



**III 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

Nasze kolejne badanie, uwzględniające nowe dane kwartalne i miesięczne, pozwala podtrzymać opinię o dobrej koniunkturze w polskiej gospodarce. Z tym jednak, że w horyzoncie prognozy (koniec 2018 r.) przewidujemy obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego (prognoza z wyłączeniem komponentu cyklicznego). Wynika to z tego, że prognoza makroekonomiczna pokazuje na horyzoncie obniżenie, choć niewielkie, dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz całego agregatu popytu krajowego.

Trzeba to przede wszystkim przypisać czynnikom wewnętrznym, bowiem dane odnoszące się do koniunktury w gospodarce światowej, w tym w szczególności w Europie, są optymistyczne. To pozwala optymistycznie spojrzeć na nasze perspektywy eksportowe.

Podobnie jak w Polsce, także w innych gospodarkach OECD stopa bezrobocia obniżyła się do historycznie bardzo niskich poziomów i występuje niepewność co do tego, w jakim stopniu sytuacja tego rodzaju wywoła przyspieszenie tempa wzrostu płac i inflacji. Ekonomiści, zwłaszcza w bankach centralnych, starają się odpowiedzieć na pytania: czy i na ile wpływ historycznie niskiego bezrobocia i silnego popytu na płace zmniejszy czynniki strukturalne – takie jak słabnięcie pozycji negocjacyjnej pracobiorców i zmiany technologiczne.

Te pytania są ważne w świetle oczekiwań dotyczących kontynuacji wzrostu w gospodarce światowej. Czynnikiem, który przemawia za taką kontynuacją jest zaniknięcie nierównowag handlu zagranicznym największych gospodarek, których występowanie poprzedziło wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2007 r i późniejsze wejście gospodarki światowej w najpoważniejszą po latach 30. recesję.

Przykładem znacznego zmniejszenia się charakterystycznych dla tamtego okresu nierównowag jest strefa euro. Kraje takie jak Hiszpania i Portugalia – których głównym problemem były bardzo duże deficyty handlowe – osiągają obecnie nadwyżki w obrotach bieżących, notując przy tym relatywnie wysokie tempo wzrostu. Nawet w Niemczech, gdzie brak równowagi przejawiał się w osiągnięciu bardzo dużych nadwyżek handlowych, w znacznej mierze w wyniku bardzo niskiego tempa wzrostu płac i konsumpcji, od szeregu już lat, płace i konsumpcja rosną w tempie wyraźnie wyższym niż przed kryzysem, co powoduje zmniejszanie się nadwyżki w obrotach bieżących.

Także w Chinach, których ogromna nadwyżka handlowa była uważana za jedną z przyczyn narastających przed kryzysem niestabilnych boomów hipotecznych (gdy ogromna skala zakupu amerykańskich obligacji przez Bank Chin przyczyniała się do utrzymywania się niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych na rynku amerykańskim i globalnym), zachodzą zmiany w strukturze wzrostu gospodarczego w postaci rosnącego udziału

konsumpcji, co sprawia, że nadwyżka w obrotach bieżących Chin zmniejszyła się do mniej niż 2% PKB.

Historycznie wyjątkowo długi okres ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych rodził obawy o nadejście recesji, tymczasem niedawne pogorszenie koniunktury w amerykańskim przemyśle okazało się przejściowe.

Do poprawy globalnej koniunktury przyczynia się względnie trwałe przyspieszenie tempa wzrostu w Japonii po wielu latach pozostawania jej gospodarki w chronicznej stagnacji. Wprawdzie wymiana handlowa naszego regionu z Japonią jest niewielka, ale jest to nadal trzecia co wielkości gospodarka na świecie i dokonująca się w niej poprawa koniunktury powinna korzystnie wpłynąć na całą gospodarkę światową.

Dobra koniunktura w strefie euro i utrzymujący się silny wzrost popytu krajowego każą oczekiwać dalszego utrzymania się stosunkowo wysokiego wzrostu w gospodarkach naszego regionu. Jednym z symptomów jest rosnące tempo akcji kredytowej, która zaczęła zwiększać się nawet na Węgrzech, gdzie do niedawna przez szereg lat nieustannie malała. W tej sytuacji, zwłaszcza w krajach naszego regionu, ważne staje się pytanie na ile, przy nasilającej się barierze podaży pracy, przyspieszenie tempa wzrostu płac wywoła wzrost jednostkowych kosztów pracy – zwłaszcza w warunkach, gdy tempo wzrostu PKB staje się wyższe od potencjalnego.

Czynnikiem, który negatywnie wpływa na tempo wzrostu w gospodarce światowej jest duże zadłużenie publiczne w szeregu krajach. Tempo wzrostu PKB, pomimo postępującego ożywienia, jest jeszcze w wielu krajach na tyle niskie, że nie pozwala na szybkie zmniejszenie relacji długu do PKB, a to z kolei ogranicza możliwości wykorzystywania ekspansji fiskalnej dla pobudzenia wzrostu. Czynnikiem ten ograniczy m.in. skalę oczekiwanych zmian w systemie podatkowym w Stanach Zjednoczonych, w sytuacji, gdy relacja długu publicznego do PKB wyraźnie przekracza 100%.

Przy ogólnie zrównoważonym charakterze wzrostu gospodarczego na świecie, jedynym czynnikiem mogącym przynieść szybkie pogorszenie się koniunktury byłoby załamanie indeksów giełdowych ze względu na historycznie bardzo wysokie poziomy wskaźników PE, co systematycznie zmniejsza oczekiwane przez inwestorów stopy zwrotu.

Wyjątkową cechą obecnego boomu giełdowego jest to, że nie towarzyszą mu – inaczej niż w trakcie podobnych boomów w przeszłości – optymistyczne oczekiwania dotyczące trwałego wzrostu wydajności produkcji i wycen spółek w wyniku pojawienia się nowych technologii. Można obawiać się, że obecny boom jest w dużej mierze efektem relatywnego nadmiaru źródeł finansowania w gospodarce globalnej w wyniku realizowanych przez banki centralne programów QE (luzowania ilościowego) i nadmiaru wolnej gotówki w dużych firmach. W znacznej części, co ma miejsce szczególnie w Stanach Zjednoczonych, nadmiar wolnych środków firm nie wraca do gospodarki, lecz trafia na rynek giełdowy w wyniku dokonywanych

przez duże przedsiębiorstwa masowych wykupów akcji własnych (w celu maksymalizacji wypłat z opcji menedżerskich) kosztem ograniczania funduszu płac i inwestycji – co charakteryzuje gospodarkę amerykańską nieprzerwanie już od końca lat 90.

Skalę ewentualnych zaburzeń finansowych mogłoby zwiększyć to, że pomimo kryzysu finansowego z lat 2008-09 powrócono do przedkryzysowych praktyk. Znaczna część wolnych środków firm trafia (głównie za pośrednictwem rynku *repo*) do *shadow banks*, utrzymujących silnie zlewarowane portfele mało płynnych strukturyzowanych akcji. W razie załamania na giełdach i silnego zwiększenia się niepewności, sytuację na rynkach finansowych pogorszyłyby straty bilansowe wynikające ze spadku cen takich obligacji.

Załamania indeksów giełdowych może wydawać się mało prawdopodobne w obliczu utrzymującej się koniunktury i optymistycznych oczekiwań dotyczących jej trwałości, ale takie właśnie warunki występowały przed najpoważniejszymi w historii kryzysami na giełdzie: w Nowym Jorku w 1929 r. i 2000 r. oraz w Tokio w 1990 r.

Podstawowe źródła pewnego niepokoju o perspektywę utrzymania wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce są przede wszystkim związane są z kształtowaniem się struktury tego wzrostu. W szczególności naszą uwagę zwraca wysoka kontrybucja zapasów, niska kontrybucja inwestycji oraz ujemna kontrybucja eksportu netto.

W systemie rachunków narodowych prowadzonych przez GUS zapasy są wielkością rezydualną. Tym samym ich kształtowanie się na poziomie statystycznie przeciętnym nie wywołuje znaku zapytania. Inaczej jest, kiedy kształtują się one na tak wysokim poziomie jak obecnie. Wtedy trzeba pytać o ekonomiczną treść tego zjawiska. Nam nasuwa się kilka możliwych wyjaśnień. Pierwsze ma statystyczno-ekonomiczną naturę i wiąże się ustaleniem poziomu deflatora w okresie przejścia z deflacji do inflacji (deflator PKB rośnie o 5% w skali roku). Gdyby tak było, to zjawisko bardzo wysokiej kontrybucji zapasów jest dosłownie przejściowe. Drugie wyjaśnienie jest optymistyczne. Oznacza interpretowanie zapasów jako planowej „przedinwestycyjnej akumulacji” dokonywanej przez przedsiębiorstwa. To jednak wydaje nam się mało prawdopodobne. Możliwe jest także związanie dużego przyrostu zapasów ze wzrostem importu. W praktyce przyrost importu osadza się najpierw w zapasach, a dopiero z czasem zasila inne składniki popytu finalnego. To wyjaśniałoby także ujemną kontrybucję handlu zagranicznego do PKB. W tym przypadku zjawisko nie miałoby długofalowych negatywnych konsekwencji, gdyby wzrost importu nie był ciągnięty wyłącznie przez konsumpcję i miał charakter zaopatrzeniowy. Pobudzałby wówczas inwestycje i eksport.

To niewątpliwie jedno z tych zagadnień, które wymaga szczególnej uwagi ze strony polityków gospodarczych. Idzie o to, który z dwóch syndromów będzie dominujący. Czy „wzrost spożycia, stymulowany wzrostem wydatków publicznych i prowadzący do nasilania importu konsumpcyjnego”, czy też „wzrost zapasów związany z importem, prowadzący do pobudzenia inwestycyjnego, podniesienia konkurencyjności i wzrostu eksportu”. Ten pierwszy syndrom

prowadzi nieuchronnie do pogorszenia bilansu handlowego oraz zakłócenia równowagi makroekonomicznej.

Stałym punktem przedstawianych przez nas wniosków i rekomendacji jest kwestia strukturalnie niskiego poziomu inwestycji przedsiębiorstw i koniunkturalnego obniżenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. W tym zakresie II kwartał br. przełomu nie przyniósł. Oczekiwanego od szeregu kwartałów ożywienia inwestycyjnego nie ma. Co prawda obserwujemy już przyrost inwestycji przedsiębiorstw po dłuższym okresie ich obniżenia, ale jest on niewielki.

Trudno wciąż przyjmować za dobrą monetę takie wyjaśnienie, że przedsiębiorstwa wstrzymują się z inwestycjami bo przyjęły opcję „wait”. Na co miałyby czekać? Skoro zarówno w kraju, jak i za granicą jest dobra koniunktura, rosną dochody i konsumpcja. Częściowe wyjaśnienie niskiej dynamiki nakładów inwestycyjnych wynika ze wstrzymania wysokonakładowych inwestycji wielkich przedsiębiorstw publicznych (energetycznych i wydobywczych). Niektóre z nich mają nadal dramatycznie złą kondycję finansową, np. górnictwo węgla kamiennego, pomimo podjętych przez rząd działań naprawczo-oddłużeniowych i poprawie koniunktury na rynkach surowcowych. Nie sprzyja ich inwestowaniu częstotliwość dokonywanych w nich zmian na stanowiskach kierowniczych i wyraźna polityczna dyspozycyjność ich kierownictw. Brak też konkretnych rządowych programów rozwoju tych kluczowych sektorów. Co po części wynika z trudności ich uzgodnienia w Komisji Europejskiej, co do kwestii dopuszczalnej pomocy publicznej.

Sygnalizujemy ponownie, że wstrzeźliwość inwestycyjna przedsiębiorstw musi stać się przedmiotem poważniejszej refleksji decydentów. Zważywszy na wysoką dynamikę PKB i spożycia oraz bardzo wysoki poziom wykorzystania majątku produkcyjnego, należałoby sądzić, że przedsiębiorstwa mają mocne przesłanki do rozwojowej i inwestycyjnej ekspansji. Dodać też trzeba, że przedsiębiorcy, zwłaszcza duzi i średni, nie uskarżają się na brak dostępności kredytu. Zresztą wiele przedsiębiorstw ma nadwyżkowe środki własne, które lokuje na rachunkach bankowych, mimo bardzo niskiej stopy procentowej.

Mamy wyraźnie do czynienia z awersją do podejmowania ryzyka inwestycyjnego. Reguły systemowe stały się niejasne i są kształtowane w sposób niezwykle arbitralny, często na niekorzyść przedsiębiorstw. Przed tym nie ma się jak ubezpieczyć, poza przenoszeniem aktywności gospodarczej zagranicę lub powstrzymaniem się od ekspansji. Dlatego zdecydowana większość przedsiębiorców woli być inwestycyjnie ostrożna i pasywna.

Drugie źródło niepewności upatrujemy w sposobie funkcjonowania fiskusa. Problemem nie jest tu sama wysokość stawek podatkowych (te zasadniczo są utrzymywane), ale aktualnie nadzwyczajna systemowa i decyzyjna arbitralność służb skarbowych. Dobrym tego przykładem jest kwestia ściągalności VAT-u. Ministerstwo Finansów wprowadziło w tym roku rozwiązania, które praktycznie poprawiają ściągalność, ale pogarszają sytuację przedsiębiorstw (np. przez skrócenie okresu rozliczeniowego dla przedsiębiorców i wydłużenie

okresu zwrotu dla fiskusa). VAT rośnie szybciej niż nominalny PKB. Działanie służb skarbowych przez większość przedsiębiorców jest uznawane za opresyjne i nieprzewidywalne. Tym bardziej koncentrują się oni na krótkim okresie, kosztem działania długofalowego.

Korzystna sytuacja budżetu państwa i poprawa ściągalności VAT, powinna skłaniać decydentów politycznych do obniżenia podstawowej stawki VAT po poprzedniego poziomu – 22%.

Oczywiście nie wykluczamy, że potwierdzi się oczekiwanie rządowych decydentów na to, że inwestycje przedsiębiorstw jednak ruszą. Na tym zresztą opiera się wiarygodność prognozy utrzymania polskiej gospodarki na ścieżce wysokiego wzrostu w średnio-długim okresie. Także nasza modelowa projekcja makroekonomiczna to uwzględnia. Jednakże gdyby się tak stało, to trzeba zauważyć, że będzie to źródłem dodatkowego napięcia makroekonomicznego.

Skokowe przyspieszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych wiązałoby się niewątpliwie z intensyfikacją wykorzystania środków unijnych. Póki co w tym zakresie sytuacja nie ulega poprawie i poziom uruchomienia tych środków nie jest zadowalający. Pozytywna zmiana powodowałaby jednak wyraźny wzrost deficytu budżetowego, powodowany koniecznością współfinansowania projektów unijnych krajowymi wydatkami budżetowymi. Ponadto przyspieszenie inwestycyjne pociągałoby za sobą dodatkowy import. I początkowo mielibyśmy pogorszenie bilansu handlowego. Także pogorszenie bilansu płatniczego. Mogłoby to prowadzić do osłabienia złotego. A dalej – do pobudzenia inflacji i wzrostu długu publicznego.

Niepokojące sygnały wynikają także z prowadzonych przez nas analiz mikroekonomicznych. I nie chodzi o zidentyfikowany w projekcji mikro trend wzrostu zagrożenia upadłością: jest to tendencja słaba. Tak więc co do ogólnej koniunktury – w horyzoncie prognozy, czyli do końca 2018 r. – niepokoju nie ma. Jednak w poszczególnych analizowanych przez nas działach gospodarki sytuacja będzie się różnicowała. Do grupy szczególnie zagrożonych działów zaliczamy: handel detaliczny, niektóre branże budownictwa, pocztę i usługi kurierskie, usługi pośrednictwa pracy oraz magazynowanie, a wśród gałęzi przemysłu – produkcję urządzeń elektrycznych. Zagrożenie dotyczy zatem głównie działalności usługowej, także w tych działach PKD (branżach), w których dominują przedsiębiorstwa zaliczane do małych lub średnich, zatem uważanych powszechnie za bardziej elastyczne.

Ogólniejszy powód do zaniepokojenia wynika z tego, że – pomimo mocnego ożywienia – wartości analizowanych wskaźników sytuacji finansowej firm są obecnie gorsze w porównaniu ze wskaźnikami z okresu ożywienia z lat 2007-2008. Szczególnie zwraca uwagę wyraźnie niższy niż w tamtym okresie poziom rentowności operacyjnej oraz dłuższy cykl należności i zobowiązań krótkoterminowych. To mogą być symptomy nadchodzących zagrożeń. Ich urzeczywistnienie mogłoby być poważnym problemem, gdyby nasza gospodarka weszła w fazę mocnego spowolnienia i/lub pojawiły się w otoczeniu międzynarodowym silne wstrząsy.

Kolejnym zagrożeniem sygnalizowanym w raporcie mikro jest obserwowana w ostatnich latach tendencja do szybszego wzrostu zatrudnienia (i płac) niż wzrostu wydajności pracy.

Podkreślamy także, że dużą niewiadomą jest kształtowanie się produkcji budowlanej i sytuacji finansowej przedsiębiorstw budowlanych. Nasze modele wskazując w tym dziale na relatywnie wysokie prawdopodobieństwo wyraźnego wzrostu zagrożenia upadłością. Przeciwdziałać temu mogłoby silne ożywienie inwestycyjne, natomiast sytuację pogarszałoby wyraźne przyspieszenie inflacji, bowiem wówczas realizacja zawartych już kontraktów okazałaby się nieopłacalna.

Podsumowując sytuację przedsiębiorstw wynikającą z raportu mikro chcemy podkreślić kilka charakterystycznych zjawisk, które wymagają systematycznego monitorowania i refleksji po stronie odpowiedzialnych za politykę gospodarczą:

- przy wzroście wolumenu wyniku finansowego netto występuje spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych oraz rentowności operacyjnej sprzedaży;
- strumień nakładów inwestycyjnych wykazuje spadki, powodując zatrzymanie przyrostu majątku trwałego, tworzą się równocześnie nadwyżki wolnego kapitału nie kierowanego do procesu produkcji i nie reprodukującego w nim wartości dodanej;
- wzrasta liczba pracujących, pogłębiona niedoszacowaniem nierejestrowanego zatrudnienia, lecz produktywność/wydajność pracy nie podąża w tym kierunku z oczekiwaną większą intensywnością;
- wzrastając, przychody ze sprzedaży powodują proporcjonalny wzrost należności, ale szybszy zobowiązań krótkoterminowych, kompensowany w układzie kapitału obrotowego niższą dynamiką zapasów;
- układ struktury majątkowo-kapitałowej nadal wytrącany jest ze stanu równowagi źródeł i form zastosowania kapitału, z widocznym wzrostem zadłużenia ogółem;
- sferę gospodarki kapitałem obrotowym cechuje w miarę stabilna (lekkie spadki) płynność bieżąca i szybka, wydłuża się jednak długość cyklu kapitału obrotowego netto.

Podstawowym problemem strukturalnym polskiej gospodarki stał się obecnie – obok niskiej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw – deficyt zasobów pracy. Dobiegł końca trwający od ponad 4 lat okres nieprzerwanego tworzenia nowych miejsc pracy. Ostatni odczyt subindeksu zatrudnienia w PMI spadł do progowych 50 pkt. Mamy stagnację zatrudnienia. Popyt na pracę rośnie – zasób się kurczy. Dynamika zatrudnienia spada w kierunku zera. Odpowiedzią ze strony przedsiębiorstw na barierę podażową jest oczekiwanie wyższej wydajności (np. poprzez brak nowej rekrutacji po odejściu pracowników na emerytury), ale też zgoda na szybki wzrost płac, który przyczynia się do przyspieszenia indeksu cen przemysłowych (PPI). Producenci raportują najszybszy od kwietnia 2011 r. wzrost kosztów produkcji. Braki zatrudnienia prowadzą do wzrostów zaległości produkcyjnych. Część zamówień realizowana jest poprzez

bezpośrednią sprzedaż z magazynów. Co w kolejnym cyklu analitycznym wpłynie na spadek zapasów.

Wzrost wynagrodzeń jest w obecnej sytuacji nieunikniony i może być korzystny, jeśli przyczyni się do wzrostu wydajności pracy. Może być niebezpieczny, jeśli będzie wysoki i znacznie będzie przewyższać dynamikę wydajności pracy. Będziemy mieli wtedy silny wzrost konsumpcji, ale też inflacji i importu.

Sądzymy, że presja płacowa będzie rostała, a wraz z nią – presja inflacyjna. Taki obraz gospodarki wyłoni się już z danych za III kwartał, kiedy to wzrost zbliży się do 4,5% i będzie znacząco przekraczał potencjał. A trzeba przyjąć, że globalna inflacja jest w punkcie zwrotnym: prawdopodobny jest jej wyraźny wzrost – co będzie dodatkowym źródłem pobudzania inflacji krajowej.

Prowadzone przez nas badania sektora przedsiębiorstw wskazują, że dwa główne jej filary w postaci produktywności kosztów, w tym kosztów pracy (zdolność do walki konkurencyjnej) oraz intensywności eksportu (zdolność do ekspansji rynkowej) znalazły się w ostatnich 2-3 latach w odmiennej konstelacji. Ponadto tempo wzrostu wynikowej, kwantyfikowalnej postaci konkurencyjności zdecydowanie osłabło. W ujęciu przyczynowo-skutkowym czynnik wzrostu konkurencyjności w zakresie produktywności leży obecnie w zdecydowanie większym stopniu po stronie eksportu (blisko 2/3) niż pracy. Przedsiębiorstwa działając na otwartych rynkach w coraz większym stopniu poddane są ekspozycji niepewności i ryzyk zewnętrznym, rynków, układów integracyjnych i rynku globalnego. Duże uzależnienie od czynnika wymiany międzynarodowej, dodatkowo o wysoce skoncentrowanym geograficznie jej strumieniu, budzi obawy zwiększenia łatwości przenoszenia impulsów z rynków zewnętrznych na kondycję sektora przedsiębiorstw tworzących wartość dodaną, będącą podstawą tworzenia PKB.

Nasze zasadnicze ostrzeżenie formułujemy następująco: dekompozycja wzrostu w horyzoncie prognozy wskazuje na jego wybitnie inflacyjny charakter, który musi się przełożyć na zachwianie równowag makro. Tym bardziej nieuniknione, im bardziej polityka gospodarcza rujnować będzie podaż pracy, a bank centralny opóźniać będzie swoje działania antyinflacyjne. Poprawa dekompozycji wzrostu w kierunku wzmocnienia potencjału na krótką metę zależy zaś od zdolności administracji do absorpcji funduszy unijnych, z czym łączy się nieuniknione ryzyko pogorszenia salda sektora finansów publicznych.