



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

Autor:
Jerzy Hausner



MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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

WNIOSKI I REKOMENDACJE

Wyniki uzyskane w kolejnej kwartalnej rundzie prognozowania nie wprowadzają dużych korekt do wcześniejszych projekcji. Zgodnie z naszymi przewidywaniami gospodarka weszła w fazę spowolnienia, co szczególnie ujawnia się w niskiej dynamice produkcji przemysłowej. To jeszcze silniej uprawdopodobnia naszą prognozę: pod względem dynamiki PKB polska gospodarka znajdzie się w dolnym punkcie cyklu na przełomie II i III kwartału roku 2020. Przewidujemy, że dynamika PKB osiągnie wówczas poziom 3 proc. r/r. Tym samym obniży się o mniej więcej 2 punkty procentowe w stosunku do górnego punktu cyklu, wyznaczonego przez ostatnie dobre odczyty. Najnowsze dane włączone do naszych modeli powodują, że w projekcjach nie rysuje się już jednak wyraźnie punkt odbicia koniunktury. Obecne projekcje wskazują, że po zejściu dynamiki PKB do poziomu 3 proc. krzywa, którą wyznacza ścieżka bazowa, nie uzyska kształtu litery U i najprawdopodobniej utrzyma się na tym wyraźnie obniżonym poziomie. Choć to nie wynika wprost z opracowanych przez nas projekcji, nie można wykluczyć wystąpienia w II połowie roku 2020 i w roku 2021 silniejszej tendencji spadkowej niż obecnie prognozowana.

Prognozy ośrodków zagranicznych nadal wskazują na to, że nastąpi spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, które w przypadku państw wysoko rozwiniętych będzie w znaczącej mierze efektem dostosowania się tempa wzrostu w ich gospodarkach do znacznie obniżonego (w porównaniu z okresem sprzed kryzysu z lat 2007-2008) tempa potencjalnego.

Mimo że w dużej części oczekiwane pogorszenie koniunktury wynika z czynników długookresowych, to jednak prognozowana skala spowolnienia jest niepokojąca. Tempo wzrostu PKB w USA może spaść poniżej 1,5 proc. r/r, a w strefie euro poniżej 1 proc. r/r. Tylko w krajach skandynawskich, które w przeciwieństwie do większości państw strefy euro zdołały unowocześnić strukturę swych gospodarek, tempo wzrostu PKB może przekroczyć 1,5 proc. r/r.

Stany Zjednoczone i strefa euro zdecydowały się na powrót do silnie ekspansywnej polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych przybrało to postać dokonania przez Rezerwę Federalną nieoczekiwanej obniżki stóp procentowych. W strefie euro zaś ECB podjął decyzję o powrocie do programu QE.

Zapowiadane przez EBC wznowienie programu QE przyniesie zapewne skutki ograniczone, ponieważ problemem szeregu krajów strefy euro jest to, że nadmiar oszczędności krajowych (powstających głównie w sektorze przedsiębiorstw; w wyniku niskiego poziomu inwestycji) jest większy niż deficyty budżetowe państw członkowskich strefy euro, a to z natury rzeczy spowalnia tempo wzrostu PKB.

W tej sytuacji pożądanym instrumentem poprawy koniunktury w strefie euro byłoby podjęcie ekspansywnej polityki fiskalnej przede wszystkim w Niemczech – największej gospodarce strefy. Czynnikiem przemawiającym za takim rozwiązaniem jest sytuacja, w której

ekspansja fiskalna nie wywołałaby wzrostu długoterminowych stóp procentowych – neutralizującego efekty zwiększenia wydatków budżetowych lub ulg podatkowych.

Jednym z czynników globalnego ryzyka jest wojna celna, toczona przez Stany Zjednoczone, pomimo że poza Chinami nie mają one znaczących deficytów handlowych z żadnym innym krajem. Dodatkowo deficyt w obrotach towarowych USA z Chinami wynika w decydującej mierze z przeniesienia do nich przez wiele amerykańskich firm IT dużej części swej produkcji. Jednym z tego przykładów jest relatywnie nieduża liczba osób pracujących w Apple w USA (ok. 60 tys.) w sytuacji, gdy przy wytwarzaniu komponentów produktów Apple pracuje w Chinach około 1,5 mln osób.

Oszacowanie wpływu rosnącego protekcyjizmu w handlu międzynarodowym na tempo wzrostu globalnego PKB jest z natury rzeczy bardzo trudne, tym niemniej symptomem rosnących w tym względzie zagrożeń jest to, że stosowany przez MFW wskaźnik WTUI (*World Trade Uncertainty Index*) wzrósł do poziomu, który nie był notowany od 20 lat.

Wprawdzie stronami „wojny celnej” są głównie Stany Zjednoczone i Chiny, to potencjalnie największe jej koszty mogą ponieść gospodarki strefy euro ze względu na charakteryzującą je wysoką relację eksportu do PKB (przeciętnie 45%) – znacznie wyższą niż w przypadku USA (12%) i Chin (20%).

Ryzyko silnej recesji w gospodarkach państw wysoko rozwiniętych zmniejsza brak wyraźnych nierównowag w ich gospodarkach (w ich budżetach i bilansach płatniczych). Dopiero pojawienie się takich nierównowag mogłoby, jak przed 2007 r, wywołać silny wzrost obaw inwestorów i poważne zaburzenia na rynkach finansowych, prowadzące w konsekwencji do załamania koniunktury.

Czynnikiem, który może zacząć wpływać na perspektywy wzrostu w gospodarce światowej mogą stać się niekorzystne zmiany, które zachodzą w Chinach pod wpływem ich stopniowego wycofywania się z reform prorynkowych, co zaczęło mieć miejsce w 2013 r. wraz z objęciem władzy przez Xi Jinpinga, a efekty tego zaczynają materializować się coraz wyraźniej.

Od 2013 r zaczął się w Chinach okres wyraźnego faworyzowania firm państwowych, pomimo że ich efektywność stanowi tylko jedną trzecią efektywności firm prywatnych. Jednym z głównych instrumentów faworyzowania państwowych firm stał się ich coraz bardziej uprzywilejowany dostęp do kredytu. W latach 2013-2016 udział prywatnych firm w akcji kredytowej banków zmniejszył się z 57 do 11 proc., mimo że ich produkcja stanowi ok. $\frac{3}{4}$ PKB, a stopa zwrotu z aktywów jest ponad 4-krotnie wyższa niż w firmach państwowych.

Wewnętrznym czynnikiem, który może przyczynić się do głębszego spowolnienia polskiej gospodarki jest zasadnicza zmiana środowiska inflacyjnego, w którym będą w przyszłym i kolejnym roku funkcjonowały przedsiębiorstwa. Przez szereg lat niska inflacja i wysoki wzrost gospodarczy powodowały, że wartości nominalne i wartości realne podstawowych wskaźników ekonomicznych były skorelowane i podążały w tym samym

kierunku. Teraz – w warunkach wyraźnie wyższej inflacji i spowolnienia aktywności gospodarczej – wartości nominalne będą rosły, podczas gdy wartości realne mały. To będzie powodować wzrost niepewności w długim okresie co do sytuacji gospodarczej i skłaniać podmioty do koncentrowania się na działaniach bieżących i o krótkim horyzoncie. Przedsiębiorstwa będą unikały zawierania umów i kontraktów długookresowych oraz wprowadzały do nich odpowiednie klauzule waloryzacyjne. Jednocześnie zawarte umowy długookresowe będą przekształcane w krótkookresowe. Powodować to jednak będzie dodatkową presję inflacyjną po podaźowej stronie gospodarki. Szczególnie to zjawisko będzie widoczne we wszystkich sektorach gospodarczych związanych z dostarczaniem energii i działach wysoce energochłonnych.

Problem wystąpi także po stronie popytowej. Rosnąca inflacja będzie powodowała bowiem odczuwalne obniżanie się realnej siły nabywczej dochodów nominalnych. A jednocześnie konsumenci i gospodarstwa domowe znacznie wyżej zakotwiczą oczekiwania inflacyjne, co wzmocni popytową presję inflacyjną. Będzie to także negatywnie wpływało na dynamikę wzrostu.

Wydaje się zatem uzasadnione sformułowanie ostrzeżenia o możliwości wpadnięcia przez polską gospodarkę w pułapkę stagflacji, czyli stanu trudnego do przełamania, a polegającego na występowaniu relatywnie wysokiej inflacji (wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP) i niskiego wzrostu gospodarczego (rzędu 2 proc. PKB rocznie). Nastąpiłaby w ten sposób kumulacja negatywnych konsekwencji fiskalnego i monetarnego stymulowania gospodarki w okresie wysokiej koniunktury i dynamiki aktywności gospodarczej. Drugą stroną tej niekonwencjonalnej polityki jest brak możliwości wykorzystania takiej stymulacji podczas wystąpienia wyhamowania lub recesji w cyklu gospodarczym.

Tylko dwa czynniki mogłyby przyczynić się do odwrócenia tego niekorzystnego trendu: utrzymanie wysokiej dynamiki inwestycji oraz wyraźne podniesienie dynamiki eksportu. Szanse na osiągnięcie tych kluczowych dla polityki gospodarczej celów są jednak umiarkowane. Trzeba się liczyć z tym, że w kolejnych latach nastąpi obniżenie skali inwestycji publicznych. Wynikać to będzie z hamowania inwestycji finansowanych ze środków unijnych z względu na domykanie się obecnej unijnej perspektywy budżetowej i z natury rzeczy powolne wchodzenie w perspektywę nową. To samo miało miejsce w latach 2012-2015. Do tego dojdzie jednak silny negatywny impuls krajowy. Mianowicie zmiany podatkowe i regulacyjne, które weszły życie w tym roku i wejdą w roku przyszłym, spowodują znaczące obniżenie dochodów jednostek samorządu terytorialnego, szczególnie większych miast. Do obniżenia dochodów z PIT i CIT, dołożą się dodatkowe koszty mediów i oświaty. Można oczekiwać, że wydatki inwestycyjne JST zmniejszą się nawet o 1/3. A są one największym krajowym inwestorem (w 2018 r. ich udział w PKB wyniósł, 2,5 proc., a w ogólnych nakładach inwestycyjnych 13,4 proc.). Szereg z nich w przyszłości nie będzie miało dość środków własnych na sięganie po środki unijne.

Z kolei niepewność wynikająca z nałożenia się inflacji i spowolnienia aktywności gospodarczej będzie powstrzymywać też wysiłek inwestycyjny przedsiębiorstw. Tym bardziej, że już teraz obserwujemy pogorszenie wszystkich wskaźników ich rentowności, co dotyczy szczególnie przedsiębiorstw średnich, ale także dużych.

Z analizy monitorowanych 10 głównych wskaźników finansowych wynika, że prawie we wszystkich przekrojach pogorszeniu uległa rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów, co wiąże ze wzrostem udziału kosztów pracy w przychodach. W lipcu jednostkowe koszty pracy w przemyśle były wyższe o ponad 4 proc. niż rok wcześniej, a w sierpniu – nawet o ponad 10 proc. r/r. W rezultacie udział kosztów pracy w przychodach ze sprzedaży mógł latem podnieść się w skali roku o ponad 0,5 p.p. (z tendencją wzrostową), przyczyniając się do dalszej obniżki rentowności sprzedaży. Postępująca erozja rentowności operacyjnej sprzedaży może doprowadzić do zwiększonej inflacji produkcyjnej i/lub do spadku wolumenu sprzedaży.

Problemem staje się też występowanie wąskich gardeł w sektorze budownictwa, co systematycznie w naszych raportach sygnalizujemy. Stałą słabością przedsiębiorstw budowlanych jest deficyt wykwalifikowanych pracowników. Ich trudności wynikają z wysokiego wzrostu cen materiałów budowlanych i robocizny, co powoduje, że kontrakty z inwestorami publicznymi stają się nieoptymalne.

Nie są też optymistyczne perspektywy zdynamizowania eksportu, zważywszy na wystąpienie opisanych wyżej silnych symptomów recesyjnych w gospodarce światowej, szczególnie w gospodarkach krajów wysoko rozwiniętych. Obserwowaliśmy od wielu miesięcy negatywne odczyty wyprzedzających wskaźników koniunktury dla tych krajów oraz postępujące pogorszenie nastrojów konsumenckich. Obecnie mamy już do czynienia ze spadkiem produkcji przemysłowej wobec analogicznych okresów roku ubiegłego.

Należy mieć na uwadze, że taka sama sekwencja zdarzeń wystąpi także w polskiej gospodarce. Objawem tego w chwili obecnej jest bardzo niska dynamika produkcji przemysłowej, która wystąpiła po szeregu miesięcy negatywnych odczytów wskaźnika PMI. Te odczyty były lekceważone przez niektórych analityków bankowych, zwłaszcza z banków państwowych. Próbowano przekonywać, że polski przemysł stał się odporny na spadek zamówień zagranicznych, płynących w przeszłości głównie z Niemiec. Okazuje się, że jednak nie jest to prawda. Coraz bardziej prawdopodobne staje się obecnie stopniowe przenoszenie negatywnego impulsu z przemysłu, poprzez rynek pracy, do sektora usług. A także obniżenie się z pewnym opóźnieniem nastrojów konsumenckich.

To nie będzie sprzyjało podnoszeniu międzynarodowej konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych. Co prawda w związku z wyhamowaniem wzrostu zatrudnienia obserwujemy podniesienie dynamiki wydajności pracy, która jednak nadal jest niższa niż dynamika wzrostu wynagrodzenia. W sumie, obniża się produktywność wykorzystania pracy w przedsiębiorstwach, co powoduje wzrost jednostkowych kosztów pracy, który to wskaźnik najlepiej określa wektor międzynarodowej konkurencyjności. Generalnie pogarsza się konkurencyjność kosztowa polskich przedsiębiorstw. A bez odwrócenia tej tendencji nie uda

się zdynamizować eksportu. Pozostanie cieszyć się tym, że w okresie spowolnienia słabnie import, co oznacza, że łatwiej będzie utrzymać dodatni wkład eksportu netto do PKB. To jednak tylko czynnik osłabiający spowolnienie wzrostu, ale nie przyczyniający się do jego przyspieszenia.

Nowym zagrożeniem dla polskiej gospodarki może być komplikująca się sytuacja w polskim systemie bankowym. Poważnym źródłem niepewności jest wyrok TSUE dotyczący umów na udzielenie kredytu hipotecznego denominowanego we frankach szwajcarskich. Banki, które udzielały takich kredytów będą zmuszone do znaczącego podniesienia swoich rezerw, kosztem zyskowności. Nie powinno to jednak poważnie zagrozić ich wynikom, bowiem banki korzystają aktualnie z taniego finansowania, co wynika z utrzymywania przez NBP ujemnych realnych stóp procentowych. Jednocześnie banki systematycznie usprawniają swoją działalność i obniżają koszty operacyjne.

Wysoka inflacja przy obecnych nominalnych stopach procentowych nie daje już żadnych korzyści z deponowania wkładów złotych. Odkładany dotychczas kapitał trafia bądź prosto jako strumień zwiększonej konsumpcji, bądź kierowany jest do innych form lokowania, w tym silnie na rynek nieruchomości, omijając przy tym wszelkiego rodzaju fundusze inwestycyjne. Napływ kapitału na rynek nieruchomości powoduje wzrost ich ceny. Średnia cena mieszkań wzrosła w II kw. 2019 r. o ponad 8 proc. (maks. o 17 proc.), a w stosunku do 2015 r. wzrosła o ponad ¼.

Problemem może okazać się postępująca renacjonalizacja sektora bankowego. Banki państwowe – poddane politycznemu naciskowi – mogą bowiem finansować nieefektywne projekty publiczne i koncentrować się na zakupie papierów skarbowych kosztem kredytowania przedsiębiorstw prywatnych. Trudności, z którymi boryka się BOŚ dobrze obrazują konsekwencje takiego postępowania. Z kolei banki prywatne zważywszy na rosnące ryzyko krajowe mogą ograniczać swoją akcję kredytową dla przedsiębiorstw.

Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest możliwość odpływu od nowego roku pracowników ukraińskich do Niemiec, które może trochę osłabić podniesienie płacy minimalnej, ale go nie wyeliminuje.

W raporcie mikroekonomicznym odnotowane zostało w I półroczu br. przekroczenie wysokiego poziomu zagrożenia upadłością w odniesieniu do ogółu przedsiębiorstw. Jednak w podziale wg wielkości przedsiębiorstw wyraźne pogorszenie wystąpiło tylko w przedsiębiorstwach średnich, a w ujęciu wg głównych sekcji PKD przede wszystkim w górnictwie i wydobywaniu oraz w energetyce. W usługach wysoki stopień zagrożenia cechował m.in. działalność związaną z zatrudnieniem, co jednak można uznać za pozytywny, z ogólnogospodarczego punktu widzenia, objaw utrzymywania się wysokiego popytu na pracę w gospodarce i stąd niskiego zapotrzebowania na pośrednictwo pracy.

Ponadto należy zwrócić uwagę na wzrastającą liczbę działów PKD wchodzących w wysokie i ostrzegawcze stany zagrożenia oraz coraz dłużej pozostających w tych stanach.

Dotyczy to zwłaszcza działów usługowych. Wśród działów PKD o najwyższych poziomach zagrożenia coraz częściej pojawia się przekrój przedsiębiorstw dużych. Są to branże: produkcja metalowych wyrobów gotowych, produkcja urządzeń elektrycznych, produkcja pojazdów samochodowych, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną itd., roboty związane z budową obiektów inżynierii wodnej i lądowej oraz magazynowanie i działalność wspomagająca transport. Duże przedsiębiorstwa tych działów gospodarki są kluczowym ogniwem wielu wydłużonych łańcuchów kooperacyjnych, skupiając wokół siebie liczne podmioty – w tym nie tylko duże, ale średnie i małe. Dla tych ostatnich wypadnięcie (odrzućenie) z tego łańcucha bardzo często oznacza krytyczny stan zagrożenia samodzielnego bytu.

Niektóre sektory polskiej gospodarki mogą być w krótkim okresie narażone na specyficzne, branżowe szoki zewnętrzne. Jednym z tych szczególnie wrażliwych jest przemysł samochodowy. Kolejnym transport, w którym maleje przewożona masa towarowa i obniżają się frachty, ograniczane są zamówienia na nowe pojazdy.

Sumując zawarte w tej syntezie wnioski, należy sformułować zasadnicze ostrzeżenie: w polskiej gospodarce nakładają i kumulują się różnego rodzaju ryzyka (zagrożenia) krajowe i międzynarodowe. Nie dostrzegamy zasadniczo pola możliwości do ich rozładowania w polityce makroekonomicznej. Nie będzie można przejść do zaostrzenia polityki fiskalnej i/lub polityki monetarnej, ale też nie będzie można dalej kontynuować polityki ekspansywnej. Ciężar polityki gospodarczej będzie musiał zostać przeniesiony na politykę mikroekonomiczną. Z jednej strony jej zadaniem staje się teraz selektywne podejmowanie interwencji sektorowych i terytorialnych, tam gdzie zagrożenie upadłością staje się bardzo wysokie. Z drugiej strony interwencja musi być ukierunkowana na wspomaganie działań przedsiębiorstw, które przyczynią się do podniesienia produktu potencjalnego i produktywności kluczowych zasobów, zwłaszcza pracy. Gdyż tylko w ten sposób będzie można ponownie wyprowadzić polską gospodarkę na ścieżkę wysokiego wzrostu.