



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

Autor:
Jerzy Hausner



MINISTERSTWO
ROZWOJU

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



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

WNIOSKI I REKOMENDACJE

Wyniki naszych analiz stanowiących podstawę VII kwartalnego raportu potwierdzają wcześniejsze obserwacje i generalny wniosek: w polskiej gospodarce pomimo wciąż wysokiego poziomu wzrostu gospodarczego rośnie stopniowo poziom zagrożenia upadłością przedsiębiorstw. I choć liczba wszczętych postępowań upadłościowych jest nadal niska, to jednak poziom zagrożenia jest na poziomie ostrzegawczym i porównywalnym do okresu 2012/2013, kiedy był najwyższy od roku 2007, gdy rozpoczęliśmy nasze badania. Wzrost zagrożenia upadłością dotyczy wszystkich analizowanych klas wielkości przedsiębiorstw (duże, średnie, małe), a więc także dużych, które dotychczas lepiej radziły sobie niż pozostałe grupy. Co w szczególności dotyczy przedsiębiorstw budowlanych oraz z sektora informacji i komunikacji.

Wzrost poziomu zagrożenia upadłością jest konsekwencją obserwowanego od kilku kwartałów stopniowego pogarszania się ważnych wskaźników ekonomicznych przedsiębiorstw. W rezultacie spada odsetek przedsiębiorstw rentownych. Wynika to między innymi z wyraźnie wyższego wzrostu wynagrodzeń pracowników niż wzrostu wydajności pracy. I choć przychody przedsiębiorstw rosną, to jednak ich koszty rosną szybciej. Problem ten dramatycznie zaostrza skokowy wzrost cen energii elektrycznej w bieżącym roku. Jednocześnie poziom nakładów inwestycyjnych stał się tak niski, że w dużej liczbie przedsiębiorstw nie zapewnia już odtworzenia wartości majątku trwałego.

Analiza podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw pozwala zauważyć postępujący wzrost wskaźnika zadłużenia ogółem oraz pogorszenie wskaźnika wypłacalności, co jest widoczne nie tylko w odniesieniu do przedsiębiorstw usługowych, ale także produkcyjnych. Trzeba pamiętać, że odczuwalne pogorszenie wskaźników płynności finansowej jest pierwszym symptomem kryzysu.

W bieżącym cyklu badawczym 11 badanych działów produkcji znajduje się w recesji, to jest o pięć więcej w porównaniu z poprzednim raportem kwartalnym. W fazie ekspansji znajduje się obecnie 14 działów, to jest o 11 mniej w porównaniu z poprzednim okresem.

Głównym komunikatem płynącym z lektury komponentu mikroekonomicznego naszego raportu jest podtrzymanie ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej badanej populacji przedsiębiorstw. To ostrzeżenie jest przy tym bardziej stanowcze niż w poprzedniej edycji raportu. Stopień zagrożenia upadłością ogółu firm zbliżył się do poziomu wysokiego, przede wszystkim za sprawą firm średnich, a w ujęciu sekcji PKD – firm usługowych. Co więcej, osiągnięty poziom niewiele różni się od historycznego maksimum odnotowanego w I półroczu 2013 r., tj. w następstwie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Z pewnością przyczyny tego stanu rzeczy są odmienne niż 5 lat temu. Wtedy źle działało się w górnictwie i budownictwie oraz pogorszyły się możliwości eksportowe, a obecnie trudności dotyczą innych sektorów,

w tym sekcji usługowych – transportu oraz informacji i komunikacji, choć budownictwo też wykazuje wyraźne symptomy pogorszenia kondycji.

Z danych w układzie działowym wynika, że wśród zagrożonych znajdują się m.in. produkcja pojazdów samochodowych i produkcja urządzeń elektrycznych oraz niektóre działy budownictwa. Ten komunikat znajduje też potwierdzenie w ustaleniach zawartych w komponentie makroekonomicznym, gdzie wskazuje się na znaczne prawdopodobieństwo pogorszenia się dynamiki produkcji budowlanej w drugim półroczu okresu prognozy. Dobrze się stało, że Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii zorganizowało w lipcu br. „okrągły stół budownictwa”. Do zainteresowanych powinna jednak pilnie dotrzeć oficjalna informacja jak zostaną wdrożone rekomendacje wypracowane na tym spotkaniu, co mogłoby wywrzeć pozytywny efekt. Dla przedsiębiorstw budowlanych kluczowe znaczenie ma wypracowanie wzorcowych klauzul waloryzacyjnych wpisywanych do kontraktów wynikających z zamówień publicznych oraz stosowanie ich na podstawie zmodyfikowanej metody szacunku cen w budownictwie, gdyż jak potwierdza to GUS, dotychczasowa metodyka szacunku tych cen jest wadliwa.

Sygnalem ostrzegawczym jest także spadek wskaźnika wyprzedzającego koniunktury (PMI) dla polskiej gospodarki, który obecnie jest tylko nieznacznie powyżej progu 50 proc. i zszedł do poziomu najniższego od dwóch lat. Dane GUS i NBP pokazują także pogarszanie się salda bilansu handlowego i płatniczego, przy jednoczesnym spadku zamówień eksportowych. Niepokoić też musi wzrost cen surowców, w tym szczególnie ropy naftowej.

Od strony makro wyniki naszych badań potwierdzają, że polska gospodarka weszła w fazę wyhamowania wysokiego wzrostu gospodarczego. Nadal będzie on relatywnie wysoki w okresie naszej prognozy (6-8) kwartałów, ale z poziomu 5 proc. wzrostu PKB r/r obniży się do poziomu rzędu 3,5 proc w 2020 r. Obecna nasza prognoza makroekonomiczna koryguje w dół oceny dynamiki popytu krajowego. Ścieżka prognozy stopy wzrostu popytu monotonicznie opada z kwartału na kwartał dochodząc na koniec przyszłego roku do skromnych 2,9 proc. Jeśli tak ukształtowałaby się sytuacja, to obniżenie dynamiki PKB w kolejnym okresie może być jeszcze silniejsze niż obecnie prognozowane. Chyba że wyraźnie zmniejszony wkład spożycia do PKB zostanie zastąpiony wysoką dynamiką innego czynnika wzrostu.

Trudno założyć, że takim czynnikiem mógłby być eksport netto. Nie wskazują na to bieżące oceny rozwoju koniunktury światowej i tegoroczne wyniki polskiego eksportu. Choć dynamika handlu światowego ma być w tym roku zbliżona do ubiegłorocznej, to ze względu na specyfikę geograficzną i towarową naszego wywozu impuls popytowy będzie o ponad 1 pkt. proc. słabszy. Zwraca uwagę odnotowany w pierwszych 7 miesiącach wyraźny spadek eksportu samochodów osobowych, leków i silników spalinowych stanowiących ważne pozycje polskiego eksportu. Spowolnił eksport do krajów rozwijających się, w tym wyrobów przemysłu spożywczego.

Inwestycje w obecnym cyklu ograniczają się w zasadzie do inwestycji publicznych, które są oderwane od cyklu koniunkturalnego, bo związane są z cyklem absorpcji funduszy unijnych.

Oczywiście możliwy jest wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, co od dawna jest oczekiwane i pożądane. Widać jednak, że jak dotąd inwestycyjna awersja jest w przedsiębiorstwach ugruntowana. Jeśli jednak w tym względzie nastąpiłaby odczuwalna pozytywna zmiana, to trzeba liczyć się ze znaczącym wzrostem importu, a tym samym pogorszeniem bilansu handlowego i równowagi makroekonomicznej z jednej strony, a z drugiej negatywnym wkładem eksportu netto do dynamiki PKB. To pomogłoby w dłuższym okresie i strukturalnie, ale w krótkim okresie i koniunkturalnie generowałoby raczej negatywny procykliczny impuls.

Stan koniunktury w gospodarce światowej, choć niepokoi analityków, to jednak jest nadal korzystny i z dużym prawdopodobieństwem pozostanie taki w okresie naszej prognozy.

Cykl koniunkturalny w skali globalnej jest zsynchronizowany. Widać to – między innymi – we wskaźnikach wyprzedzających w Europie, w Stanach Zjednoczonych, ale też w Polsce. Wyraźnie zaznacza się dojrzała faza cyklu. Przy czym w znacznie lepszej sytuacji od Europy zdają się być Stany Zjednoczone, gdzie – inaczej niż w Europie – rozpoczął się już dość dawno cykl normalizacji polityki monetarnej (dotychczas 8 podwyżek stóp), co pozwala bankowi centralnemu uzyskać pewną przestrzeń dla antycyklicznej polityki w fazie spowolnienia gospodarki.

Na stopniowe osłabienie koniunktury globalnej wskazują zarówno LI (*leading indicators* – wskaźniki wyprzedzające), jak i CAI (*current activity indicators* – wskaźniki bieżącej aktywności gospodarczej). Te prognozy opracowane przez analityków globalnych instytucji finansowych bazują na założeniu negatywnych konsekwencji wojen handlowych, wzrostu cen surowców oraz wzrostu kosztów wytwarzania.

„Wojny handlowe” nie wpływają jeszcze w sposób znaczący na globalną koniunkturę, jakkolwiek rodzą obawy o przyszłe tempo wzrostu w gospodarce światowej, ponieważ rosnąca (nadal) niepewność dotycząca ostatecznej skali „wojen handlowych” skłania przedsiębiorstwa do odkładania inwestycji.

Czynnikami, które będą podtrzymywać globalne tempo wzrostu są: procykliczna ekspansja fiskalna w USA, rosnące tempo wzrostu płać w Niemczech i stopniowo zwiększający się wpływ konsumpcji na wzrost gospodarczy w Chinach.

Czynnikiem, który mógłby szybko pogorszyć koniunkturę w gospodarce światowej byłoby załamanie indeksów giełdowych – w tym zwłaszcza amerykańskiego indeksu S&P. Momentu załamania na giełdach nie można jednak przewidzieć, ponieważ decydują o tym zawsze czynniki behawioralne. Tym niemniej stopniowe wycofywanie się Rezerwy Federalnej z QE oraz symptomy przegrzania gospodarki amerykańskiej (w tym rekordowo niski poziom bezrobocia, wzrost płać i rynkowych stóp procentowych) mogą prowadzić do gwałtownego przeszacowania cen akcji.

Ważne dla nas sygnały ostrzegawcze pochodzą przede wszystkim z gospodarki niemieckiej, gdzie są obniżane wskaźniki wyprzedzające koniunktury, i – co jednak dla nas ważniejsze – obserwowany jest w 2018 r. spadek zamówień eksportowych dla przemysłu niemieckiego, co z pewnością ograniczy możliwości eksportowe polskich producentów. Przewidywane jest obniżenie dynamiki wzrostu w gospodarkach krajów strefy euro, ale nie będzie ono mocne.

Trudności gospodarcze Turcji i Argentyny nie wpływają w sposób znaczący na inne gospodarki wschodzące. Tym niemniej oba kraje czeka długi okres trudności gospodarczych, które są konsekwencją prowadzonej wcześniej procyklicznej polityki gospodarczej nakierowanej na maksymalizowanie tempa wzrostu.

Można zatem przyjąć, że w okresie prognozy nie nastąpi odczuwalne przez naszą gospodarkę pogorszenie warunków w międzynarodowym otoczeniu. Wykluczyć tego jednak nie można. I gdyby wystąpił taki zewnętrzny szok, to wyhamowanie wzrostu polskiej gospodarki było silniejsze od prognozowanego. W polityce gospodarczej trzeba to uwzględnić, przede wszystkim rozważając możliwości uruchomienia w przypadku negatywnego scenariusza buforów, które podniosłyby poziom odporności polskiej gospodarki na szoki zewnętrzne.

Wydaje się to niezbędne zważywszy na to, że obecnemu okresowi wyjątkowo długiej dobrej koniunktury w gospodarce światowej towarzyszy dynamiczny wzrost zadłużenia. W skali globalnej poziom zadłużenia sięgał w 2017 roku 217 proc. światowego PKB, co oznacza przyrost o 40 pkt. proc. wobec przedkryzysowego roku 2007. Co więcej dług narasta najszybciej poza regulowanym rynkiem bankowym. O ile jeszcze w roku 2010 *shadow banks* miały aktywa wynoszące 28 bln USD, to dziś mają ich już 45 bln USD, co oznacza 13 proc. światowych aktywów finansowych.

W segmencie rynków wschodzących, jako całości, dług korporacyjny jest już większy niż skumulowany PKB. W przypadku rekordzistów takich jak Chiny, zadłużenie sięga 150 proc. PKB. Przy tym dług denominowany jest często w walutach obcych, głównie w USD.

Zjawisko pogarszania się jakości długu instytucji niefinansowych jest zjawiskiem ogólnoświatowym. Dotyczy nie tylko segmentu EM. W USA rating BBB uzyskały podmioty, które zaciągnęły łącznie zobowiązania o wartości 1,4 bln USD, z czego aż 500 mld USD dzieli od statusu śmieciowego jedynie jeden stopień.

W USA zaczynamy mieć do czynienia z procykliczną polityką gospodarczą. Jej głównym elementem jest ekspansja fiskalna w następstwie obniżenia wysokości podatków. Jest to zmiana podobna do dokonanej na początku lat 80. i może przynieść z czasem podobne jak wtedy silne zwiększenie się deficytu budżetowego w kraju, którego gospodarkę od dawna charakteryzuje niska stopa oszczędności. Do silnej ekspansji fiskalnej dołączyła procykliczna polityka makroostrożnościowa. Wkrótce ma wejść w życie projekt obniżenia o 20 proc. wymogów kapitałowych dla ośmiu największych amerykańskich banków, co zmniejszy ich zdolność do pokrywania strat w czasie przyszłej recesji. Niepokojąca jest nie tylko sama tego rodzaju zmiana - niekorzystna dla stabilności finansowej USA – lecz także to, że zaproponowała ją i nadal popiera Rezerwa Federalna.

Biorąc pod uwagę niskie od dekady tempo zwiększania się wydajności (0,5 proc.) i liczby pracujących (0,5 proc.), spowolnienie wzrostu w gospodarce amerykańskiej jest w istocie nieuniknione. W takiej sytuacji odsuwanie go w czasie przy użyciu procyklicznej ekspansji fiskalnej może zwiększyć w przyszłości wahania koniunktury. Spowolnienie wzrostu może przyjść w momencie, gdy gospodarka amerykańska będzie wyraźnie mniej zrównoważona, ponieważ większe niż dzisiaj będą deficyt budżetowy, deficyt w obrotach bieżących i zadłużenie budżetu.

Myśląc o dłuższej perspektywie niż ta, której dotyczy nasza prognoza, należy dostrzec, że tempo wzrostu gospodarczego w krajach wysoko rozwiniętych będzie stopniowo słabło – dostosowując się do wyraźnie niższego niż przed globalnym kryzysem finansowym potencjalnego tempa wzrostu – na które wpływa trwale obniżone od dekady tempo wzrostu wydajności i postępujący w sposób nieunikniony proces starzenia się społeczeństw.

Syntetycznie ujmując wyniki naszego raportu możemy stwierdzić, że stopień zagrożenia finansowego przedsiębiorstw – jako barometr ich kondycji dostarczający odczyt wyprzedzający – wskazuje na oczekiwane pogorszenie sytuacji gospodarczej. Będzie ono miało różną siłę, zakres i intensywność w ujęciu klas wielkości, rodzajów działalności i działów PKD (branż gospodarki). Niekorzystne relacje tempa wzrostu przychodów i kosztów zawężają pole generowania dodatniego wyniku finansowego, a miary sprawności, zadłużenia, płynności i rentowności opisują ich słabnącą zdolność przeciwstawienia się możliwym turbulencjom w ich otoczeniu. Wysokie ryzyko odczuwane przez przedsiębiorstwa, powoduje że, przedsiębiorstwa pozostają w stanie wyczekiwania. Nie budują jednak barier i mechanizmów obronnych, raczej zakładają scenariusz wycofania kapitału.

Nasza aktualna prognoza makro zawiera jeszcze jeden istotny sygnał, który wymaga weryfikacji w kolejnych badaniach. A mianowicie wyniki modelowania makro wskazują, że być może po roku 2011 wystąpiły w naszej gospodarce dwie fale wzrostowe. Pierwsza miała swój szczyt na przełomie lat 2014/2015, druga zaś obecnie. Górne punkty zwrotne dynamiki PKB przy takiej interpretacji cykliczności polskiej gospodarki (cykle krótkie) są coraz wyżej położone. Ale jednocześnie dolne punkty zwrotne są coraz niżej położone. A jeśli to miałyby się potwierdzić, to osłabienie dynamiki wzrostu w polskiej gospodarce byłoby już wkrótce wyraźnie niższe od oczekiwanego i obserwowanego w ostatniej dekadzie. I to bez wystąpienia zewnętrznych szoków.