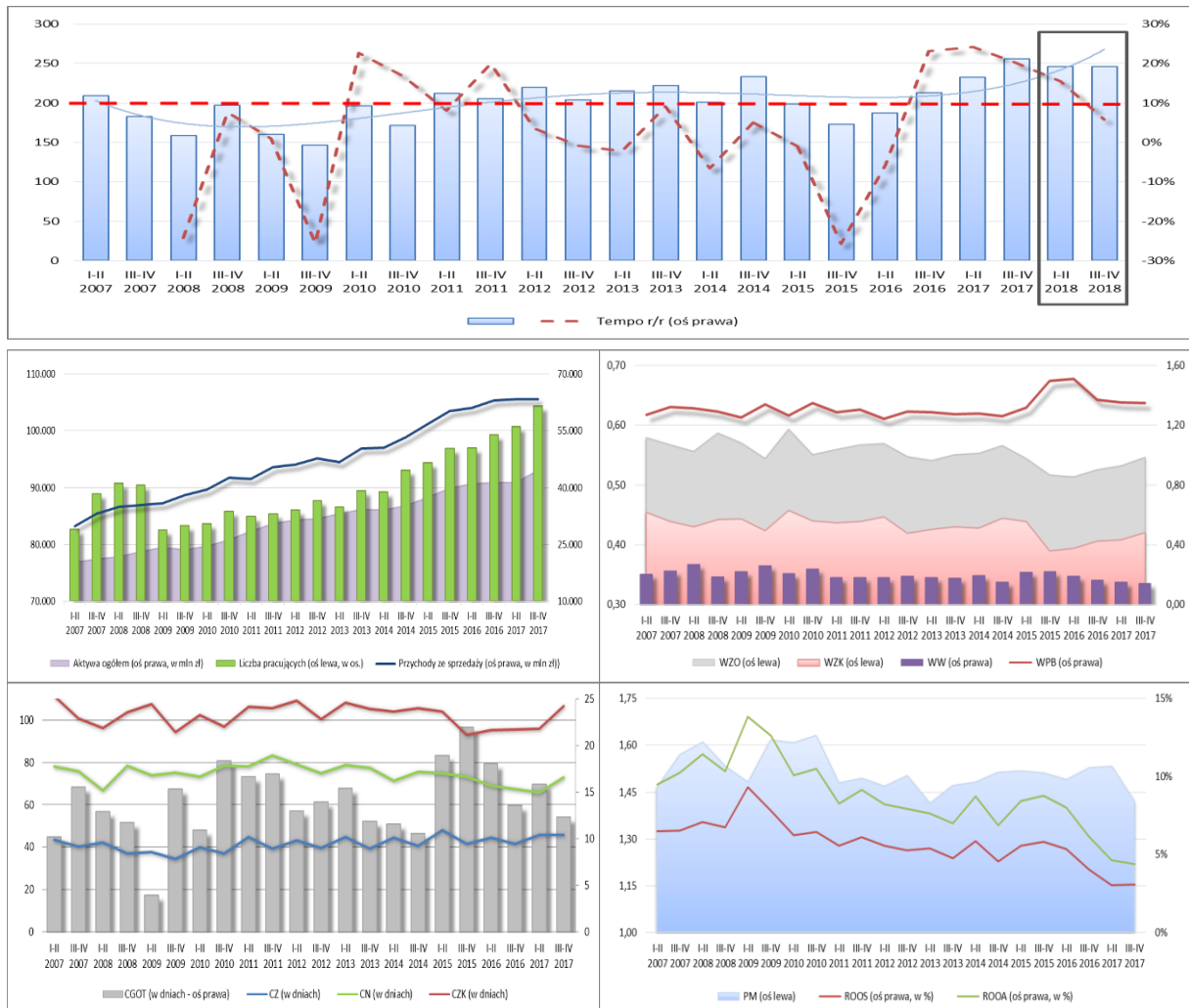
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, ✓ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.

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. – II p. 2017 r.) – dział PKD 27

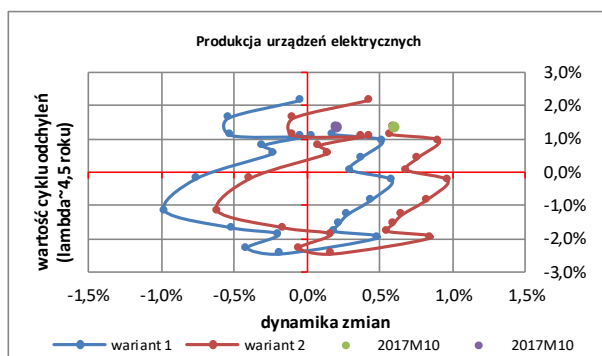


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

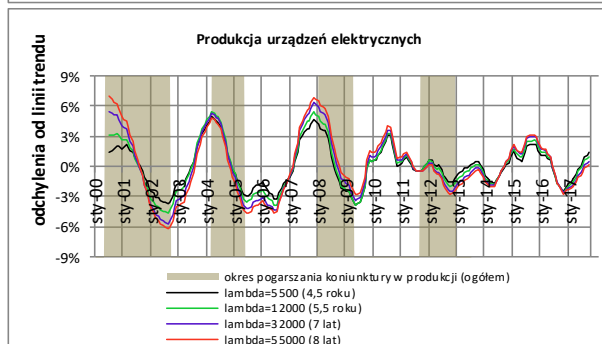
Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 490 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 7). Od 2009 r. obserwowalny był systematyczny wzrost zatrudnienia, a w całym okresie analizy wartości majątku i przychodów ze sprzedaży, które w II p. 2017 r. kształtowały się odpowiednio: 104 422 osób, 44 632 mln zł – aktywa i 63 366 mln zł – przychody ze sprzedaży. Wyraźnie obserwowalne od trzech półroczy spowolnienie tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Zauważalne są od pięciu półroczy niekorzystne zmiany struktury kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszył wzrost zadłużenia ogółem oraz zadłużenia krótkoterminowego, a także pogorszenie płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi długu. W II p. 2017 r. zadłużenie ogółem wzrosło r/r o 3,86%, zadłużenie krótkoterminowe o 3,40% wykazując taką tendencję od czterech kwartałów. W przypadku płynności bieżącej oraz zdolności obsługi długu odnotowano zmniejszenie wskaźników r/r o 1,39% i o 14,47% wskazując sytuację jako niekorzystną z tendencją do pogłębiania się sytuacji. Po okresie wydłużenia czasu oczekiwania na gotówkę od 2015 r. następowało jego skrócenie aż do I p. 2017 r., w którym nastąpiło odwrócenie trendu, który ponownie został przełamany w II p. 2017 roku. W konsekwencji wzrostowi uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych, który mógł być spowodowany wzrostem cykli należności. Obserwowany cykl zapasów nie wykazywał cech o charakterze tendencyjnym. 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. W zakresie sprawności działania odnotowana od I p. 2013 roku poprawa produktywności majątku została przełamana i w II p. 2017 roku odnotowano jego zmniejszenie o 7,05%. Dział charakteryzuje od trzech półroczy wzrost r/r stopnia zagrożenia upadłością, a od II p. 2016 r. kształtuje się na poziomie wysokim (256) z prognozą zarysowaną na poziomie wysokim z nieznacznym obniżeniem jego wartości, lecz ze wskazaniem do stabilizacji sytuacji.



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 odchylen. Współczynnik korelacji na poziomie ok. 0,82 wskazuje, iż cykl odchylen produkcji wyrobów elektrycznych charakteryzuje się wysokim poziomem synchronizacji z cyklem odchylen produkcji ogółem. Amplituda wahań cyklu ok. 6%.

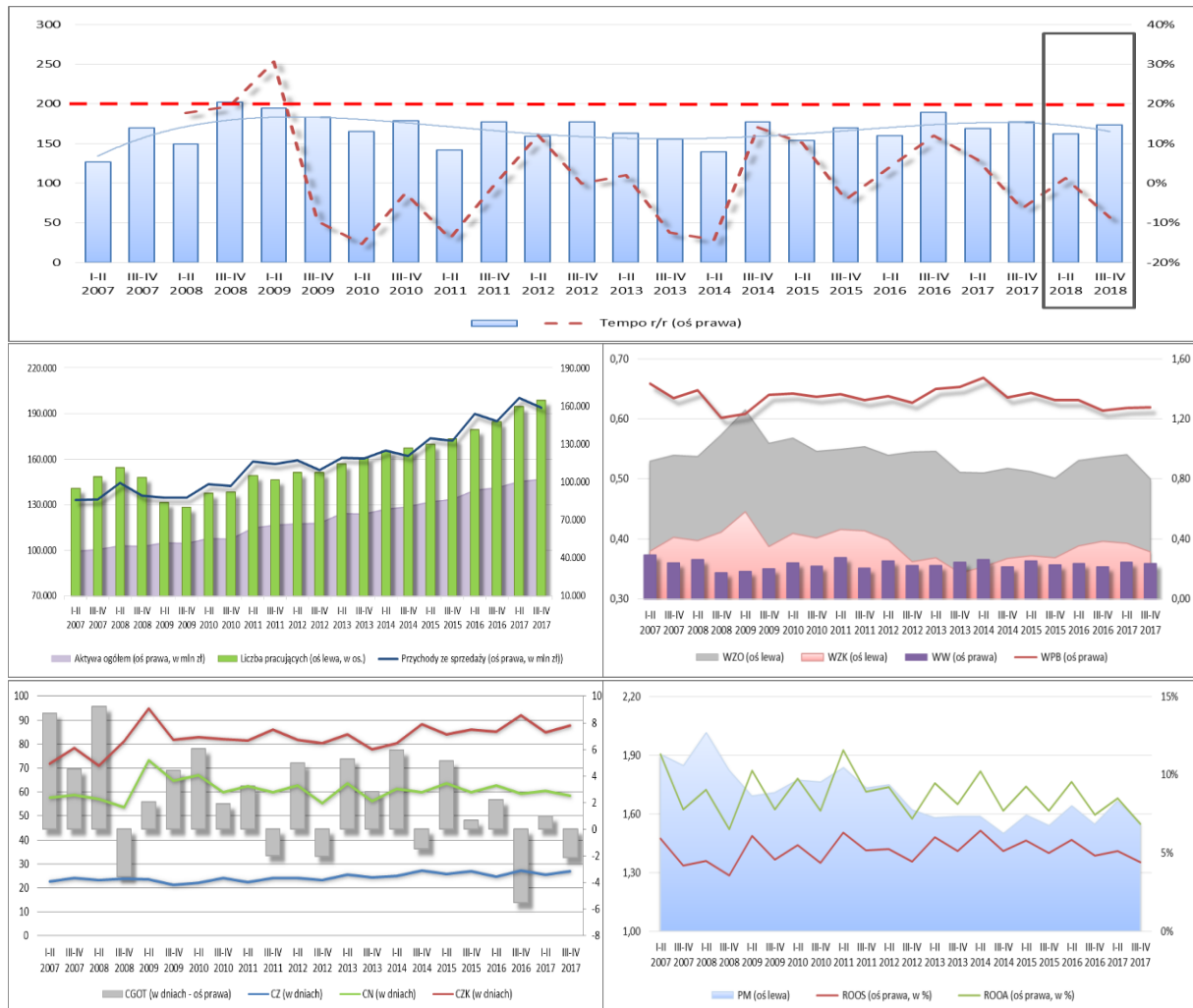


Nowo napływające obserwacje (za luty, marzec i kwiecień 2018 r.) wpłynęły na nieznaczne obniżenie rozkładu predyktywnego. Tendencje centralne rozkładu prognozy (mediany) wskazują na wzrost produkcji w tym dziale w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie ok. 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe w tej branży produkcji. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r jest niskie i nie przekracza 0,21. Nieco bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,57).



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

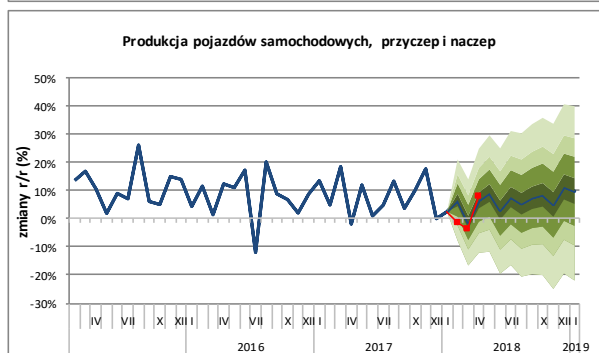
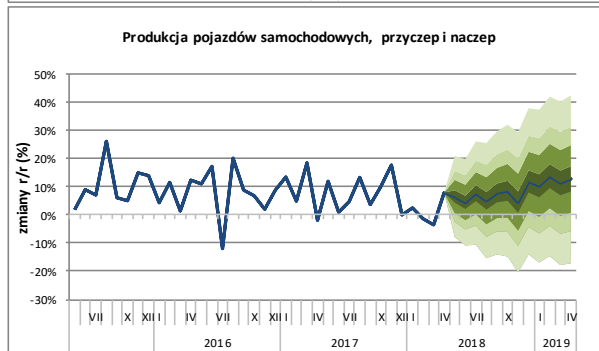
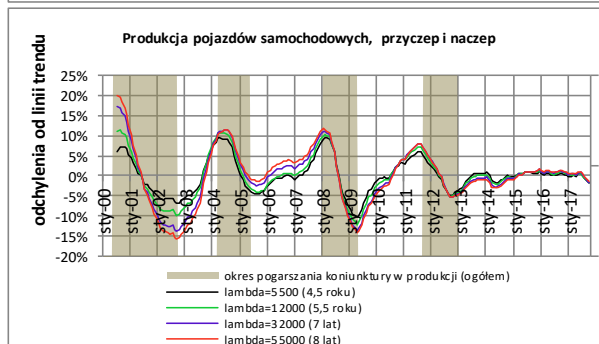
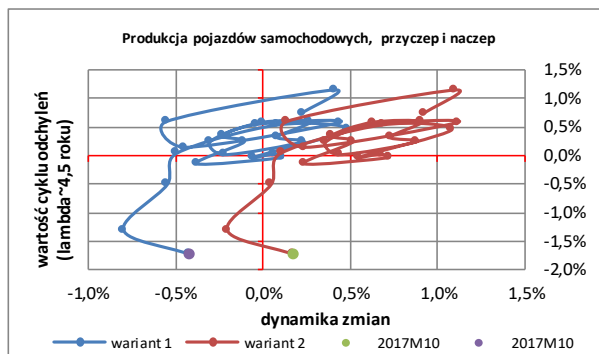
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 29



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 II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 437 przedsiębiorstw (wzrost r/r o 1 przedsiębiorstwo). Od 2010 r. zarysowana jest wyraźna tendencja wzrostu zatrudnienia, wartości majątku i przychodów ze sprzedaży. W II p. 2017 r. zatrudnienie wyniosło 184 403 osób, wartość aktywów ogółem 95 442 mln zł, a wartość przychodów ze sprzedaży 147 739 mln zł. Widoczna od 2009 r. tendencja zmniejszania zadłużenia ogółem na koniec 2015 r. została zatrzymana przynosząc jego wzrost do I p. 2017 r., w którym nastąpiło ponowne przełamanie trendu o odnotowano zmniejszenie r/r o 6,65%. Obserwowany trend wzrostu zadłużenia krótkoterminowego od II p. 2013 r. został odwrócony w II p. 2016 r. Poprawę obserwujemy również w analizie zdolności do obsługi długu, który od trzech półroczy cechuje się wzrostem. Korzystnej zmianie struktury kapitałowo-majątkowej towarzyszyło zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego i odwrócenie trendu spadkowego płynności bieżącej od trzech półroczy. W II p. 2017 r. cykl gotówki uległ skróceniu p/p w konsekwencji skrócenia cyklu należności – jednak przy wydłużeniu cyklu zobowiązań krótkoterminowych i cyklu zapasów. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów wykazuje w ostatnich czterech półroczach pogorszenie, której towarzyszy również niewielkie pogorszenie w zakresie sprawności działania (zmniejszenie produktywności majątku). Stopień zagrożenia upadłością zmniejszył się r/r w II p. 2017 r. do (178) pozostając

na dal na poziomie ostrzegawczym. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na niewielkie zmniejszenie r/r stopnia zagrożenia w 2018 r., lecz utrzymanie poziomów ostrzegawczych.

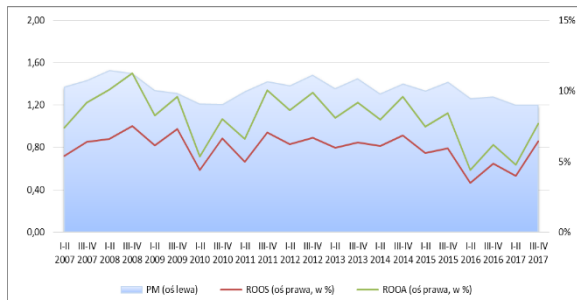
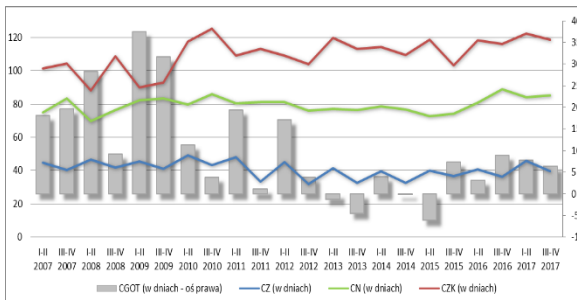
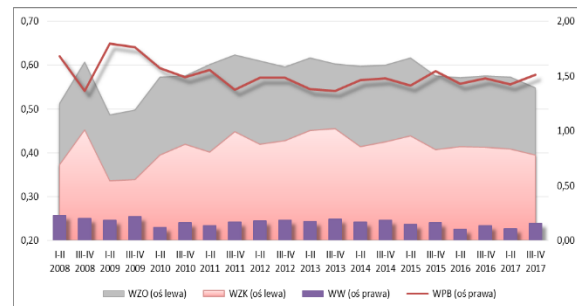
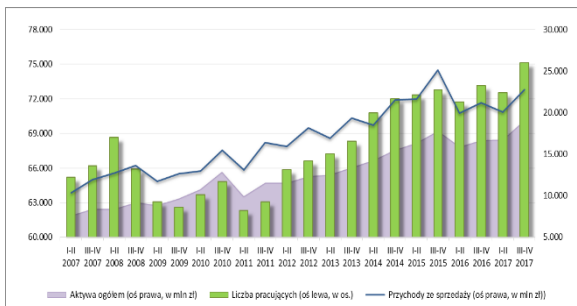
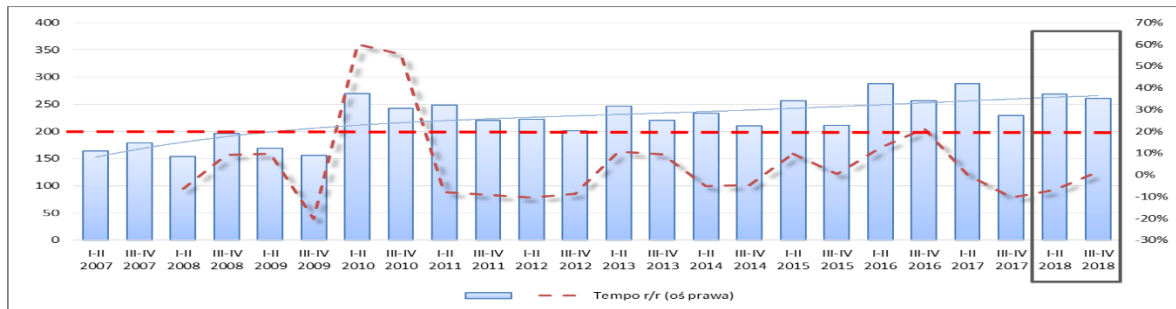


Zegary o niskim stopniu czytelności, ze względu na niską amplitudę wahań cyklu. Amplituda ta uległa zmniejszeniu do poziomu ok. 1% w ostatnich 3-4 latach, wobec obserwowanej przed tym okresem amplitudy sięgającej nawet 12-15%. Ostatnie punkty zegara w trzeciej ćwiartce układu współrzędnych, co sugeruje pogorszenie 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 odchyień a cyklem odchyień dla produkcji ogółem na poziomie ok. 0,91 wskazuje na wysoki stopień synchronizacji tych cykli.

Nowo napływające obserwacje (za luty, marzec i kwiecień 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości zmian r/r waha się w przedziale od 0,21 do 0,38. Rozkłady predykcyjne o wzrastającym w czasie rozproszeniu. Z prawdopodobieństwem 0,65 średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji w pierwszym półroczu okresu prognozy.

Dział PKD 33 – Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń

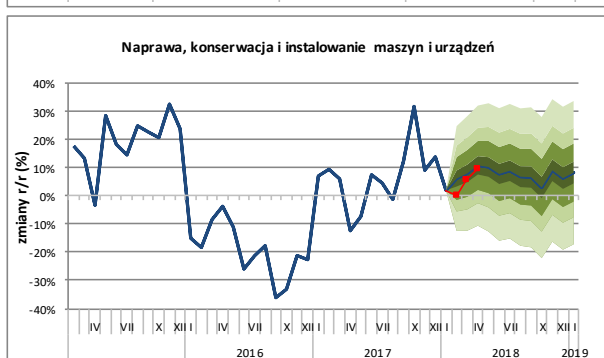
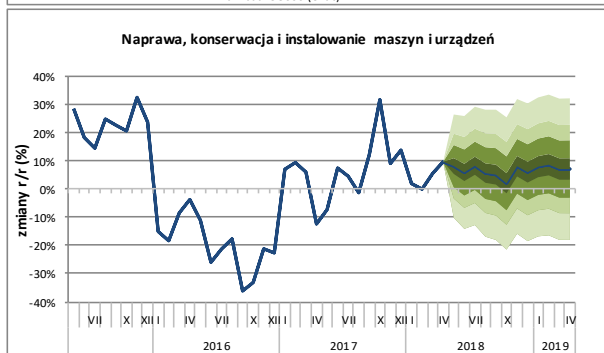
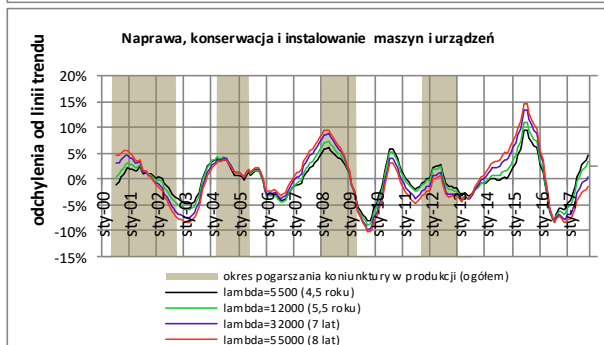
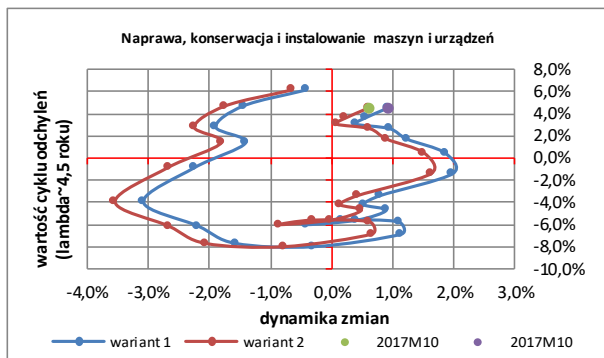
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 33



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 II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 813 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 4). W dziale począwszy od II p. 2011 r. występował wzrost liczby pracujących, wartości aktywów ogółem i przychodów ze sprzedaży ze szczególnym nasileniem zjawiska w II p. 2017 roku. W 2016 i 2017 r. liczba pracujących, jak i wartość aktywów ogółem cechowały się naprzemiennymi zmianami wykazując zmniejszenie miar w I p. (zmniejszenie a następnie ich wzrost w II p.), w przeciwieństwie do przychodów, których wartość zmalała w I p. 2017 r. do poziomów sprzed pięciu półroczy. W II p. 2017 r. zarówno przychody ze sprzedaży, liczba pracujących, jak i wartość majątku cechowały się silnymi wzrostami. Zadłużenie ogółem oraz zadłużenie krótkoterminowe od 2015 r. cechuje regularne zmniejszaniem przy jednoczesnym wzroście płynności bieżącej i zdolności do obsługi długu. Cykl gotówki uległ w trzech ostatnich półroczach nieznacznemu skróceniu przede wszystkim w konsekwencji wydłużenia cyklu należności i cyklu zobowiązań krótkoterminowych – zmiany niekorzystne. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów po pięciu półroczach zmniejszania się w II p. 2017 r. cechowały się silnym wzrostem przy niekorzystnej tendencji zmniejszania produktywności majątku. Stopień zagrożenia upadłością, który od I p. 2010 r. kształtował się na wysokim poziomie, cechował się wzrostem o niskim jego nasileniu, który został wyhamowany w 2017 r. wskazując na stabilizację sytuacji. Prognozy na dwa najbliższe półrocza wskazują na stabilizację sytuacji, jednak wartość SZU nadal kształtuje się na poziomie wysokim (odpowiednio 268 i 260) – co w perspektywie 2018 r. wskazuje na konieczność dalszej obserwacji tego działu PKD.

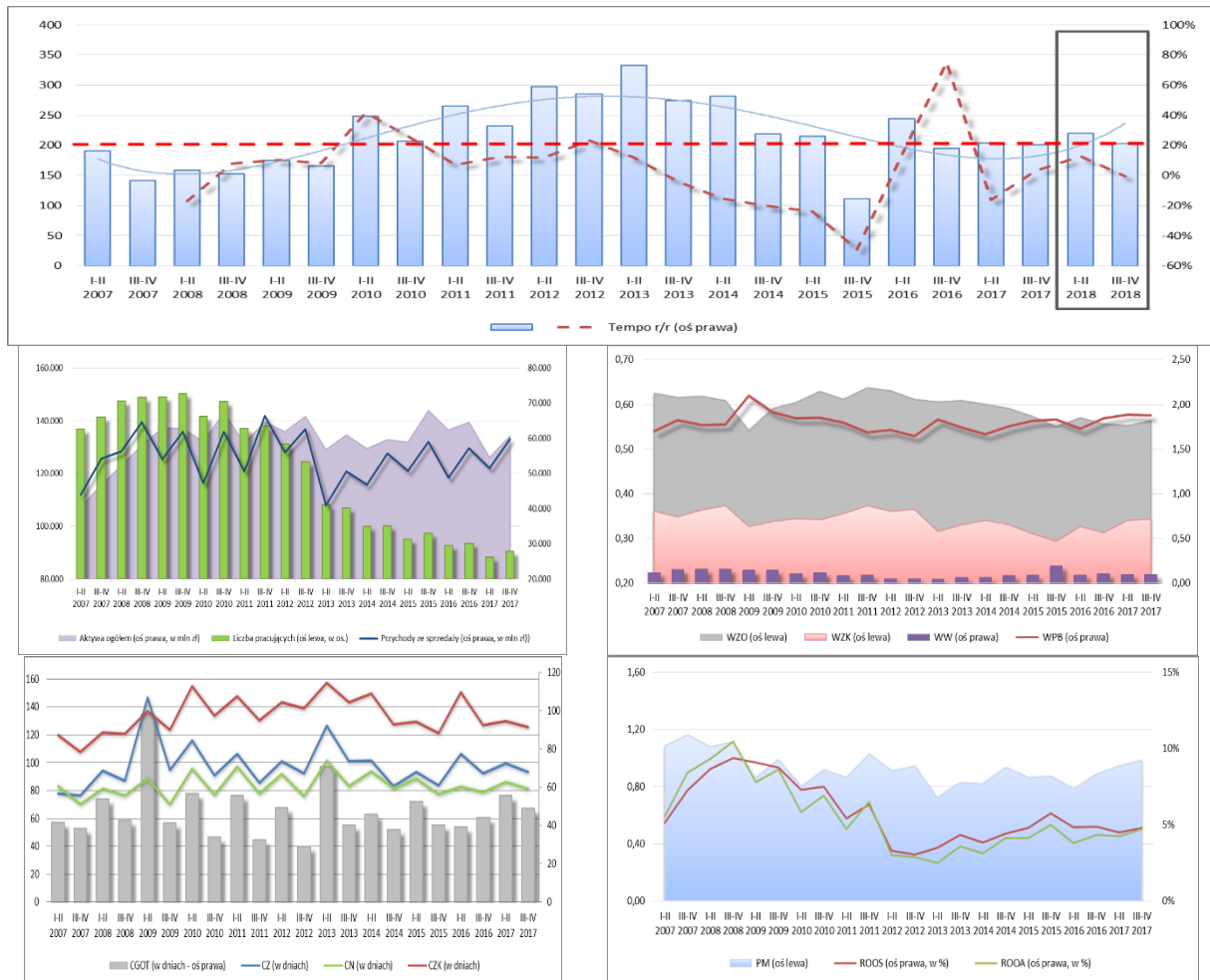


Zegary cyklu czytelne, wskazują na dalszą poprawę koniunktury w tym dziale produkcji. Analiza dynamiki cyklu odchylenia potwierdza ten wniosek. Próbkowy współczynnik korelacji pomiędzy wartościami cyklu odchylenia tej zmiennej a cyklem odchylenia produkcji ogółem na poziomie ok. 0,65. Amplituda wahań nie przekracza znacząco 9%.

Nowo napływające obserwacje (za luty, marzec i kwiecień 2018 r.) nie zmieniły znacząco charakterystyk rozkładu predykcyjnego. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości produkcji r/r waha się w przedziale 0,23-0,44. Nieco bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym średnia wielkość produkcji r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie wyższa od średniej wielkości produkcji r/r w pierwszym półroczu okresu prognozy (prawdopodobieństwo to wynosi 0,56).

Dział PKD 41 – Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 41

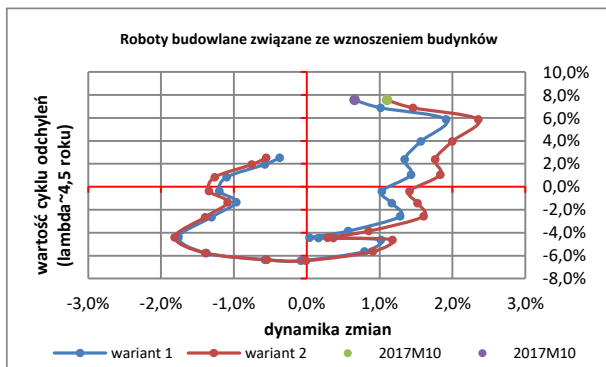


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

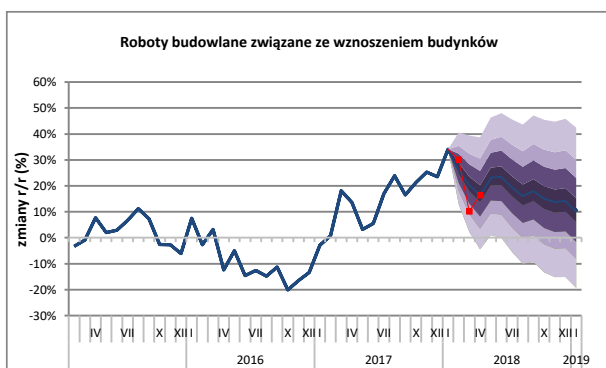
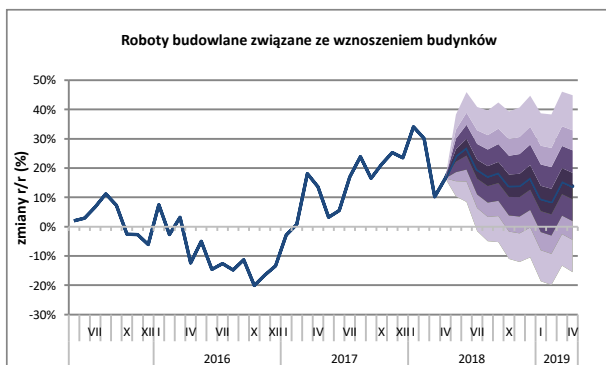
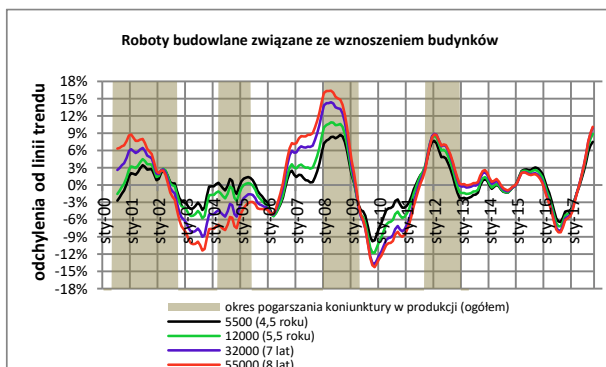
W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 754 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 60), w których zatrudnionych było 90 439 osób (zmniejszenie r/r o 3 006 osób) z systematyczną od piętnastu półroczy tendencją znaczącego zmniejszania się zarówno liczby przedsiębiorstw, jak i liczby w nich pracujących (o ponad 62 tys. pracujących), co potwierdza niekorzystną sytuację. Od II p. 2015 r. utrzymuje się tendencja zmniejszania r/r wartości aktywów przy nieznacznym utrzymującym się wzroście przychodów ze sprzedaży od I p. 2013 roku. Od I p. 2012 r. obserwowane są korzystne zmiany w strukturze kapitałowo-majątkowej, którym towarzyszy zmniejszenie zadłużenia ogółem, a także poprawa płynności bieżącej i utrzymująca się stabilna sytuacja dotycząca zdolności do obsługi długu. Jedynie w przypadku zadłużenia krótkoterminowego zaobserwowano utrzymującą się od II p. 2015 r. niekorzystną tendencję zmian (wzrost). W II p. 2017 r. zaobserwowano wysłuzenie cyklu gotówki oraz cyklu należności, przy jednoczesnym skróceniu cyklu 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) szczególnie obserwowana w II p. 2017 r. 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

półroczu wskazuje na zbliżone wartości w relacji r/r stopnia zagrożenia kształtując sytuację jako stabilną niekorzystną.



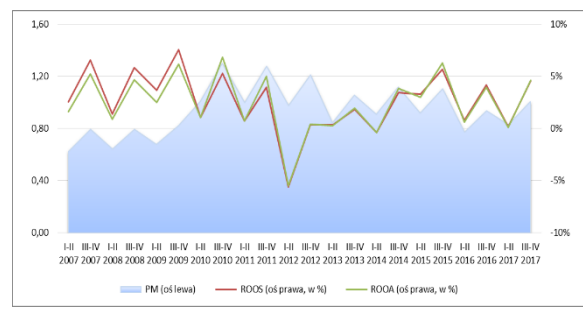
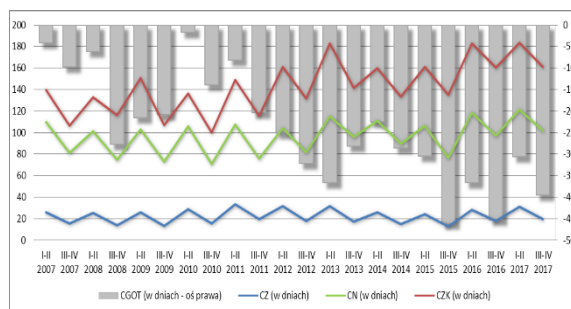
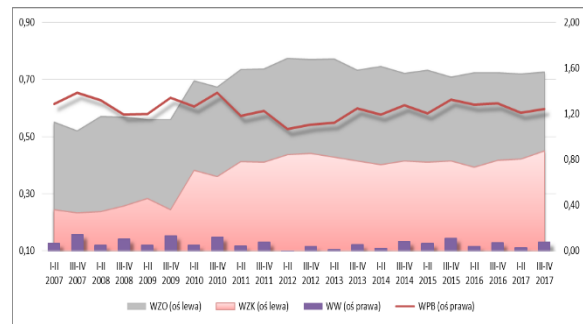
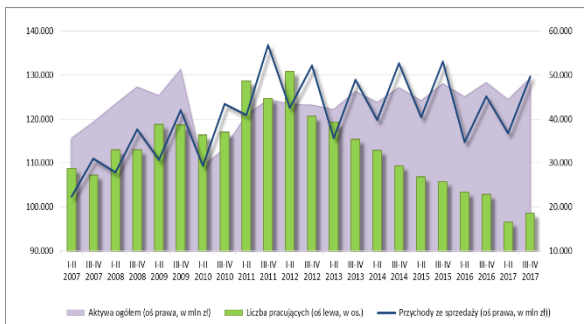
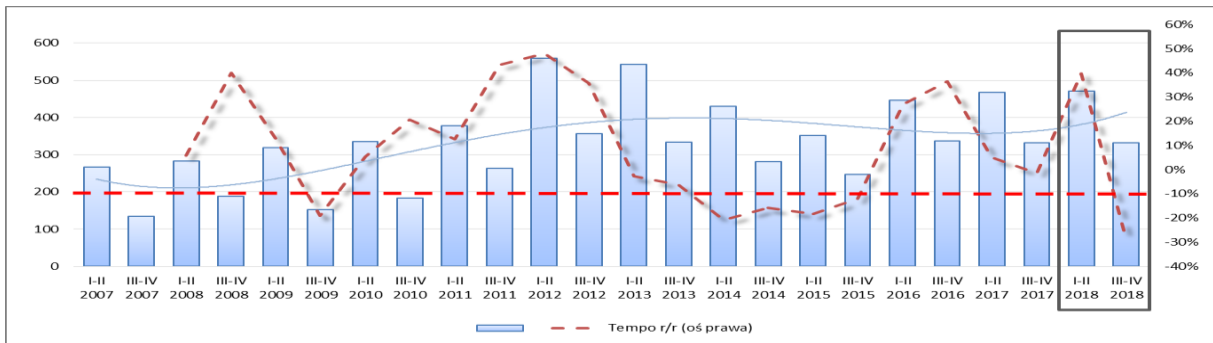
Zegary cyklu czytelne, o regularnym kształcie. Analogicznie jak w przypadku budownictwa ogółem położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych) oraz analiza dynamiki cyklu odchylenia wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchylenia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

Nowo napływające obserwacje (za luty, marzec i kwiecień 2018 r.) wpłynęły na nieznaczne obniżenie rozkładu predykcyjnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) opada od niespełna 30% do ok. 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika wzrasta z poziomu praktycznie równego zero do 0,31. Z prawdopodobieństwem 0,73 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półroczu 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. – II p. 2017 r.) – dział PKD 42

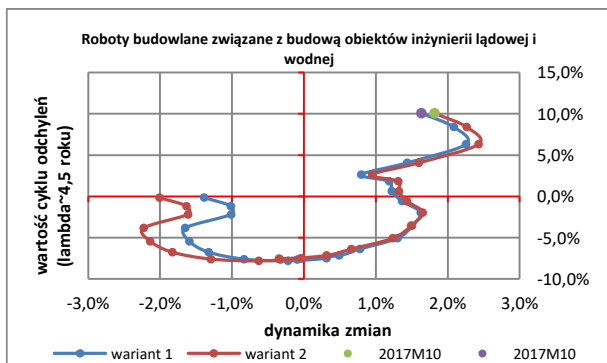


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

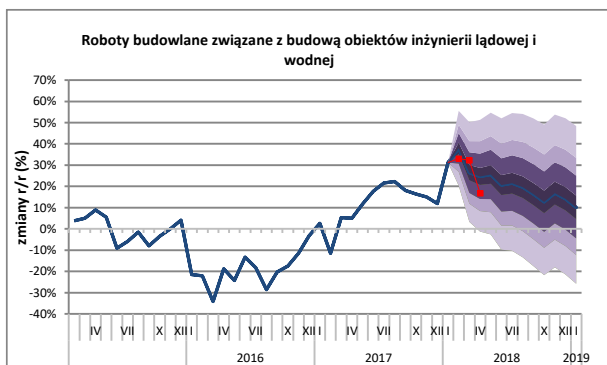
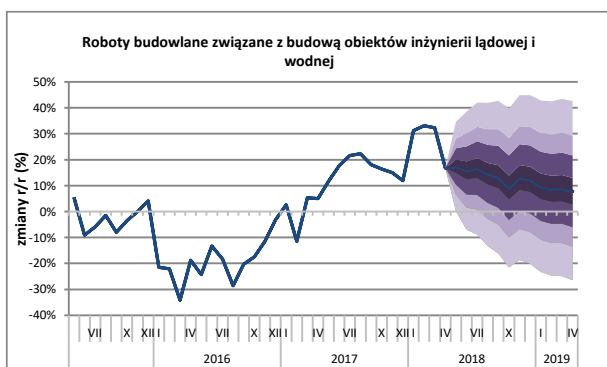
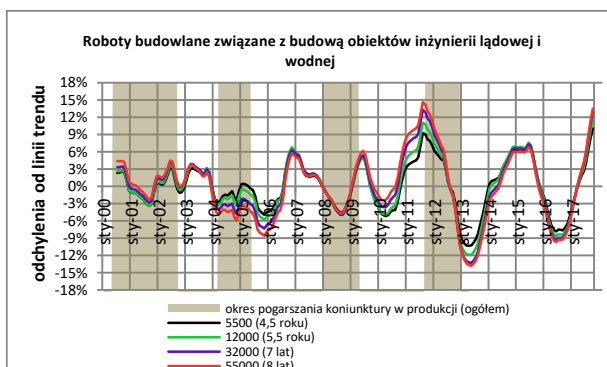
W II p. 2017 r. działalność prowadziło 1 379 przedsiębiorstw (zmniejszenie r/r o 6,82%), w których zatrudnionych było 98 595 osób (zmniejszenie r/r o 4,82%) z systematyczną od dwunastu półroczy tendencją znaczącego zmniejszania się liczby pracujących i liczby przedsiębiorstw. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 49 267 mln zł (wzrost wartości od piętnastu półroczy) a wartość przychodów ze sprzedaży 49 597 mln zł (zarysowana tendencja malejąca od II p. 2011 roku). Po okresie niekorzystnych zmian od I p. 2013 r. przez kolejne osiem półroczy zaobserwowano 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 obserwowanym zarysowanym trendzie nieznaczącej poprawy płynności bieżącej. W II p. 2017 r. zaobserwowano brak zmian w poziomie zadłużenia ogółem, lecz wzrost r/r zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym wzroście płynności bieżącej i zdolności do obsługi zadłużenia. W II p. 2017 r. cykl gotówki skrócił się r/r, przy jednoczesnym wzroście cyklu zapasów, 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 r. odnotowano ich wzrost r/r wskazując na nieznaczną poprawę. Od II p. 2010 r.

odnotowywane jest regularne pogarszanie sprawności działania (produktywności majątku). Zarysowana od I p. 2012 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia została przełamana w 2016 roku stabilizując sytuację jednak na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje utrzymującą się stabilizację wartości stopnia zagrożenia na poziomach zbliżonych do 2017 r.



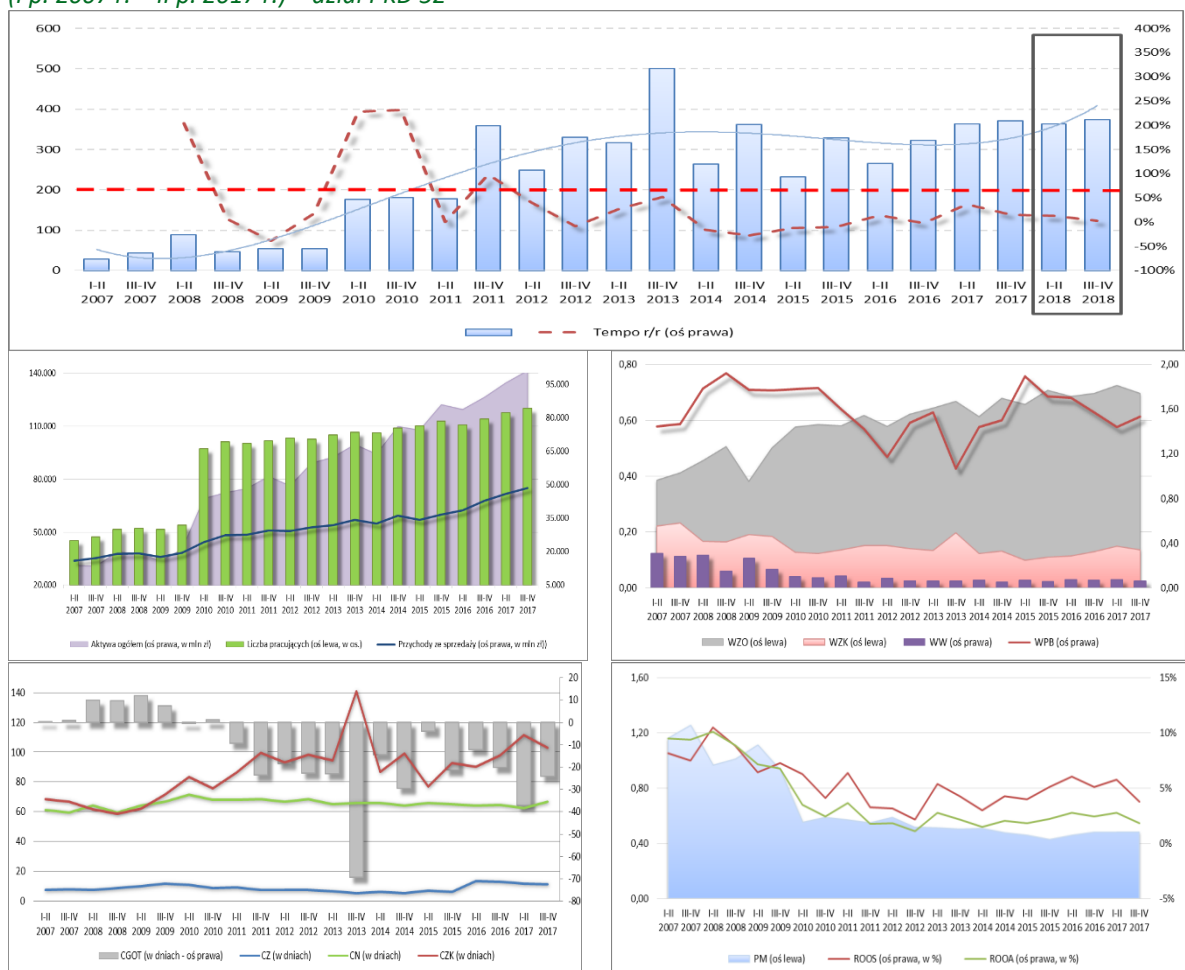
Podobnie jak w przypadku budownictwa ogółem oraz robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków, położenie ostatnich punktów na zegarze cyklu (ruch w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych) oraz analiza dynamiki cyklu odchyień wskazują na dalszą poprawę koniunktury. Amplituda wahań cyklu odchyień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

Nowo napływające obserwacje (za luty, marzec i kwiecień 2018 r.) wpłynęły na nieznaczne obniżenie rozkładu predyktywnego. Ścieżka centralna (mediana rozkładów) opada od niespełna 20% do nieco poniżej 10%, co sugeruje dobre perspektywy rozwojowe. Prawdopodobieństwo ujemnych wartości rozważanego wskaźnika wzrasta z poziomu 0,05 do 0,35 na końcu okresu prognozy. Z prawdopodobieństwem 0,62 średnia wielkość omawianego wskaźnika r/r w drugim półroczu okresu prognozy będzie niższa od średniej wielkości wskaźnika r/r z pierwszego półrocza okresu prognozy. Rozproszenie rozkładów predyktywnych 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 (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.) – dział PKD 52



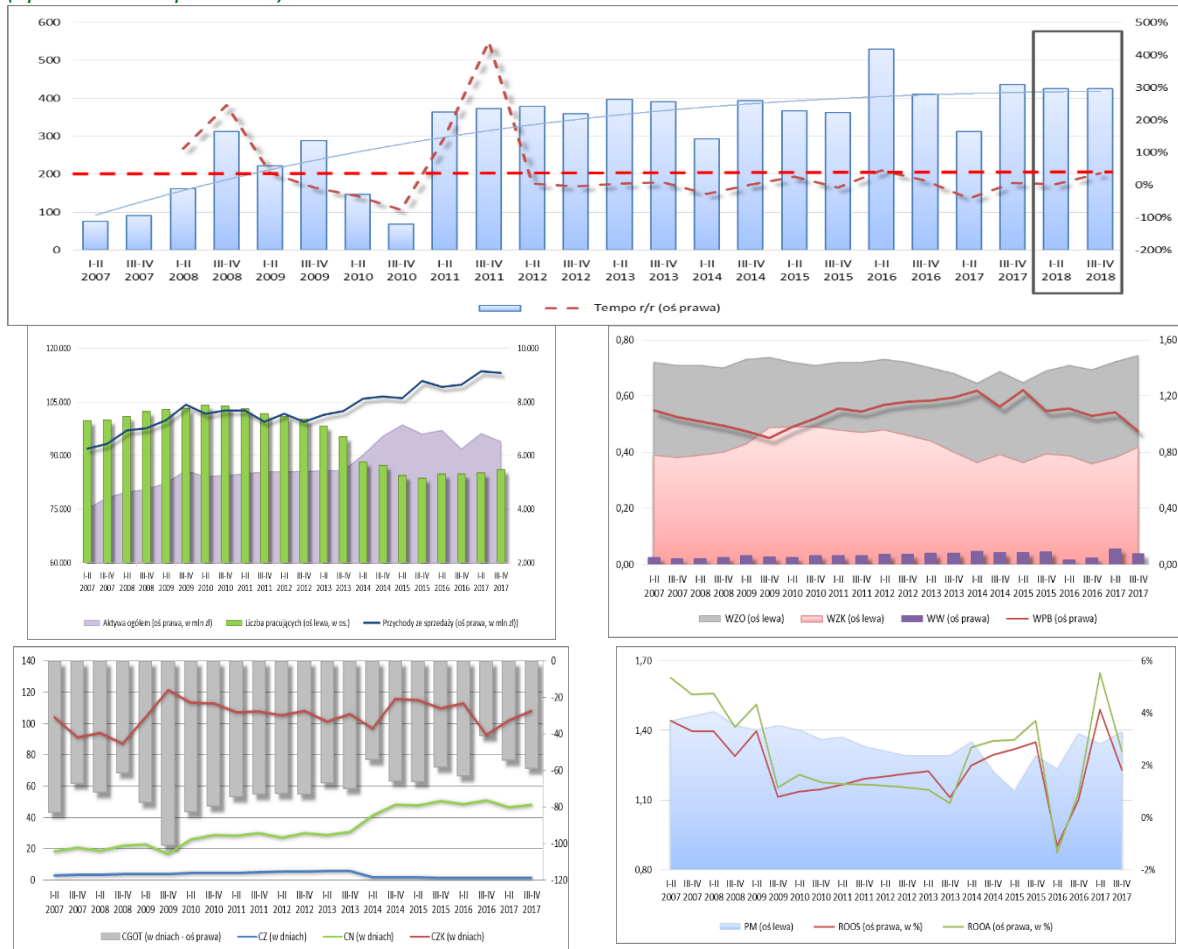
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 682 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 9,65% i obserwowany wzrost w całym okresie analizy), w których zatrudnionych było 120 115 osób (wzrost r/r o 5,27%) z systematyczną tendencją wzrostu zarówno liczby przedsiębiorstw, jak i liczby w nich pracujących, wskazując na korzystną tendencję zmian o rosnącym potencjale. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 101 221 mln zł (bardzo silny systematyczny wzrost wartości w całym okresie analizy), a wartość przychodów ze sprzedaży 48 650 mln zł o obserwowalnej tendencji wzrostowej. W całym okresie analizy obserwowany jest wzrost poziomu zadłużenia ogółem, przy nieznacznym zmniejszeniu r/r jego wartości w II p. 2017 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. W II p. 2017 r. odnotowano skrócenie r/r cyklu gotówki i cyklu zapasów. Niepokojącym sygnałem jest obserwowany wzrost od I p. 2015 roku cyklu zobowiązań krótkoterminowych. Utrzymująca się do 2014 r. tendencja wzrostu rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów odwróciła się w I p. 2016 roku odnotowując od tego czasu zmniejszanie r/r ich wartości. Utrzymująca się tendencja malejąca produktywności majątku została przełamana w II p. 2015 r. wskazując na jej wzrost w kolejnych półroczach. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia w II p. 2016 roku została odwrócona wskazując na wzrost r/r wartości stopnia zagrożenia (370 w II p. 2017 r.). Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje stabilizację wartości stopnia zagrożenia bez wyraźnego wskazania kierunku zmian, 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. – II p. 2017 r.) – dział PKD 53



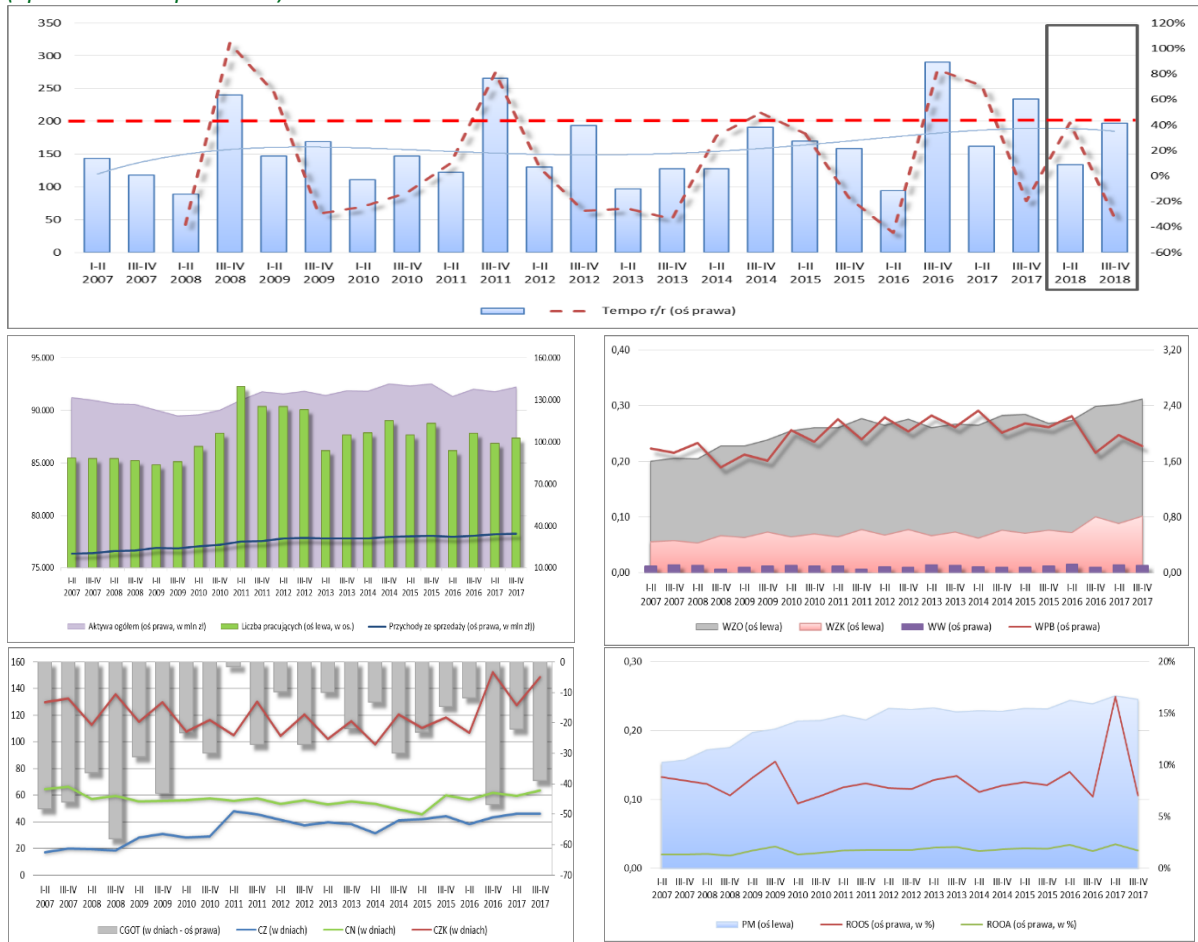
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 24 przedsiębiorstwa (zmniejszenie r/r o 1), w których zatrudnionych było 86 124 osoby (wzrost r/r o 1,52%) z tendencją zmniejszania się liczby pracujących od I p. 2010 r., która została zatrzymana w II p. 2015 r. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 6 524 mln zł (wzrost r/r o 4,72%), a wartość przychodów ze sprzedaży 9 086 mln zł (wzrost r/r o 5,23% z utrzymującą się w całym okresie analizy tendencją wzrostową). Obserwowane jest pogorszenie sytuacji od I p. 2015 r., której towarzyszy wzrost zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej. W strukturze kapitałowo-majątkowej zaobserwowane niekorzystne zmiany dotyczyły również II p. 2017 r., w którym nastąpiło pogorszenie płynności bieżącej przy jednoczesnym wzroście zadłużenia ogółem i zadłużenia krótkoterminowego. W II p. 2017 r. cykl gotówki skrócił się przy jednoczesnym wzroście cyklu zadłużenia krótkoterminowego, lecz skróceniu cyklu zapasów oraz cyklu należności. Utrzymująca się od 2007 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została przełamana w I p. 2015 r. odwracając trend i w II p. 2017 r. osiągając poziom z I p. 2010 r. 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 II p. 2017 r., w którym analizowane miary osiągnęły poziomy najwyższe w całym okresie analizy. W II p. 2017 r. pomimo znaczącego zmniejszenia p/p rentowności sprzedaży i aktywów w relacji r/r odnotowano wzrost. 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. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje na stabilizację sytuacji, lecz jednocześnie 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. – II p. 2017 r.) – dział PKD 68



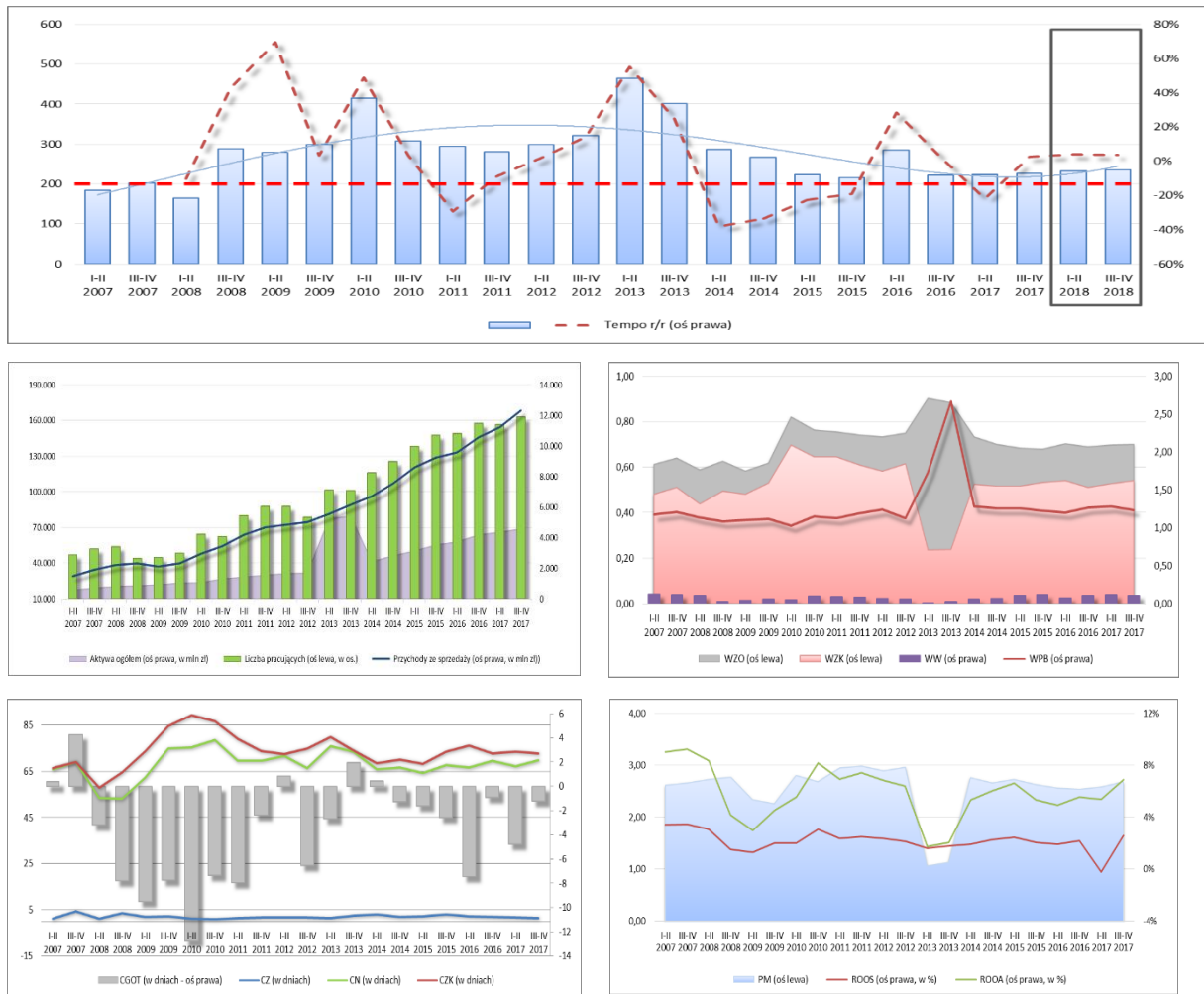
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

W II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 1 995 przedsiębiorstw (wzrost r/r 0,30%) w których zatrudnionych było 87 375 osób (zmniejszenie r/r o 0,48%) z tendencją wzrostu do I p. 2011 r. a następnie odwrócenie trendu w kierunku zmniejszania, która została utrzymana, wskazując na niekorzystną tendencję zmian. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 139 430 mln zł (wzrost wartości od I p. 2010 r. o niskim stopniu intensywności), a wartość przychodów ze sprzedaży 34 222 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. Na utrzymującą się niekorzystną sytuację w II p. 2017 r. wskazuje wzrost poziomu zadłużenia ogółem i krótkoterminowego. Zarysowana tendencja pogorszenia w postaci pogorszenia wartości wskaźnika płynności bieżącej i zdolności do obsługi długu nie utrzymała się w II p. 2017 r. gdzie odnotowano ich wzrost r/r. Niekorzystną sytuację w II p. 2017 r. potwierdza również wydłużenie cyklu należności, zapasów oraz cyklu gotówki. Wartości rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów pomimo odnotowanych wzrostów w II p. 2017 r. w relacji r/r wskazywały na przełamanie tendencji w kierunku spadkowej. W II p. 2017 r. wartość produktywności majątku cechowała się nieznacznym wzrostem r/r. Wartość stopnia zagrożenia cechowała się zmienną wartością w całym okresie bez wyraźnej tendencji zmiany. W II p. 2016 r. nastąpił znaczący wzrost wartości stopnia zagrożenia upadłością z poziomu niskiego do wysokiego. W II p. 2017 r. odnotowano zmniejszenie wartości stopnia zagrożenia z nakreśloną tendencją spadkową zaobserwowaną w prognozie na 2018 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. – II p. 2017 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 II p. 2017 r. działalność gospodarczą prowadziło 544 przedsiębiorstwa (wzrost r/r o 1,3%), w których zatrudnionych było 162 911 osób (wzrost r/r o 3,46%) 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. W II p. 2017 r. wartość aktywów ogółem wynosiła 4 585 mln zł, wartość przychodów ze sprzedaży 12 325 mln zł. Niekorzystną lecz stabilną sytuację w strukturze kapitałowo-majątkowej potwierdzają nieznaczne wzrosty wartości poziomu zadłużenia ogółem, zadłużenia krótkoterminowego przy jednoczesnym zmniejszeniu płynności bieżącej oraz zdolności do obsługi zadłużenia. Na stabilną sytuację wskazuje skrócenie cyklu gotówki oraz brak zmian w wartościach cyklu zobowiązań i należności. Obserwowalna tendencja zmniejszania od II p. 2012 r. produktywności majątku, rentowności aktywów i sprzedaży w II p. 2017 r. została wyraźnie przełamana wskazując już nie tylko na stabilną sytuację, lecz na jej poprawę. Zarysowana od II p. 2013 r. tendencja zmniejszania stopnia zagrożenia wskazuje na stabilizującą się sytuację analizowanego działu, kształtując się jednak na wysokim poziomie. Prognoza na dwa najbliższe półrocza wskazuje zbliżone wartości stopnia zagrożenia w relacji r/r kształtując prognozę na 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 inwestycyjności – mierzy efektywność nakładów inwestycyjnych i stanowi relację nakładów inwestycyjnych do przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LITERATURA

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

Crilino, G.A. (2017). "Did the Fiscal Stimulus Work? Billions were spent to recover from the Great Recession. How can we know whether taxpayers got a decent bang for the buck?" Federal reserve Bank of Philadelphia research dePartment First Quarter 2017.

Deloitte (2017). "European CFO Survey. Poland". Q1 May (Deloitte).

Döttling, R., et al. (2017). "Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?" EBC.

European Commission (2017). "2017 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011". European Commission Staff Working Document.

Gereben, A. (2017). "Poland overview. EIB INVESTMENT SURVEY." EIB.

Herwartz H., Kholodilin K.A. (2014). "Uncertainty of Macroeconomic Forecasters and the Prediction of Stock Market Bubbles". Discussion Papers 1405 (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).

IMF (2017). "World Economic Outlook – October 2017". 12/2017.

Moor A. (2016). "Measuring Economic Uncertainty and Its Effects". RBA Research Discussion Paper 01.

Moravec T. (2013). "The Bancruptcy in the Czech Republic – Influence of Macroeconomic Variables". Vysoká škola ekonomická v Praze.

NBP (2017a). „Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD. Październik 2017.” Prezentacja 10/2017.

NBP (2017b). „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”. 03/17 (NBP).

NBP (2017d). „Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.” NBP.

NBPe (2017). „Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki ankiety makroekonomicznej NBP runda: wrzesień 2017 r.” 1 (NBP).

OECD (2016). "Developments in Individual OECD and Selected Non-Member Economies – Poland". OECD Economic Outlook 2.

PRP (2017). „Skokowe polepszenie nastrojów biznesu – najnowsze wskazania Indeksu Optymizmu Przedsiębiorców Pracodawców RP”. Marzec (Platforma Finansowa Pracodawców RP).

RM (2017). „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2017-2020”. 4/2017 (Rada Ministrów).

World Bank (2017). "Global Economic Prospects – Weak Investment in Uncertain Times". January 2017.

World Bank (2017b). "Global Economic Prospects – Fragile Recovery". May 2017.

World Bank (2017c). "Global Economic Prospects", January 2018.

SPIS TABEL

Tabela 1. Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2018-19 (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 II p. 2017 r.	57
Tabela 5. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2016 r. – II p. 2017 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 luka PKB (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 (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. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce i wybranych grupach krajów UE.....	27
Rysunek 20. Cykl odchyleń 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 21. Cykle odchyleń 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 22. Zegary cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem	31

Rysunek 23. Cykl odchyleń w okresie: styczeń 2000 r. – styczeń 2018 r. (lewy panel); styczeń 2013 r. – kwiecień 2018 r. dla indeksu produkcji ogółem oczyszczonego z wahań sezonowych (prawy panel) ..	31
Rysunek 24. Położenie punktów zegara cyklu koniunkturalnego dla działów i sekcji produkcji w ćwiartkach układu współrzędnych dla λ odpowiadającego wyodrębnianiu wahań do 4,5 roku	32
Rysunek 25. Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)	37
Rysunek 26. Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – II p. 2017 r.)	37
Rysunek 27. Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw w okresie I p. 2017 oraz II p. 2017 r. ogółem oraz według rodzaju działalności (w %, r/r)	38
Rysunek 28. Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)	40
Rysunek 29. Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego (lewy panel – produkcja przemysłowa, prawy panel – sprzedaż detaliczna) [%] r/r	41
Rysunek 30. Produkt krajowy brutto [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	42
Rysunek 31. Wartość dodana brutto w przemyśle [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	42
Rysunek 32. Popyt krajowy [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	43
Rysunek 33. Eksport [%] r/r, dane kwartalne: prognoza i analiza cykliczności	43
Rysunek 34. Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)	44
Rysunek 35. Wykresy wachlarzowe prognoz otrzymanych z wyłączeniem regularnego komponentu cyklicznego w % r/r a realizacje – produkcja przemysłowa (lewy panel) i sprzedaż detaliczna (prawy panel)	45
Rysunek 36. Zrealizowane wielkości na tle prognoz z poprzedniego cyklu (PKB, popyt krajowy, eksport, wartość dodana w przemyśle – w kolejności od góry zgodnie z kierunkiem wskazówek zegara)	46
Rysunek 37. Dynamika zmian liczby podmiotów w rejestrze REGON (AORP=100)	48
Rysunek 38. Liczba przedsiębiorstw (panel lewy) oraz liczba pracujących (panel prawy) w okresie I p. 2007 r. – II p. 2017 r. według rodzajów działalności i klas wielkości	49
Rysunek 39. Dynamika rejestracji (lewy panel) i skreśleń spółek w rejestrze REGON (AORP=100)	50
Rysunek 40. Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. (lewy panel) oraz ich liczba ze względu na rodzaj postępowania w I p. 2017 r. (prawy panel)	50
Rysunek 41. Regionalny Barometr Upadłości (RBU) w I p. 2016 i II p. 2017 r. i Branżowy Barometr Upadłości (BBU) w okresie I p. 2007 r. – I p. 2017 r. według rodzaju działalności	50
Rysunek 42. Upadłości w wybranych gospodarkach – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)	51
Rysunek 43. Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.	54
Rysunek 44. Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. ogółem oraz według klas wielkości przedsiębiorstw (scenariusz neutralny)	55
Rysunek 45. Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r. według rodzaju działalności i wybranych sekcji PKD (działów GN)	56
Rysunek 46. Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2018 r.	57
Rysunek 47. Działy PKD działalności produkcyjnej i usługowej według stopnia zagrożenia upadłościami i liczby pracujących przedsiębiorstw w II p. 2017 r.	60