

# Zmiana gospodarcza 2020-2021

## III Raport Łączny

### w ramach projektu ISR

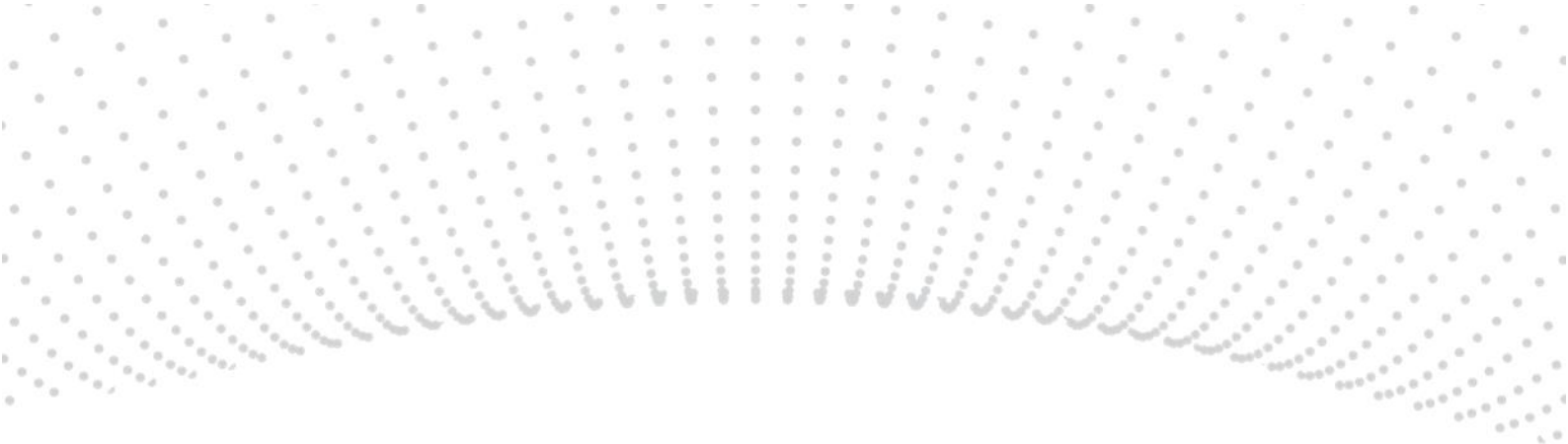
na zlecenie



Ministerstwo  
Rozwoju i Technologii







**Autor:**

**Piotr Boguszewski**



## SPIS TREŚCI

|                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| SYNTEZA .....                                                                                       | 9  |
| WPROWADZENIE .....                                                                                  | 15 |
| I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH PANDEMII .....                | 18 |
| 1.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA .....                                                                 | 18 |
| 1.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ .....                                           | 26 |
| 1.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI .....                                            | 29 |
| 1.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ .....                                                            | 32 |
| 1.5 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW .....                                             | 34 |
| II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE .....                                | 37 |
| 2.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....                                                                       | 37 |
| 2.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE ..... | 37 |
| 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB .....                                                     | 39 |
| III. UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – STAN AKTUALNY .....                                                | 42 |
| 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....                                                                       | 42 |
| 3.2 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE W POLSCE .....                                                        | 42 |
| IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ .....                                           | 46 |
| 4.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....                                                                       | 46 |
| 4.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA .....                                  | 46 |
| 4.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ .....                                           | 51 |
| V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ .....                                                              | 53 |
| 5.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE .....                                                                       | 53 |
| 5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD .....                                                      | 53 |
| 5.3 TOP 8 .....                                                                                     | 54 |
| SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI .....                                                                  | 67 |
| LITERATURA .....                                                                                    | 71 |
| SPIS TABEL .....                                                                                    | 72 |
| SPIS RYSUNKÓW .....                                                                                 | 72 |



*„Zmiana Gospodarcza 2020-21 III Raport łączny”* jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych wyniki następujących edycji raportów: *„Zmiana gospodarcza 2020-2021. III Raport w ramach projektu ISR – komponent mikroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**<sup>1</sup>, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**<sup>2</sup>, dr **Konrad Kolegowicz**<sup>3</sup>) oraz *„Zmiana gospodarcza 2020-2021. III Raport w ramach projektu ISR – komponent makroekonomiczny”* (przygotowany przez Zespół w składzie: mgr **Anna Gomola**<sup>4</sup>, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**<sup>5</sup>). Ze względu na długookresowe skutki wstrząsu gospodarczego, wywołanego pandemią COVID-19 powyższe rezultaty zostały uzupełnione o wyniki analiz przeprowadzonych wyłącznie na potrzeby *Raportu Łącznego* przez dr **Piotra Boguszeńskiego**<sup>6</sup>, podobnie jak opracowanie całości tekstu.

---

<sup>1</sup> Katedra Statystyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>2</sup> Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>3</sup> Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>4</sup> Katedra Empirycznych Analiz Stabilności Gospodarczej, Kolegium Gospodarki i Administracji Publicznej, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>5</sup> Katedra Empirycznych Analiz Stabilności Gospodarczej, Kolegium Gospodarki i Administracji Publicznej, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

<sup>6</sup> Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.





## SYNTEZA

Napływ nowych danych makroekonomicznych, które pojawiły się od ostatniej edycji *RŁ*, wsparł zawarte tam oceny ogólnej sytuacji gospodarczej Polski. Dostępne szacunki PKB za II kw. br. i dane o wyższych częstościach za lipiec i sierpień br. pokazują, że dzięki programom pomocowym Rządu, elastycznej polityce Banku Centralnego oraz działaniom dostosowawczym samych przedsiębiorstw, naszej gospodarce nie tylko udało się uniknąć głębokiej recesji, a straty ekonomiczne, biorąc pod uwagę siłę i zasięg wstrząsu, były relatywnie niewielkie, ale zachowała ona także swoją zdolność rozwojową. Choć zadziałał tu ewidentnie efekt bazy – II kw. 2020 r. był okresem najpoważniejszego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą – PKB Polski w II kw. br. wzrósł aż o 11,0% r/r (s.a.). Zarówno ten rezultat, jak i m.in. dane o produkcji sprzedanej, sprzedaży detalicznej i dostępne wskaźniki koniunktury ponownie potwierdziły, że większość gospodarczych skutków wstrząsów z ubiegłego roku szybko zanikło i szereg miar aktywności gospodarczej powróciło do poziomów przedpandemicznych, a niekiedy nawet wyższych.

Wyraźnie dodatnio należy oceniać też dostępne dane GUS o strukturze wzrostu PKB w II kw. 2021 r. Na jego dynamikę pozytywnie oddziaływał przede wszystkim wzrost spożycia gospodarstw domowych (kontrybucja ok. 7,4 pp). Analizując dalsze perspektywy rozwoju za korzystny należy uznać też fakt, że w II kw. br. wyraźniej wzrosły nakłady brutto na środki trwałe. Wprawdzie ich roczna dynamika nadal była stosunkowo niewielka (3,5% r/r), ale biorąc pod uwagę to, wciąż utrzymuje się wiele ryzyk – tak w kraju, jak i w wielu krajach świata – informację tę należy interpretować jako korzystną, a aktualny wkład inwestycji we wzrost PKB można szacować na ok. 0,8 pp. Pozostaje jednak pytanie, czy jest to zwiastun trwalszej tendencji – wyrównana sezonowo kwartalna dynamika tej kategorii była ujemna (-10,8 % kw/kw) po wzroście o ok. 16,0% kw/kw w poprzednim kwartale. Kolejne wyniki Szybkiego Monitoringu NBP potwierdzają też znaczną poprawę nastrojów inwestycyjnych przedsiębiorstw także w II kw. br. Można też podtrzymać przypuszczenie, że skoro spadek aktywności inwestycyjnej w 2020 r. miał w dużym stopniu komponent adaptacyjny do szoku COVID-19, w kolejnych kwartałach będziemy obserwować co najmniej „odrabianie” tych zaległości. O wzroście aktywności inwestycyjnej może też świadczyć kolejna, ujemna kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB – szacowana obecnie na ok. -0,7 pp. Na wielkość tę miała bowiem wpływ dużo niższa dynamika eksportu (29,7% r/r), przy jeszcze silniej przyspieszającym imporcie – do 35,4% r/r. W zdrowej gospodarce sytuacja taka często sygnalizuje bowiem wzrost nakładów inwestycyjnych, w dużym stopniu związanych z koniecznością zakupu zagranicznych maszyn i urządzeń. Oczywiście tak wysokie dynamiki obu tych kategorii są wynikiem efektu bazy, a głębsza interpretacja tej sytuacji będzie możliwa dopiero po jego ustąpieniu. Analizując wyniki handlu zagranicznego nie należy też tracić z pola widzenia szeregu zagrożeń, związanych z tą fazą wychodzenia gospodarki światowej z kryzysu – na niektórych rynkach możemy bowiem obserwować efekty „nowego rozdania” jeśli chodzi o strukturę dostawców, produktów, kanałów dystrybucji etc., co może komplikować strategie eksportowe części producentów. Słabnąć może także jeden z ważniejszych czynników stymulujących nasz eksport – znaczenie jego konkurencyjności cenowej w warunkach odbudowy popytu i siły nabywczej wielu podmiotów gospodarczych za granicą w fazie pokryzysowej, a także przyspieszenia inflacji w Polsce i wielu krajach rozwiniętych.

Dobrym sygnałem dalszego ożywienia aktywności gospodarczej może być wzrost zapasów – wznawianie produkcji na ogół wymaga ich odbudowy. Wzrost zapasów potwierdzają dane z Rachunków Narodowych – wkład zapasów do dynamiki PKB jest od trzech kwartałów dodatni, a w II kw. br. był rekordowy i wynosił aż ok. 2,9 pp. Rezultat ten wymaga jednak dwóch komentarzy. Z jednej strony tak duża kontrybucja tej kategorii jest o tyle zrozumiała, że jedną z typowych strategii

adaptacyjnych firm do kryzysu COVID-19 było przycinanie możliwych kosztów, w tym znaczące ograniczenie zapasów – tak surowców i materiałów, jak i produktów gotowych. Po drugie pokazuje ona także potencjalną skalę niedoborów zapasów – mającą znaczący wpływ na dynamikę przyszłego wzrostu. Problemy deficytu niektórych surowców i materiałów potwierdza szereg danych miesięcznych, w tym jakościowych – narastanie bariery zapasów sygnalizują zarówno lipcowe wyniki SM NBP, jak i najnowsze badania koniunktury GUS. Analizując zapasy w RN warto też jednak pamiętać, że jest to jedna z najgłębiej korygowanych kategorii tych rachunków w ramach ostatecznych szacunków PKB.

Najnowsze dane wskazują, że w okresie kryzysu COVID-19 udało się uniknąć poważniejszych zaburzeń na rynku pracy – wzrost stopy bezrobocia w stosunku do okresu sprzed pandemii był niewielki, a wysoka dynamika płac świadczy o utrzymywaniu się zapotrzebowania na pracę, zwłaszcza w niektórych sektorach gospodarki. W dodatku dane dotyczące stopy bezrobocia za poszczególne miesiące II kw. sugerują, że w okresie tym systematycznie ona spadała. Tworzy to dobre perspektywy kształtowania się popytu rynkowego i wspiera prognozy wzrostu spożycia jako komponentu PKB w horyzoncie prognostycznym Raportu. Ta korzystna sytuacja na rynku pracy w niektórych branżach nadal jednak działa paradoksalnie – jako ograniczenie podażowe. W części branż (głównie z grupy HoReCa), ze względu na bardzo długo trwający lockdown, nastąpił mianowicie masowy odpływ pracowników (oceniany na przekraczający 200 tys. osób), poszukujących lepszych, bardziej odpornych na możliwe kolejne fale pandemii, miejsc pracy. Ze względu na dużą wrażliwość tych branż na ewentualne kolejne restrykcje, w przypadku nasilenia się pandemii, część tych pracowników może więc ocenić problemy tych branż jako trwałe i nie wykazywać zainteresowania powrotem. Utrzymywanie się tego problemu potwierdzają opinie przedsiębiorców działających w tych obszarach gospodarki, artykuły prasowe i tzw. potoczne obserwacje.

Należy podkreślić, że kryzys COVID-19, mimo wielu odczuwalnych skutków w sferze realnej, nie doprowadził (m.in. dzięki wysiłkom polityki monetarnej i fiskalnej), przynajmniej jak dotąd, do poważniejszych perturbacji finansowych. W szczególności w wielu gospodarkach, w tym w polskiej, udało się uniknąć głębszych turbulencji finansowych. Płynność sektora przedsiębiorstw, na poziomie zagregowanym, należy ocenić jako znakomitą; często osiągającą historyczne maksima. Przedsiębiorstwa działają też w warunkach korzystnie niskich stóp procentowych oraz przy poziomach kursu euro i dolara, zapewniających – z właściwym buforem – opłacalność eksportu. W sferze finansowej narasta jednak nowe zjawisko, praktycznie nieobecne we wcześniejszych edycjach projektu ISR – wzrost cen.

Wpływ podwyższonej inflacji na zagrożenie upadłością jest niejednoznaczny. Zależy on m.in. od skali, przyczyn (kosztowa, popytowa) i jej fazy. Niewielka inflacja może być korzystna dla sytuacji firm, gdyż oznacza m.in. pewną swobodę w zakresie kształtowania marż, a także może przejściowo obniżać wartość realną niektórych kosztów, w tym płac. Proces o wyższym natężeniu i dłuższym okresie trwania działa już mniej jednoznacznie – m.in. ze względu na możliwości wystąpienia efektów wtórnych, czyli następczego wzrostu cen innych czynników produkcji, w tym właśnie płac; pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy niweczy pierwotne korzyści dla firm wzrostu cen ich własnych wyrobów i usług. Warto także pamiętać, że firmy charakteryzuje różna siła rynkowa i w dodatku funkcjonują też na rynkach o zróżnicowanym poziomie konkurencji. Wtórny wzrost kosztów produkcji nie zawsze więc może być równie łatwo przeniesiony na wzrost cen sprzedaży. Beneficjentami silniejszej inflacji będą więc często raczej firmy większe, o znaczącej pozycji na rynku, a stanie się to kosztem wielu przedsiębiorstw z sektora MSP.

Jeszcze bardziej skomplikowany wpływ na kondycję przedsiębiorstw ma inflacja o charakterze podażowo-kosztowym, z którą obecnie mamy na wielu rynkach do czynienia. Wspiera ona zazwyczaj,

zwłaszcza w pierwszej fazie, producentów dóbr deficytowych – brakujących surowców i materiałów. Wzrost ich cen nie powoduje jednak dostatecznego wzrostu podaży. W rezultacie mimo podwyżek cen utrzymują się niedobory surowców i materiałów, a część przedsiębiorstw z tego powodu zmuszona jest ograniczyć lub nawet wstrzymać produkcję. W takiej sytuacji może dochodzić nie tylko do spadku płac/zatrudnienia w tych przedsiębiorstwach, ale również wśród ich kooperantów. W sumie więc sytuacja taka może doprowadzić do istotnego spadku aktywności gospodarczej, ograniczenia siły nabywczej gospodarstw domowych (efekt mniejszego zatrudnienia i spadku realnych dochodów ze względu na inflację) i dość przewlekłej sytuacji kryzysowej. Ostatecznym rezultatem tej sekwencji zdarzeń jest oczywiście wzrost zagrożenia upadłością, zwłaszcza mniejszych firm.

Efektom narastania presji inflacyjnej są też na ogół działania władz monetarnych, generalnie zacieśniających politykę pieniężną. Szereg banków centralnych podejmuje obecnie takie kroki, przy czym ze względu na istotny komponent inflacji podażowej – z niezbędną ostrożnością. Mimo to dla części przedsiębiorstw wzrost stóp procentowych może pogarszać ich sytuację finansową. W Polsce ryzyko to jest względnie słabsze z tego względu, że poziom dźwigni finansowej w polskich przedsiębiorstwach jest relatywnie niski. W każdej gospodarce problematyczne natomiast mogą być efekty związane z umacnianiem się krajowego pieniądza; głównie dla eksporterów.

Otwartym, a przez to i źródłem ryzyka, pytaniem jest kwestia charakteru obecnie obserwowanych niedoborów szeregu surowców i silnego wzrostu ich cen – tak w gospodarce światowej, jak i polskiej. Możliwe są tu dwie sytuacje o dość odmiennych konsekwencjach. Problem powyższy może być przede wszystkim przejściowym efektem procesów szybkiego wychodzenia z kryzysu pandemicznego. V-kształtny proces odbudowy gospodarek oznacza bowiem gwałtowny wzrost popytu na surowce i materiały, przy niskim poziomie ich zapasów w okresie kryzysu. Nieuchronnie prowadzi to do wzrostu cen i niedoborów, ale jest to sytuacja tymczasowa. Wprawdzie spowoduje ona korektę w dół tempa wzrostu, ale krótkookresową. Obserwowane ostatnio zjawiska mogą być jednak efektem także problemów strukturalnych, związanych m.in. z dużymi zmianami globalnej polityki surowcowej i energetycznej. Potwierdzać to mogą obserwowane praktycznie od początku roku szybko rosnące ceny gazu, ropy naftowej i węgla, połączone z zakłóceniami dostaw. W takim przypadku korekta tempa wzrostu byłaby bardziej długookresowa.

Inny wpływ na sferę realną może mieć obecna faza pandemii – ryzyko to zmieniło swój pierwotny charakter. W obecnej sytuacji mniejszym problemem jest sama liczba zakażeń, a kwestią pierwszoplanową – wynikające z tego faktu obciążenie systemu opieki zdrowotnej. Przez upowszechnienie szczepień bardzo znacząco maleje jednak odsetek ciężkich powikłań wśród zaszczepionych, a w efekcie wraz z postępem szczepień – także w całej populacji. W Polsce problem wyszczepienia ma obecnie w dużym stopniu charakter regionalny. Zatem i najbardziej negatywne konsekwencje w postaci obłożenia szpitali i innych obciążeń systemu będą dotyczyć raczej poszczególnych gmin i powiatów. Mniejsze jest też więc prawdopodobieństwo ogólnokrajowego lockdownu – choć oczekiwana wysokość IV fali może osiągnąć pod koniec listopada nawet 30 tys. przypadków dziennie.

Biorąc pod uwagę wzrost pewnych ryzyk makroekonomicznych przy spadku pandemicznym perspektywy gospodarcze wydają się dość dobre, jednak już z pewną „ryśką”. Diagnoza ta jest spójna z prognozami wzrostu, tak krajowymi, jak i zagranicznymi, które częściej przewidują rozwój krajowej gospodarki w okresie najbliższych lat w dobrym, ale jednak malejącym tempie. O ile w poprzedniej edycji *RŁ* częściej mieliśmy do czynienia z rewizjami w górę tych prognoz, o tyle obecnie, zwłaszcza po *cut-off RŁ*, korekty przewidują raczej nieco wolniejsze tempo rozwoju w przyszłym i kolejnych latach. Podobny obraz kreśli ostatni *Raport Makro* uwzględniający, w stosunku do poprzedniej edycji, dodatkowe informacje – częściowo także za II kw. br.

Powyższe uwarunkowania wydają się mieć kilka istotnych konsekwencji dla prognoz makroekonomicznych i w efekcie – zagrożenia upadłością. Przedstawiony w obecnej edycji RŁ scenariusz makroekonomiczny jest nadal optymistyczny ze względu na dobre dane makroekonomiczne z II kwartału 2021 r. Wzrost gospodarczy powoli powraca do tempa sprzed pandemii i po okresie silnych wahań należy spodziewać się bardziej umiarkowanych odczytów wzrostu. W poprzedniej edycji raportu zaznaczono, że prognozy zbudowane zwłaszcza na kolejny kwartał należy przyjmować z dużą ostrożnością, ze względu na możliwość wystąpienia efektu bazy, to znaczy niskiej wartości PKB w analogicznym kwartale ubiegłego roku. Dane makroekonomiczne zaobserwowane w kolejnych dwóch kwartałach 2021 r. mogły z tego powodu podlegać silnym wahaniom, które nie mają bezpośrednio związku z procesami zachodzącymi w gospodarce, natomiast mającymi swe źródło w efektach obliczeniowych. Tak też się stało, stąd nowe obserwacje zasadniczo zmieniły ścieżki centralne prognoz. Obecnie scenariusz makroekonomiczny wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w III kwartale 2021 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 7,72%), przy dodatnim wkładzie inwestycji, poważnym nadal wzroście popytu krajowego oraz spożycia gospodarstw domowych. Podobnie jak w poprzedniej edycji raportu czynnikami realnymi, które będą napędzać wzrost od drugiej połowy 2021 r., jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych. Z wysokich, przekraczających wartość 7% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB stabilizuje się w 2022 r. na poziomie około 4% r/r, wskazując na odbudowę i powrót na ścieżkę dynamicznej ekspansji polskiej gospodarki z 2017 r. W tym aspekcie obecna prognoza jest zgodna ze scenariuszem z poprzedniej edycji raportu. W okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r.

Obecnie żaden z działów produkcji nie znajduje się w fazie wyhamowania. Większość działów znajduje się w fazie albo odbudowy, albo ekspansji. Wysokie wartości prawdopodobieństwa spadku produkcji można nadal przypisać działowi górnictwo węgla kamiennego i brunatnego [PKD 05]. Dodatkowo wskazywane w poprzedniej edycji raportu działy narażone najsilniej na spadek produkcji, to jest produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [PKD 15] i produkcja mebli [PKD 31] poprawiły nieco swoją sytuację. Dział PKD 15 urósł silniej w porównaniu z prognozami, zaś dział PKD 31 nadal jest zagrożony recesją i silnymi fluktuacjami wzrostu. Najniższa wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji jest w dziale produkcja metalowych wyrobów gotowych z wyłączeniem maszyn i urządzeń [PKD 25], gdzie nie przekracza wartości 0,03 w całym horyzoncie prognozy.

Ścieżka centralna prognozy wskazuje także na wzrost wielkości produkcji niemal w całym horyzoncie prognozy, jednak silne odbicie obserwowane wiosną 2021 r. nie będzie kontynuowane. Do lutego 2022 r. dynamika produkcji będzie utrzymywać się na solidnych wartościach większych od 15% r/r. Od marca 2022 r. należy spodziewać się wyhamowania tempa wzrostu produkcji i spadku produkcji, przypadającego na maj 2022 r. Kolejne miesiące prognozy, to znaczy czerwiec i lipiec, będą charakteryzowane przez możliwe odbicie, jednak o trudnej do przewidzenia skali.

Jeśli chodzi o sytuację w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (SPN), to dla zbiorowości ogółem, zgodnie z wynikami *Raportu Mikro*, jest ona mieszana. Sektor ten charakteryzuje bowiem ostatnio krótkoterminowy spadek udziału przedsiębiorstw rentownych. Długoterminowo malejąca produktywność pracy wzrosła w ostatnim okresie, a wobec średniookresowej stagnacji, krótkoterminowo i spektakularnie powiększyło się natomiast pole wyniku finansowego. Przyrasta majątek ogółem, a w ostatnim okresie wolniej majątek trwały, przy pewnej odbudowie dynamiki nakładów inwestycyjnych. Wzrost przychodów pociąga za sobą obecnie wyższy wzrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przyrasta

równomiernie, a średnioterminowy wzrost stopy wartości dodanej znacznie w ostatnim okresie przyspieszył.

W efekcie krótkoterminowo odnotowano znaczny wzrost w I p. 2021/2020 r. wartości miary PD o +111,2% względem II p. 2020/2019. Poprawa dotyczyła zwłaszcza rentowności operacyjnej aktywów i sprzedaży, wypłacalności, a w mniejszym stopniu produktywności i struktury majątkowo-kapitałowej (WOSF). Pogorszenie w niewielkim stopniu dotyczyło tylko płynności szybkiej oraz samofinansowania.

Wyraźnie kierunek poprawy wartości kluczowych wskaźników finansowych dotyczył usług, a dalej produkcji i handlu. W ujęciu klas wielkości, kierunek poprawy sytuacji w II p. 2021 r. zaznaczył się wyraźnie w przedsiębiorstwach małych, natomiast w średnich i dużych w II kw. 2021 r. poprawa sytuacji także postępowała, ale była mniej intensywna niż w I kw. 2021 r.

Istotne pozytywne zmiany w sytuacji finansowej SPN były podstawą wycofania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw. W I p. 2021 r. nastąpił spadek zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza, jak i w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Stopień zagrożenia znalazł się znacznie poniżej poziomu ostrzegawczego. Wartość tą tworzą wyniki oceny stopnia zagrożenia przedsiębiorstw: produkcyjnych, usługowych i handlowych. Ostatnie dwa odczyty przerwały niekorzystną średniookresową tendencję wzrostu zagrożenia, trwającą od I p. 2016 r.

Prognoza dla scenariusza neutralnego zakreśla krótkoterminową stabilizację zagrożenia na jego wyższym poziomie niż ostatnia obserwacja, co wynika z wygaszenia efektu niskiej bazy właściwej odbiciu po minimum pandemicznym oraz pojawieniu się wspomnianych powyżej zagrożeń dynamiki wzrostu. Scenariusz pesymistyczny jest bliski neutralnemu – ze względu na znaczne zmniejszenie dyferencjału między poziomami maksymalnymi i minimalnymi zagrożenia w ujęciu rodzajów działalności. Scenariusz optymistyczny, ze względu na niewielkie szanse powtórzenia się sekwencji i wielkości amplitudy wahań ostatnich okresów (*in plus* oraz *in minus*), oceniany jest jako mało realistyczny.

Warto podkreślić, że powyższe scenariusze ściśle uwzględniają specyfikę perspektyw kształtowania się nadwyżki finansowej w SPN, a zwłaszcza jej własności dynamicznych. Przypomnijmy, że dynamika ta (w pewnym uproszczeniu) zależy od:

- skali wzrostu cen produkcji sprzedanej;
- kosztochłonności produkcji ogółem (relacji kosztów uzyskania przychodów do tych przychodów) w okresie bazowym – generującej efekt tzw. bazy;
- dynamiki realnego popytu;
- zmian częściowych kosztochłonności produkcji – relacji poszczególnych rodzajów kosztów do wielkości produkcji.

Jeśli chodzi o pierwszy z tych elementów, to na jego persystencję ma wpływ m.in. charakter luki popytowej, z którą mamy do czynienia w obecnej fazie wzrostu gospodarki (krajowej i globalnej); jeśli jest ona jedynie pochodną V-kształtnego obicia postpandemicznego, to będzie się dość szybko domykała, a jej znaczenie będzie przejściowe; także w wyniku reakcji banków centralnych. Efekt bazy jest obecnie nadzwyczaj silny – wynika to z natury lockdownu w zeszłym roku, w którym w firmach gwałtownie spadły przychody, a część kosztów zareagowała z opóźnieniem (m.in. koszty stałe). Znaczenie tego czynnika będzie jednak zanikać. Malał będzie również pozytywny efekt<sup>7</sup> spadku niektórych współczynników kosztochłonności częściowych. Gdyby wzrosły cen materiałów i surowców

---

<sup>7</sup> Dokładniej opisany w poprzednim RŁ.

oraz ich niedobory okazały się trwalsze, to ze względu na tzw. efekty drugiej rundy i konieczność czasowego ograniczania produkcji – kosztochłonności te wzrosną zmniejszając wynik finansowy. Wreszcie jeśli chodzi o dynamikę realnego popytu to oceniać ją należy pozytywnie, ale tu źródłem ryzyka jest m.in. wzrost cen energii, mogący ograniczać siłę nabywczą sektora gospodarstw domowych.

Mimo generalnie dobrej sytuacji finansowej istnieją branże silniej narażone na ryzyko upadłości. Analiza trwałości stanu zagrożenia w okresie II p. 2019 do I p. 2021 r. pozwoliła na wyodrębnienie tych działów PKD, które cechowała trwała sytuacja oceniana jako niekorzystna (wysoki stopień zagrożenia i jego wzrost) – dla przedsiębiorstw ogółem oraz według klas wielkości. Do działów cechujących się jednocześnie trwałością zagrożenia, podwyższoną prognozą zagrożenia i aktualnym, wyższym stanem zagrożenia zakwalifikowano:

- wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego PKD 05;
- działalność usługową wspomagającą górnictwo i wydobywanie PKD 09;
- produkcję komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych PKD 26;
- zakwaterowanie PKD 55;
- działalność związaną z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych PKD 59;
- działalność organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostałą działalność usługową w zakresie rezerwacji i działalności z nią związane PKD 79;
- naprawę i konserwację komputerów i artykułów użytku osobistego i domowego PKD 95;
- pozostałą indywidualną działalność usługową PKD 96.

Przy uwzględnieniu analizy trwałości według klas wielkości działami PKD, które cechowały się trwałością stopnia zagrożenia i wskazanymi we wszystkich klasach wielkości, były:

- działalność usługowa wspomagająca górnictwo i wydobywanie PKD 09;
- zakwaterowanie PKD 55.

## WPROWADZENIE

Opracowanie jest syntezą (tzw. *Raport Łączny*) 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:

- *Zmiana gospodarcza 2020-2021. III Raport w ramach projektu ISR – komponent makroekonomiczny*<sup>8</sup>,
- *Zmiana gospodarcza 2020-2021. III Raport w ramach projektu ISR – komponent mikroekonomiczny*<sup>9</sup>.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-2015<sup>10</sup> i weryfikowane oraz doskonalone w latach 2016-20.

Przedmiotem rozważań *Raportu Makro* jest stan koniunktury polskiej gospodarki oraz budowa średniookresowych prognoz podstawowych wskaźników makroekonomicznych. Niniejsza edycja raportu nie zawiera analiz *ex post* prognoz tempa zmian produkcji w działach sektora produkcyjnego gospodarki. Konsekwentnie przedstawiamy opis koniunktury w rozbiciu na sektory produkcji, interpretując wyznaczone zegary cykli koniunkturalnych, prognozy tempa zmian produkcji, uzupełniając bieżące analizy wahań koniunkturalnych o elementy predykcji krótkookresowej. Podobnie jak dla całego sektora produkcji przedstawiono szczegółową analizę wszystkich działów ze względu na stan koniunktury, jak i zbudowano prognozy krótkookresowe. W przypadku sektora handlu rozważa się piętnaście działów, zaś dla budownictwa analizy bazują na trzech szeregach czasowych dotyczących: budownictwa ogółem, robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków oraz robót budowlanych związanych z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Zdecydowano się na pominięcie sześciu działów, ze względu na brak danych wynikający z nieaktualizowania baz danych EUROSTAT od początku bieżącego roku dla tych działów.

Z kolei celem badania przedsiębiorstw w komponencie mikroekonomicznym jest kwantyfikacja symptomów pogarszającej się ich sytuacji ekonomiczno-finansowej z wykorzystaniem modeli regresji logistycznej, ze wskazaniem wielkości, obszarów, trwałości oraz prognoz stopnia zagrożenia finansowego kontynuacji działalności i upadłości.

Zakres podmiotowy badań dotyczy małych, średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych. W zakresie rodzaju prowadzonej działalności wyróżnione zostały trzy grupy przedsiębiorstw: produkcyjne, handlowe i usługowe. Dalszy podział obejmuje 13 sekcji PKD oraz 58 działów PKD.

Miary w postaci stopnia zagrożenia upadłością (MW) oraz odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU) są sprowadzone do wspólnej skali wartości, w przeliczeniu na 10 000 przedsiębiorstw. Dla oceny stopnia zagrożenia upadłością, na poziomie ogółem, rodzajów działalności oraz sekcji PKD, przyjęto trzy jego stopnie: od 0 do 160 – poziom niski (akceptowalny), powyżej 160 do 200 – poziom ostrzegawczy oraz powyżej 200 – poziom wysoki. Bieżący okres analizy obejmuje dane

---

<sup>8</sup> Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

<sup>9</sup> Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Mikro*.

<sup>10</sup> I szczegółowo tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

półrocze (ogółem i małe przedsiębiorstwa) oraz kwartał (przedsiębiorstwa średnie i duże), natomiast prognozowanie krótkoterminowe – jeden rok (odpowiednio: dwa półrocza, cztery kwartały)<sup>11</sup>.

Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (38 667 podmiotów ogółem w I p. 2021 r., w tym: 23 087 małych oraz 12 149 średnich i 3 431 dużych). Ze względu na specyfikę badania F-01 GUS, obejmującą w kwartałach nieparzystych wyłącznie przedsiębiorstwa duże i średnie, parzyste edycje *Raportów Mikro* oraz *RŁ* zachowują oceny sektora przedsiębiorstw ogółem z poprzedniej publikacji, a aktualizacja dotyczy wyłącznie nowych informacji dla firm średnich i dużych. W edycjach nieparzystych aktualizacji podlega pełen zbiór danych.

Od drugiej edycji metodyka *Raportu Mikro* jest poszerzona o rozbudowany, pięciostopniowy, algorytm identyfikacji branż najbardziej zagrożonych i jednocześnie silnie wpływających na gospodarkę, oparty na metodyce drzew decyzyjnych DD. Raporty te zawierają także oceny trwałości zagrożenia i analizę jakości prognoz.

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 kw. 2021 r. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do II kw. 2021 r. włącznie. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej obserwacje zaktualizowano do lipca 2021 r. – w przypadku zarówno produkcji, handlu, jak i budownictwa. W konsekwencji prognozy jak również ocena pozycji w cyklu odbywa się w różnych okresach, jednak wszystkie analizy należy interpretować jako ocenę sytuacji pod warunkiem danych dostępnych w III kwartale 2021 r.

Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające, bazują na dostępnych danych do 4 października 2021 r. (dla danych miesięcznych) i II kw. 2021 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, ze szczególnym uwzględnieniem skutków pandemii. Są one nie tylko istotne pod względem ekonomicznym, ale również i poznawczym. Charakter szoku COVID-19 powoduje bowiem, że nadal istnieje problem interpretacji szeregu wyników. 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.

Rozdział trzeci zawiera podstawowe charakterystyki historycznej skali upadłości w sektorze przedsiębiorstw – w Polsce i wybranych innych krajach. Jest to, w świetle wyników badań, jeden z ważniejszych elementów mogących wpływać na intensywność procesu upadłości w przyszłości. Pokreślić jednak trzeba, że dane statystyczne w tym obszarze, zwłaszcza w okresie pandemii, są często trudno interpretowalne – m.in. ze względu na zawieszenie działalności sądów, ale także programy pomocowe.

---

<sup>11</sup> Powyższe zagadnienia są szerzej omówione w *Raporcie metodologicznym*.



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.

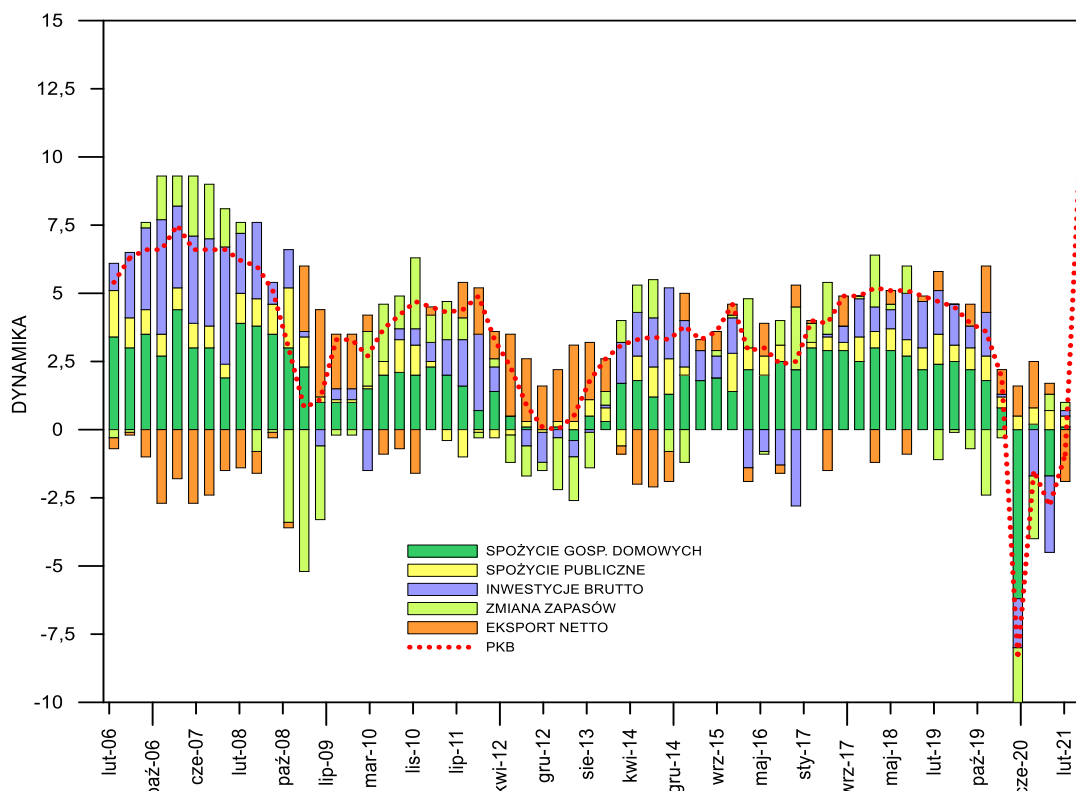
W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 8 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (tzw. Top 8). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak zestaw głównych charakterystyk finansowych tych działów. Dla większości z analizowanych w ramach Top 8 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 W WARUNKACH PANDEMII

## 1.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Napływ nowych danych makroekonomicznych, które pojawiły się od ostatniej edycji *RŁ*, wsparł zawarte tam oceny ogólnej sytuacji gospodarczej Polski. Dostępne szacunki PKB za II kw. br. i dane o wyższych częstościach za lipiec i sierpień br. pokazują, że dzięki programom pomocowym Rządu, elastycznej polityce Banku Centralnego oraz działaniom dostosowawczym samych przedsiębiorstw naszej gospodarce nie tylko udało się uniknąć głębokiej recesji, a straty ekonomiczne, biorąc pod uwagę siłę i zasięg wstrząsu, były relatywnie niewielkie, ale zachowała ona także swoją zdolność rozwojową. Choć zadziałał tu ewidentnie efekt bazy – II kw. 2020 r. był okresem najpoważniejszego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą, PKB Polski w II kw. br. wzrósł aż o 11,0% r/r (s.a.). Zarówno ten rezultat, jak i m.in. dane o produkcji sprzedanej, sprzedaży detalicznej i dostępne wskaźniki koniunktury, ponownie potwierdziły, że większość gospodarczych skutków wstrząsów z ubiegłego roku szybko zanikło. Pewne problemy mogą natomiast sygnalizować niektóre dane miesięczne z września br. – m.in. dotyczące części indeksów koniunktury, z tym, że sygnały te bardziej wskazują na możliwość spowolnienia tempa poprawy niż na ryzyko istotniejszego pogorszenia się sytuacji.

*Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce*

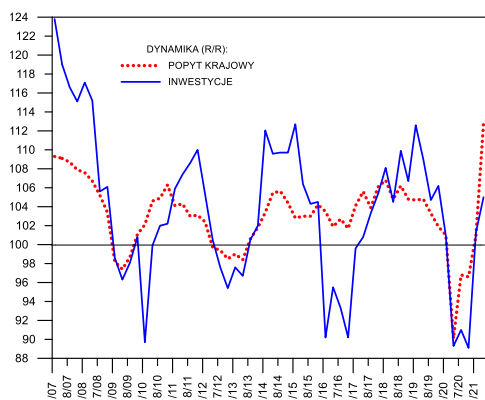


Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS (dane z bieżących szacunków wstępnych).

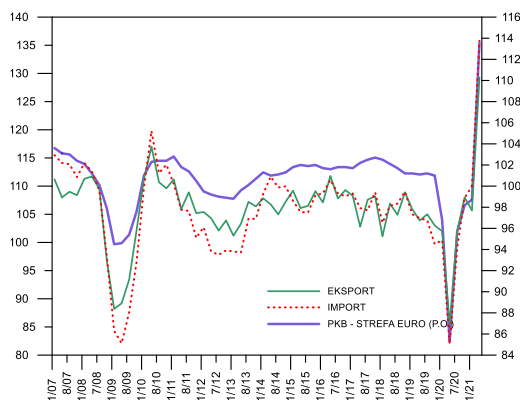
Wyraźnie dodatnio należy oceniać też dostępne dane GUS o strukturze wzrostu PKB w II kw. 2021 r. Na jego dynamikę pozytywnie oddziaływał przede wszystkim wzrost spożycia gospodarstw domowych (kontrybucja ok. 7,4 pp). Analizując dalsze perspektywy rozwoju, za korzystny należy uznać też fakt, że w II kw. br. wyraźnie wzrosły nakłady brutto na środki trwałe. Wprawdzie ich roczna dynamika nadal

była stosunkowo niewielka (3,5% r/r), ale biorąc pod uwagę to, wciąż utrzymuje się wiele ryzyk – tak w kraju, jak i w wielu krajach świata – informację tę należy interpretować jako korzystną. Pozostaje jednak pytanie, czy jest to zwiastun trwalszej tendencji – gdyż wyrównana sezonowo kwartalna dynamika tej kategorii była ujemna (-10,8 % kw/kw) – po wzroście o ok. 16,0% kw/kw w poprzednim kwartale. Nie zmienia to jednak faktu, że aktualny wkład inwestycji we wzrost PKB można szacować na ok. 0,8 pp.

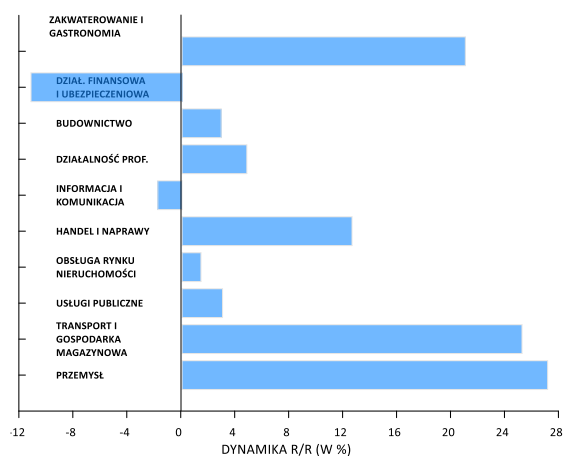
*Rysunek 2 Dynamika r/r popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)*



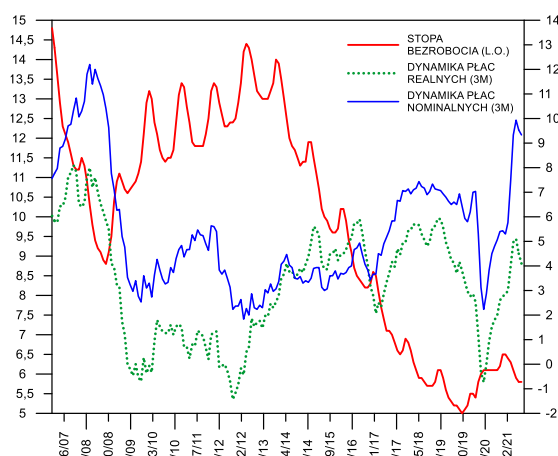
*Rysunek 3 Dynamika eksportu i importu Polski oraz dynamika PKB w strefie euro (r/r)*



*Rysunek 4 Dynamika wzrostu VA w Polsce w wybranych sekcjach (r/r)*



*Rysunek 5 Stopa bezrobocia, dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nomin. w przemyśle (w %)*



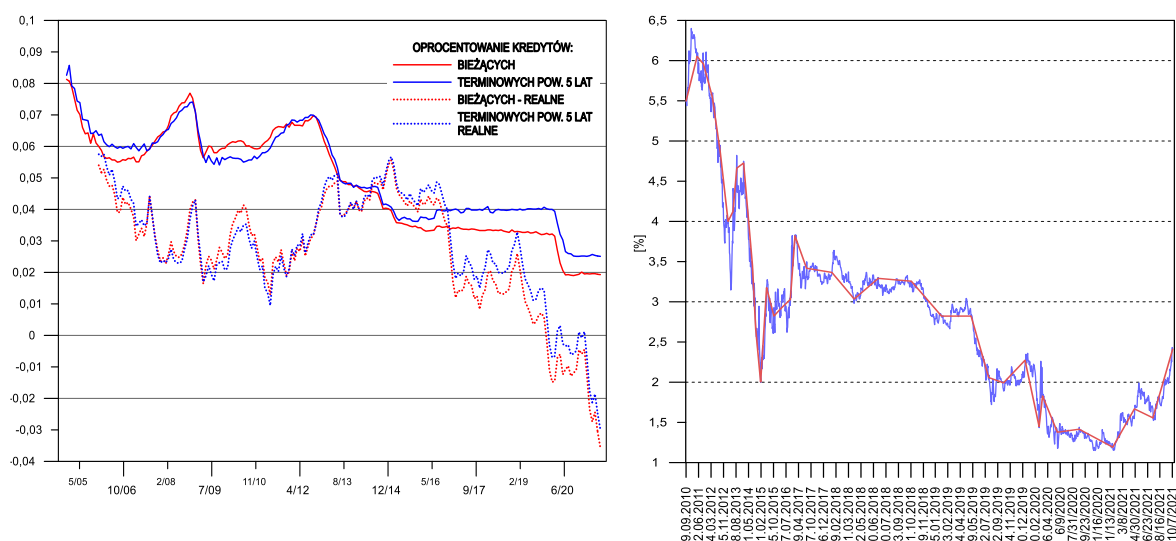
Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS.

Wciąż, paradoksalnie pozytywnie, można obecnie oceniać kolejną ujemną kontrybucję eksportu netto do wzrostu PKB – szacowaną na ok. -0,7 pp. Na wielkość tę miała bowiem wpływ dużo niższa dynamika eksportu (29,7% r/r), przy jeszcze silniej przyspieszającym imporcie – do 35,4% r/r. W zdrowej gospodarce sytuacja taka sygnalizuje bowiem często wzrost nakładów inwestycyjnych, w dużym stopniu związanych z koniecznością zakupu zagranicznych maszyn i urządzeń. Oczywiście tak wysokie dynamiki obu tych kategorii są wynikiem efektu bazy, a głębsza interpretacja tej sytuacji będzie możliwa dopiero po jego ustąpieniu.

Z kolei wznowianie produkcji wymaga także odbudowy zapasów surowców i materiałów, co potwierdzają dane z Rachunków Narodowych – wkład zapasów do dynamiki PKB jest od trzech kwartałów dodatni, a w II kw. br. wynosił rekordowo aż ok. 2,9 pp.

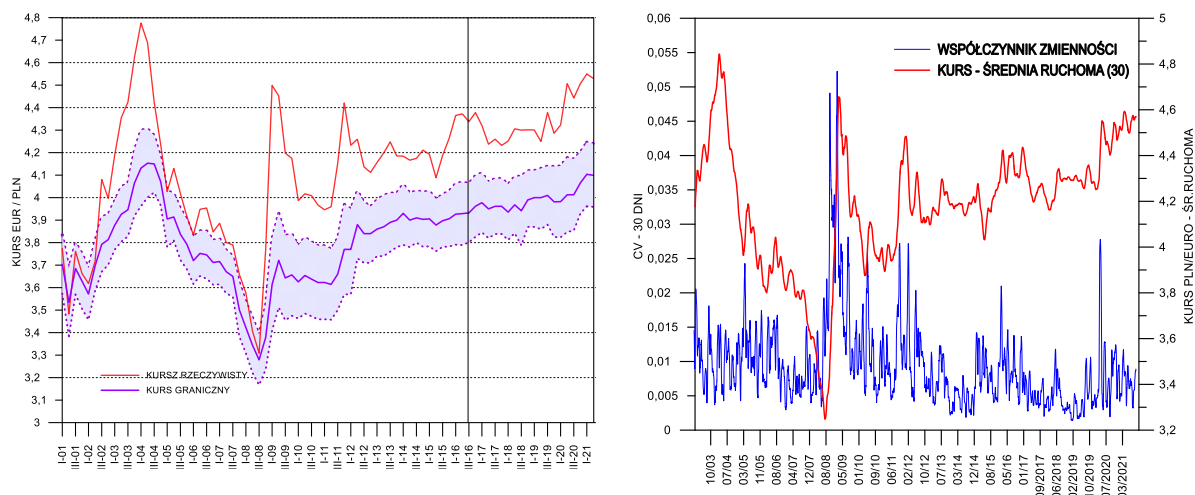
Relatywnie dobre wyniki makroekonomiczne nie powinny przestaniać jednak faktu, że sytuacja w działach gospodarki jest jednak zróżnicowana (por. Rysunek 4), choć znacząco mniej i odmiennie niż w poprzedniej edycji opracowania. Z jednej strony obserwujemy dobrze sobie radzący m.in. Przemysł oraz Transport i dużą poprawę w grupie HORECA, z drugiej – słabiej, choć wciąż dobrze, działają niektórzy beneficjenci kryzysu COVID-19 (m.in. część sektora IT).

*Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz rentowność obligacji 10-letnich (prawy panel)*



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz Ministerstwa Finansów.

*Rysunek 7 Kurs graniczny opłacalnego eksportu (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)*



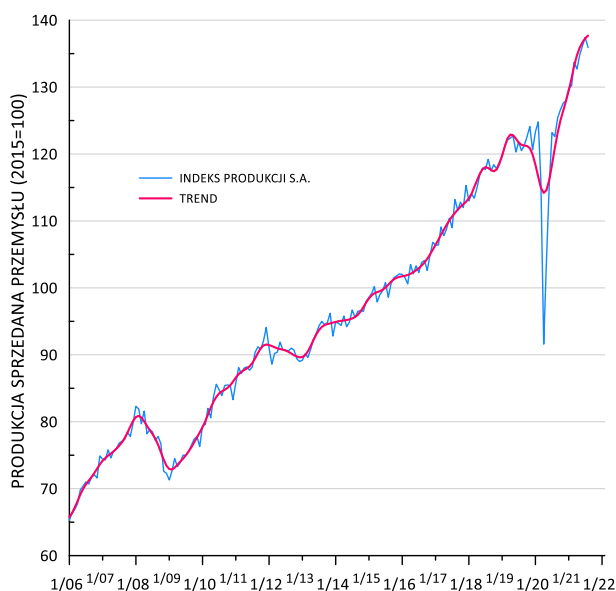
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

Podjęte kroki stabilizacyjne spowodowały, że mimo poważnego negatywnego wstrząsu w sferze produkcyjnej, sytuacja na rynku pracy pozostała stabilna. Choć z części branż dotkniętych restrykcjami antycovidowymi nastąpił duży odpływ pracowników, szacowany nawet na ponad 200 tys. osób, stopa bezrobocia kształtuje się na zbliżonym do przedkryzysowego poziomie. Zahamowaniu uległa jednak jej tendencja spadkowa – w lipcu i sierpniu wyniosła ona ok. 5,8%. Jednocześnie następuje silny wzrost

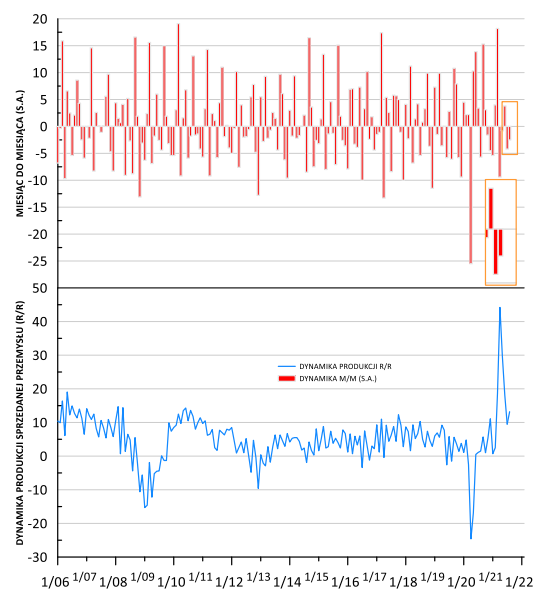
płac – od kwietnia br. oscylujący nominalnie wokół 10% r/r. Efekt realny tego procesu, ze względu na wyraźnie i systematycznie przyspieszający wzrost wskaźnika cen produkcji w tym roku, jest jednak istotnie słabszy – w sierpniu wyniósł 3,8% r/r. W lipcu i sierpniu zanotowano także wyraźne spadki m/m dynamik nominalnych płac. Może to wskazywać na stabilizację, a nawet lekkie obniżenie się realnej dynamiki tej kategorii w najbliższej przyszłości; tym bardziej, że presja kosztów surowców i części materiałów nadal utrzymuje się w gospodarce – tak światowej, jak i w polskiej. W kierunku odwrotnym – wzrostu płac, mogą działać niedobory pracowników w wielu segmentach rynku pracy i związana z tym presja płacowa. Również procesy inflacyjne mogą potencjalnie nasilać naciski na wzrosty płac, ale ryzyko to ograniczają m.in. działania niektórych banków centralnych, w tym w Polsce i niektórych innych krajach postsocjalistycznych, zacieśniające ich politykę pieniężną.

Wciąż bardzo dobre, choć z lekkimi sygnałami ostrzegawczymi, są także inne dane o wyższych częstościach (miesięczne), m.in. nt. produkcji sprzedanej przemysłu w czerwcu, lipcu i sierpniu br. – jej wzrosty (z wyjątkiem lipca) są dwucyfrowe. Zauważyć jednak należy, że w relacji m/m zarówno w lipcu, jak i sierpniu zanotowano dość wyraźne spadki tej kategorii. W aktualnych warunkach bardzo trudna jest jednoznaczna interpretacja tego rezultatu – m.in. dlatego, że dyskrecjonalność polityki przeciwpandemicznej zakłóca efektywność procedur odsezonowania danych. Warto jednak podkreślić, że spadki powyższe mogą być w części spowodowane poważniejszymi przyczynami – zakłóceniami w łańcuchach dostaw w okresie postpandemicznym, w tym niedoborami części surowców i materiałów niezbędnych w produkcji (por. Rysunek 8).

*Rysunek 8 Indeks produkcji przemysłu (2015=100) – wielkości s.a. oraz trend*



*Rysunek 9 Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu m/m (górny panel s.a.) oraz r/r (dolny panel)*



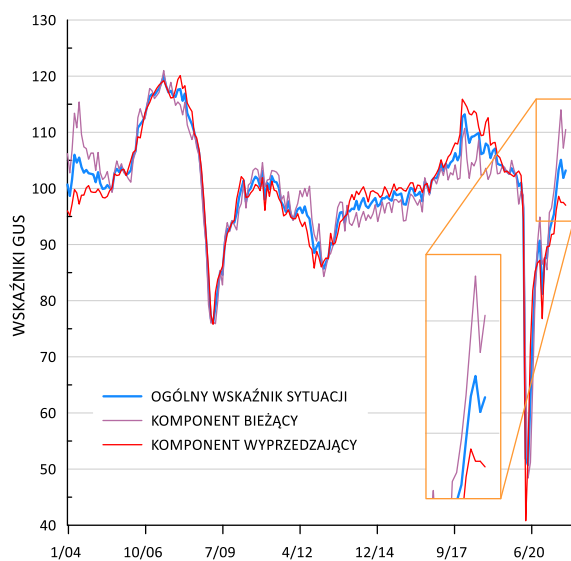
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Analizując powyższe dane należy wciąż ostrożnie interpretować bardzo wysokie dynamiki niektórych kategorii – m.in. właśnie produkcji sprzedanej przemysłu. W odczytach tych należy wyróżnić trzy, niestety trudno separowalne, komponenty: tzw. statystyczny efekt bazy (związany z głębokimi pandemicznymi spadkami tych zmiennych w II kw. 2020 r.), efekt ekonomiczny (przypisywany fazie cyklu gospodarczego oraz naturalnym i niezbędnym procesom odbudowy aktywności gospodarczej

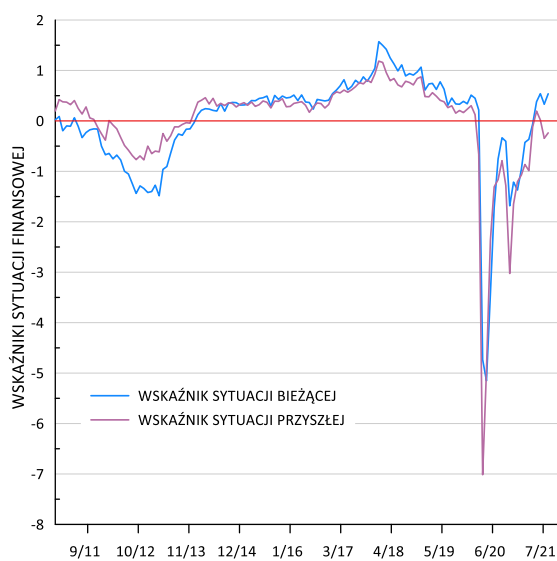
w okresie wychodzenia z pandemii) oraz psychologiczny, wywołany powrotem nadziei na normalizację sytuacji gospodarczej. Zjawisko to jest jednak częściowo widoczne, jeśli zestawimy dane dotyczące dynamiki z ich ocenami jakościowymi, względnie na tle trendów. Przy historycznie rekordowo wysokich współczynnikach płynności firm zintegrowany wskaźnik sytuacji finansowej GUS (oparty na danych jakościowych – opiniach menedżerów), jest wprawdzie dodatni, ale zbliżony do poziomu neutralnego (por. Rysunek 11). Przy dobrych ocenach sytuacji bieżącej, tak ogólnej, jak i finansowej, wskaźniki aktualne są też wyraźnie lepsze od przyszłych – m.in. wskaźnik wyprzedzający sytuacji finansowej jest ujemny. Sugeruje to możliwość nawet wyraźniejszej korekty koniunktury w przyszłości – jej powrotu do bardziej typowych wartości/trendu.

Mimo silnego wstrząsu w sferze realnej, większość parametrów finansowych gospodarki, również w III kw. br. była korzystna z punktu widzenia interesów sektora przedsiębiorstw oraz stabilna. W szczególności, firmy nadal działały w środowisku niskich i przewidywalnych stóp procentowych. Złoty lekko się osłabiał, ale nadal kształtował na poziomach zapewniających opłacalność wymiany handlowej (eksportu i importu). Z kolei widoczny wzrost, z historycznie niskich poziomów, rentowność obligacji dziesięcioletnich od maja może wskazywać m.in. na rosnącą wiarę inwestorów w przyspieszenie poprawy sytuacji gospodarczej po pandemii.

*Rysunek 10 Ogólny wskaźnik sytuacji GUS oraz komponenty bieżący i wyprzedzający (*



*Rysunek 11 Wskaźnik sytuacji finansowej – bieżący i przyszły*



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

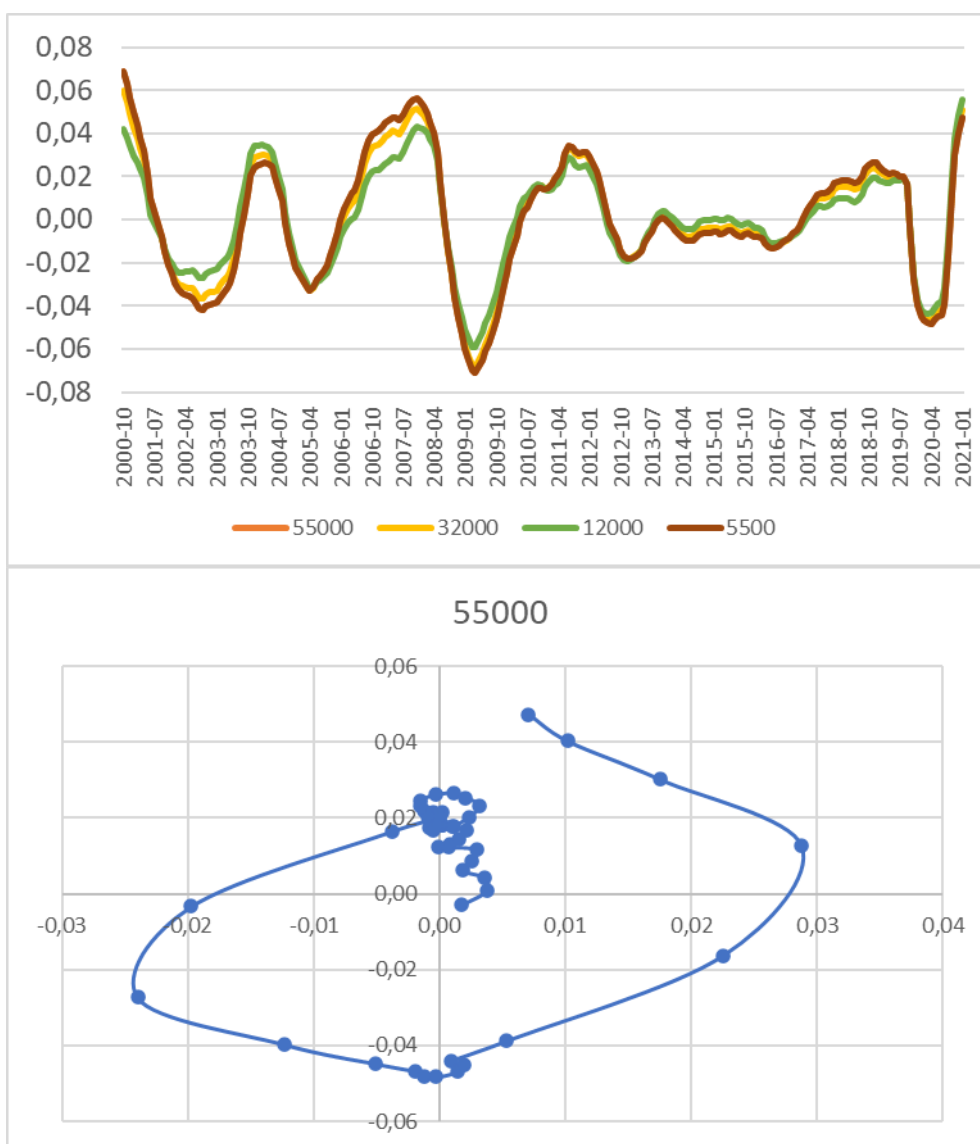
Powyższe obserwacje są zgodne z wynikami analiz pozycji cyklicznej polskiej gospodarki, wykonanymi w ramach *Raportu Makro*. Cały sektor produkcji przemysłowej doznał głębokiej recesji poprzedzonej bardzo szybkim spowolnieniem. Obostrzenia pandemiczne, z niewielkimi wyjątkami, spowodowały silną recesję w większości działów produkcji. Obecnie żaden z działów produkcji nie znajduje się w fazie wyhamowania (por. Rysunek 12). Większość działów znajduje się w fazie albo odbudowy, albo ekspansji. Wysokie wartości prawdopodobieństwa spadku produkcji można nadal przypisać działowi górnictwo węgla kamiennego i brunatnego [PKD 05]. Dodatkowo wskazywane w poprzedniej edycji raportu działy narażone najsilniej na spadek produkcji: produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [PKD 15] i produkcja mebli [PKD 31] poprawiły swoją sytuację. Dział PKD 15 urósł silniej w porównaniu z prognozami, zaś dział PKD 31 nadal jest zagrożony recesją i silnymi fluktuacjami wzrostu.

*Rysunek 12 Fazy cyklu dla analizowanych działów produkcji w okresie od lutego 2018 do stycznia 2021 r.*



Źródło: *Raport Makro*.

Rysunek 13 Cykl odchyleń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do stycznia 2021 r. (górny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do stycznia 2021 r. – dolny panel)



Źródło: Raport Makro.

Najniższa wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji jest w dziale produkcja metalowych wyrobów gotowych z wyłączeniem maszyn i urządzeń [PKD 25], gdzie nie przekracza wartości 0,03 w całym horyzoncie prognozy.

Działy wskazane w poprzedniej edycji raportu jako motory dobrej koniunktury, to jest: produkcja wyrobów włókienniczych [c13], produkcja odzieży [c14], produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [c15], produkcja drewna etc. [c16], produkcja chemikaliów etc. [c20], produkcja komputerów etc. [c26], produkcja sprzętu elektrycznego [c27], produkcja pojazdów etc. [c29] i produkcja mebli [c31], nadal znajdują się w fazie ekspansji. Do wyżej wymienionych dołączyło na tyle dużo innych działów, że można stwierdzić, iż ekspansja w sektorze produkcji jest powszechna.

Od kilku miesięcy maleje odsetek działów znajdujących się w recesji i rośnie odsetek działów w odbudowie. Maleje odsetek działów znajdujących się w fazie wyhamowania. W poprzedniej edycji raportu zwrócono uwagę, że utrzymuje się znaczący odsetek działów w fazie wyhamowania, co mogło



*Rysunek 14 Rozkład maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy*



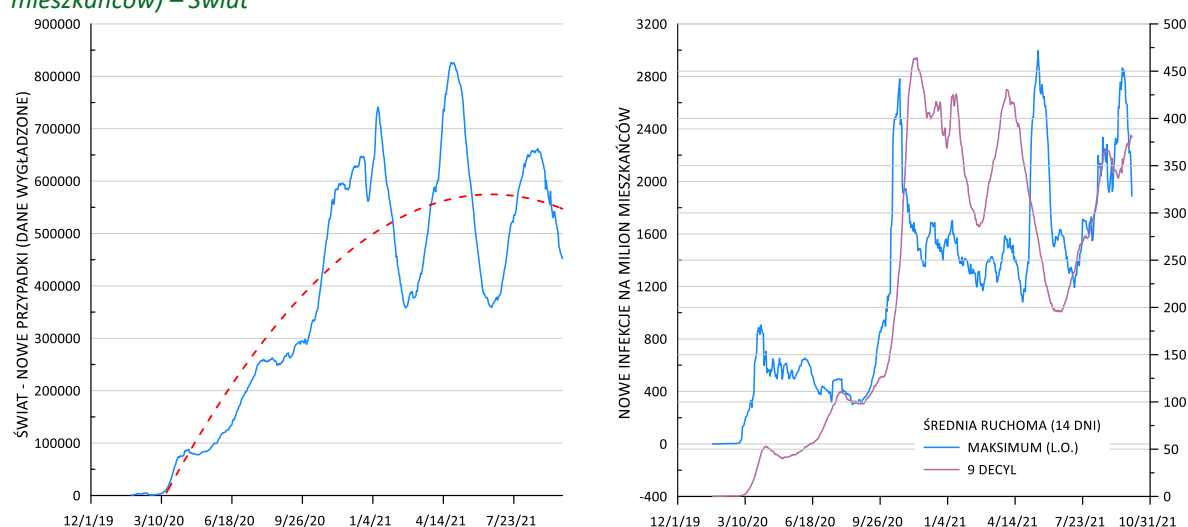
W budownictwie w całym horyzoncie prognozy dla wszystkich działów robót budowlanych przeważają wysokie wartości prawdopodobieństw spadków r/r. Sytuacja powinna się poprawiać w 2022 roku, w którym szanse na negatywny scenariusz spadają do około 0,33. Wartości prawdopodobieństw związanych z analizą trwałości trendów wskazują na bardzo stabilny charakter tendencji rozwojowych w tym dziale i brak jednakowych przesłanek ani za silnym ożywieniem, ani za wyhamowaniem aktywności. Według przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem będzie tu stagnacja, trwająca przynajmniej do wiosny 2022 roku.

## 1.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ

Dalszy przebieg pandemii Covid-19 nadal jest jednym z kluczowych czynników determinujących ryzyko, a w szeregu krajach i poziom aktywności gospodarczej – tak w skali globalnej, jak i w Polsce. Ma więc też silny wpływ na przewidywany stopień zagrożenia upadłością.

W skali globalnej obserwujemy wciąż dość wysoki, ale malejący poziom nowych zakażeń. Mimo poprawy epidemia wciąż jest aktywna – obecnie głównie w Azji. Obserwujemy także, również na naszym kontynencie, wysoki poziom zakażeń w krajach, w których wyszczepiono znaczny odsetek populacji – m.in. w Wielkiej Brytanii, Izraelu, Holandii, Korei Pd. Fali tej towarzyszy jednak mniejszy niż w poprzednich okresach współczynnik hospitalizacji, a ciężkie przypadki dotyczą głównie niezaszczepionych.

*Rysunek 15 Nowe zachorowania na COVID-19 (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat*

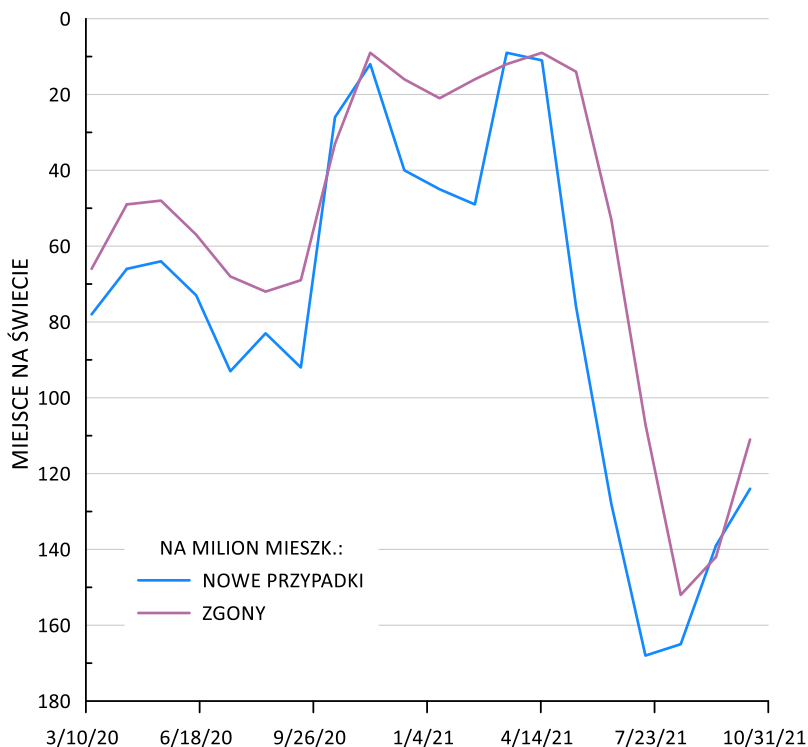


Źródło: Obliczenia własne na podstawie <https://ourworldindata.org/coronavirus>.

Aktualnym problemem jest widoczna zmienność wirusa. Obecnie w wielu krajach, w tym europejskich (Wielka Brytania, Hiszpania, Portugalia), dominującą odmianą jest lub staje się wariant delta (tzw. indyjski). Wariant ten szczególnie szybko rozprzestrzenia się wśród populacji osób niezaszczepionych; w wielu krajach – głównie wśród osób młodych. Charakteryzując wariant delta trzeba też podkreślić, że główną zaletą szczepień jest w jego przypadku nie tyle pełna ochrona przed możliwą infekcją, co znacznie lżejszy przebieg choroby i niższe ryzyko zgonu.

Relatywnie dobrą, choć pogarszającą się sytuację epidemiczną obserwujemy w Polsce. Obecnie liczba nowych przypadków przekracza jednak 2 000, a liczba zgonów – kilkunastu zakażonych. Aktualnie nasz kraj plasuje się pod tym względem powyżej 110. pozycji na świecie, podczas gdy jeszcze w lipcu br. zajmowaliśmy 170. miejsce. Wzrasta też miejsce Polski pod względem liczby zgonów na 1 mln ludności (ndpms), ale wciąż jest odległe – zajmujemy powyżej 115. miejsca w grupie analizowanych krajów (por. Rysunek 16).

Rysunek 16 Nowe zachorowania i nowe zgony na COVID-19 na milion mieszkańców – pozycja Polski

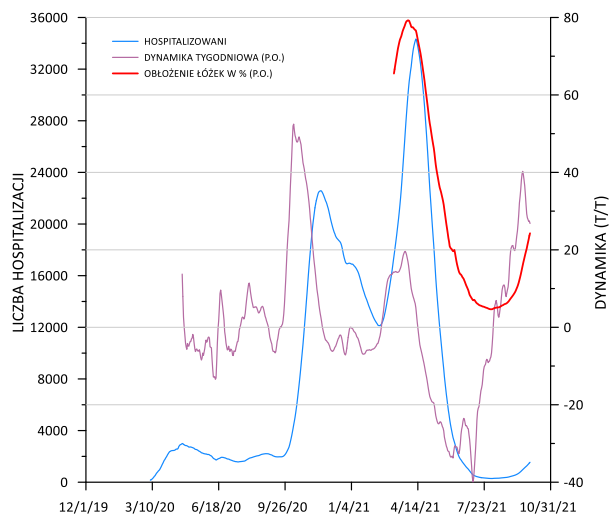


Źródło: Obliczenia własne na podstawie <https://ourworldindata.org/coronavirus>.

Radykalnej poprawie uległy krytyczne wskaźniki – z punktu widzenia łagodzenia/zaostżenia polityki antypandemicznej – współczynniki zajętości łóżek szpitalnych, w tym respiratorowych. Przypomnijmy (RŁ132020), że ryzyko przekroczenia bariery wydolności opieki medycznej jest głównym czynnikiem decydującym o natężeniu i zakresie polityki zamykania gospodarki (lockdown). Aktualna sytuacja epidemiczna, w tym m.in. wspomniana umiarkowana liczba zakażeń i wysoki współczynnik wolnych łóżek (zajętość poniżej 25% łóżek covidowych), nie sygnalizuje ryzyka przeciążenia systemu opieki zdrowotnej w najbliższym czasie i szybkiego powrotu dużych obostrzeń.

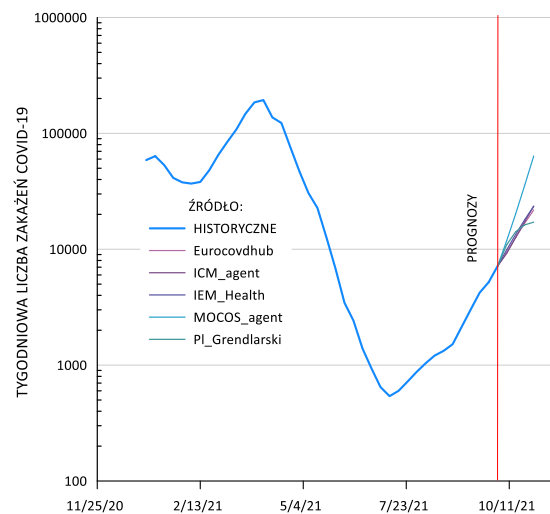
Prospektywna ocena sytuacji pandemicznej jest jednak trudna. Z jednej strony prognozy modelowe obciążone są dość znacznym rozrzutem i zazwyczaj trudno je konstruować na dłuższy okres prognostyczny niż 1-2 miesiące. Generalnie pokazują one duży wzrost zakażeń, sięgający nawet 30-20 tys. przypadków w końcu października. Należy bowiem pamiętać, że w Polsce wciąż jest wysoki, mimo lekkiego postępu, ale znacznie malejącego, odsetek osób niezaszczepionych. Obecnie zaszczepionych dwoma dawkami jest nieco ponad ½ populacji. Biorąc pod uwagę odporność ozdrowieńców nie wydaje się, by immunizowanych było więcej niż ok. 60% populacji. Przyjmując wyższą zakaźność nowych odmian COVID-19, w tym wariantu 1.1.7 (odmiana indyjska), można założyć, że  $R_0$  może się mieścić pomiędzy 4 a 5. Oznaczałoby to, że odporność populacyjną zapewniałoby zaszczepienie przynajmniej 75-80% społeczeństwa. W dodatku ten współczynnik wyszczepienia w Polsce jest niestety tylko wartością średnią. Sytuacja ta jest jednak bardzo zróżnicowana terytorialnie – najgorsza w powiatach na Ścianie Wschodniej. Względnie niski poziom zaszczepienia mamy też w starszych grupach wiekowych – szczególnie narażonych na powikłania pocovidowe.

Rysunek 17 Hospitalizowani z powodu COVID-19 w Polsce i bufor wolnych łóżek (dane wygładzone)



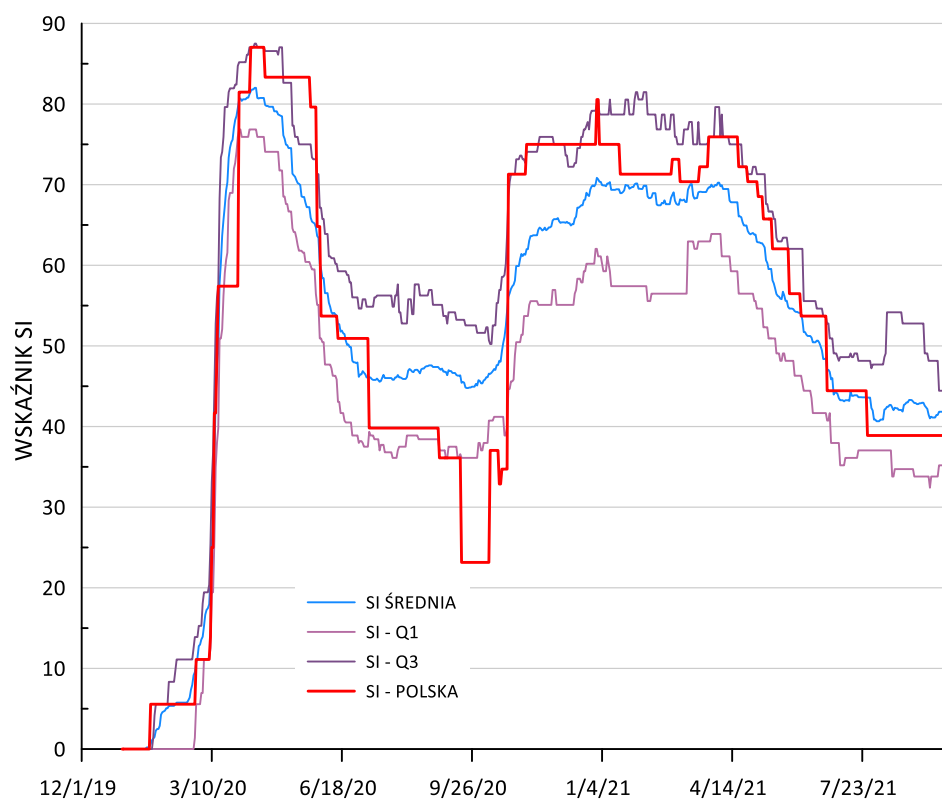
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ.

Rysunek 18 Prognozy tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce (skala logarytmiczna)



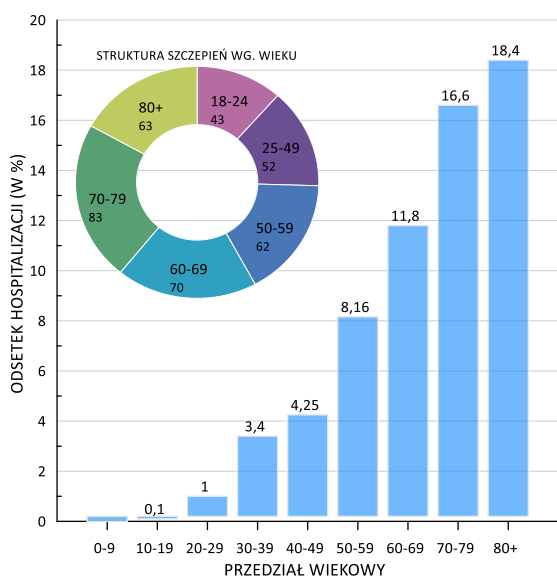
Źródło: Zestawienie na podstawie:  
<https://covid19forecasthub.eu>.

Rysunek 19 Indeks restrykcyjności polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE



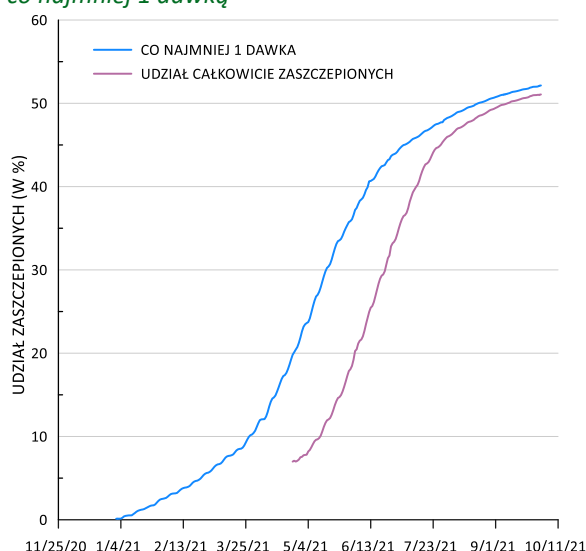
Źródło: [www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/oxford-covid-19-government-response-tracker](http://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/oxford-covid-19-government-response-tracker).

Rysunek 20 Odsetek hospitalizacji a wiek



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ, Verity R, Okell LC, Dorigatti I, et al. Estimates of the severity of coronavirus disease 2019: a model-based analysis. The Lancet Infectious Diseases, 2020.

Rysunek 21 Udział zaszczepionych na COVID-19 co najmniej 1 dawką



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ.

Mimo wyraźnych oznak materializacji w Polsce IV fali pandemii, zgodnie zresztą z przewidywaniami poprzedniej edycji *RŁ*, jej skutki biologiczne i ekonomiczne będą zapewne słabsze niż w przypadku poprzednich cykli. Pod względem konsekwencji *stricte* medycznych należy oczekiwać łagodniejszych efektów, przede wszystkim ze względu na pozytywne rezultaty programu szczepień. Oczywiście istnieje tu cały czas ryzyko powstania nowych odmian COVID-19, niewrażliwych na te szczepienia. Co do konsekwencji ekonomicznych, warto zwrócić uwagę zwłaszcza na dwie okoliczności. Przede wszystkim, poziom ograniczeń przeciwpandemicznych w Polsce jest obecnie stabilnie niski. Jeśli uda się uniknąć powszechnych zakażeń o wysokim współczynniku powikłań, ryzyko kolejnego globalnego lockdownu jest stosunkowo niskie. Po drugie, nie jest ono jednak pomijalne na szczeblu lokalnym – na obszarach o niskim współczynniku wyszczepienia. Oczywiście takie lokalne obostrzenia mogą też mieć pewne negatywne skutki dla całej gospodarki; także w sferze oczekiwań i nastrojów społecznych.

### 1.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI

W warunkach pandemii i we wczesnych fazach postpandemicznych, ze względu na realizowaną bardzo aktywną, i w wielu elementach dyskrejonalną, politykę publiczną, nakierowaną na przeciwdziałanie jej skutkom, prognozowanie wzrostu gospodarczego wciąż jest bardzo utrudnione. Podobnie jak w *RŁ13-2020*, wskazać tu można przynajmniej na trzy wciąż niezmiennie okoliczności:

- mimo wielu działań ochronnych, w szczególności masowych szczepień, IV fala zakażeń w okresie jesienno-zimowym w 2021 r. jest już faktem. Poziom wyszczepienia i tzw. odporności populacyjnej wciąż jest niedostateczny. W dodatku, obserwowane są nowe mutacje i warianty wirusa i nie jest jasne, jaka będzie skuteczność stosowanych szczepionek. Trudno natomiast przewidzieć, jakie obciążenie dla systemu ochrony zdrowia spowoduje ta fala. Biorąc pod uwagę doświadczenia

innych krajów (z lepiej jednak wyszczepioną populacją) – zapewne dużo mniejsze niż w przypadku III fali. Zmniejsza to ryzyko kolejnych lockdownów i ich koszty gospodarcze;

- wszystkie niemal gospodarki, mimo ponad 1,5 rocznego okresu pandemii, wciąż są bardzo silnie powiązane. Przebieg epidemii w różnych krajach i regionach świata jest jednak zróżnicowany i znajduje się często w odmiennej fazie; w szczególności w krajach biedniejszych znacznie mniejsza część populacji jest poddawana szczepieniom;
- szok COVID-19 zmienił i zmienia szereg związków korelacyjnych w gospodarce, na których stabilności oparte jest zazwyczaj prognozowanie; również preferencji konsumentów.

Oceniając prognozy warto też uważać na to, że zazwyczaj są one sporządzane w różnych momentach, a natura szoku COVID-19 i reakcje polityki gospodarczej powodują, że szybko zmieniają się okoliczności istotne dla tych prognoz.

*Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2021-22 (w % r/r)*

| ŹRÓDŁO PROGNOZY                                               | 2021 | 2022 |
|---------------------------------------------------------------|------|------|
| Narodowy Bank Polski – Projekcja                              | 4,1  | 5,4  |
| Narodowy Bank Polski – Ankieta Makroekonomiczna <sup>1/</sup> | 4,8  | 4,6  |
| MFW / World Economic Outlook                                  | 4,6  | 5,2  |
| Komisja Europejska                                            | 4,8  | 5,2  |
| EBOR                                                          | 5,0  | 4,8  |
| Wybrane polskie banki komercyjne (średnia)                    | 5,1  | 4,5  |
| Polski Instytut Ekonomiczny                                   | 4,4  | 4,8  |
| Bank Światowy                                                 | 3,8  | 4,5  |
| Fitch                                                         | 5,7  | 4,5  |
| Standard&Poor's                                               | 5,1  | 5,3  |
| Moody's                                                       | 4,5  | 5,4  |

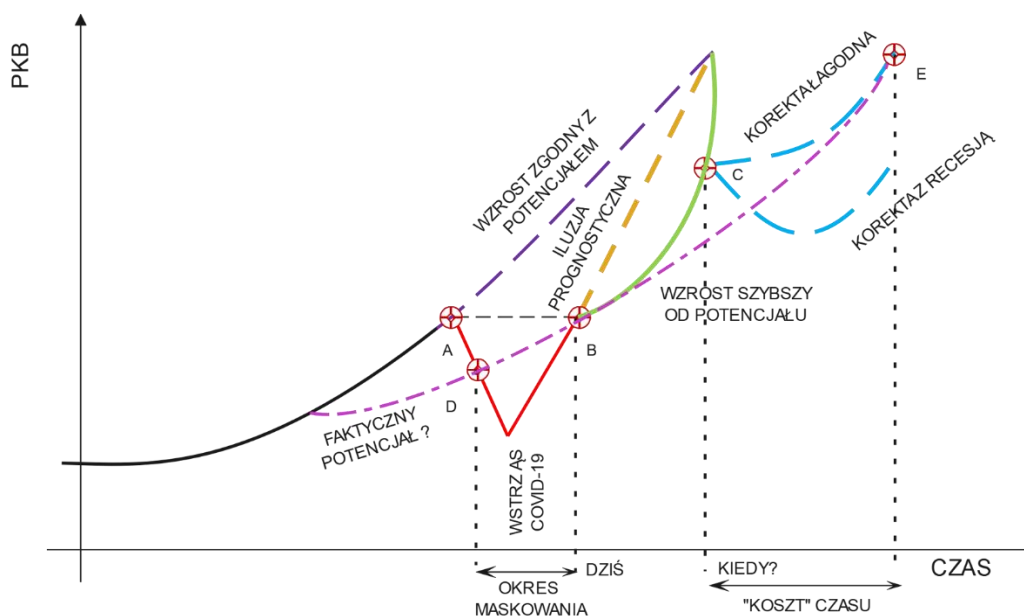
- 1/ Mediana
- Źródło: zestawienie na podstawie materiałów źródłowych, w tym stron agencji ratingowych. Kolor zielony – wzrost prognozy, czerwony – obniżenie.

Aktualne prognozy wzrostu PKB dla Polski na lata 2021-22, zwłaszcza sprzed września br., były najczęściej korygowane w górę. Zwrócić uwagę należy tu zwłaszcza na dwa elementy. Po pierwsze, relatywnie dobre krajowe dane za I półrocze 2021 r. pokazały, że w tym roku reakcja gospodarki na kolejny lockdown była znacznie słabsza niż na pierwsze działania o tym charakterze. Po drugie, pozytywnie na działania i oczekiwania przedsiębiorców wpływała perspektywa Krajowego Planu Odbudowy oraz ratyfikacja ustawy o zasobach własnych, otwierające perspektywę niemal 800 mld zł środków na działania sanacyjne po pandemii. W efekcie, przewidywano ok. 4-5% dynamikę PKB w tym roku oraz widocznie przewyższającą 4% – w przyszłym.

W tym kontekście warto też zwrócić szczególną uwagę na wewnętrzne prognozy PKB – z *Raportu Makro*. Reagują one na efekt bazy, implikując kształtowanie się dynamiki PKB w bieżącym roku w okolicach 6% r/r. Przewidują jednak jego zanikanie i spadek tej dynamiki do ok. 5% w 2022 r. i ok. 4,0% r/r. w pierwszej połowie 2023 r. Prognozy te charakteryzuje jednak duża niepewność, trafnie odzwierciedlająca niektóre jej przyczyny, materializujące się już obecnie. Wskazać tu można m.in. na niewiadome związane z wielkością środków i rozkładem w czasie transferów z UE w ramach Planu Odbudowy, a także widoczne w wielu obszarach napięcia podaży, wynikające tak z zaburzeń w globalnych łańcuchach produkcji, jak i krajowych niedoborów, spowodowanych bardzo wysoką dynamiką wzrostu w niektórych obszarach gospodarki.

Potencjalne wyzwania, stojące przed gospodarką w okresie postcovidowym przedstawia Schemat 1. Problemy te zresztą nie są specyficzne dla gospodarki Polski, a dotyczą wielu krajów, które z sukcesem wyszły z poprzedniej fazy pandemii.

*Schemat 1 Wzrost gospodarczy – potencjalne scenariusze*



Źródło: Opracowanie własne.

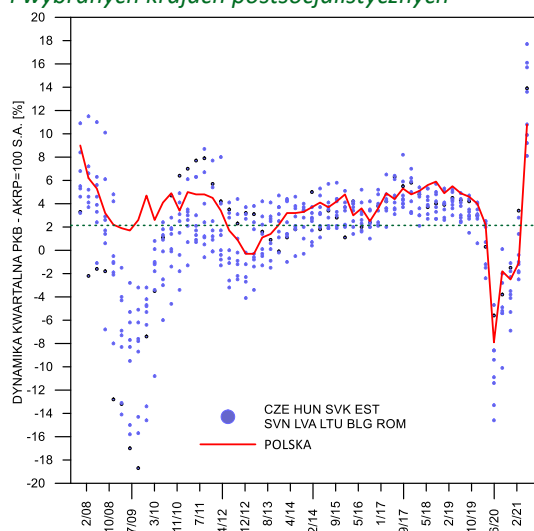
W początkowym okresie wstrząsu pandemicznego (punkt A) nastąpił gwałtowny spadek poziomu wielu zmiennych gospodarczych, w tym PKB. Ze względu na szeroko stosowane narzędzia wsparcia (tzw. tarcze antycovidowe) – tak w Polsce, jak i wielu innych krajach – a także dobrą sytuację polskiej gospodarki w okresie przedpandemicznym, proces jej odbudowy miał charakter V-kształtny (linia czerwona). W rezultacie wiele zmiennych makroekonomicznych jest obecnie na poziomie przedpandemicznym (punkt B), lub nawet wyższym. Bardzo szybkie tempo odbudowy zostało ekstrapolowane przez wiele podmiotów życia gospodarczego, przekładając się zarówno na sferę oczekiwań (niejednokrotnie „nad-optimistycznych”), jak i działań. Sytuacja ta spowodowała, że obecnie ścieżka wzrostu gospodarki znajduje się na linii zielonej – odcinkowo stromiej nachylonej od linii oznaczającej wzrost zgodny z potencjałem. Warto podkreślić, że w działalności gospodarczej często mamy do czynienia z taką sytuacją, gdyż liczne badania przedsiębiorców pokazują, że niejednokrotnie mają oni skłonność do decyzji ekstrapolujących dotychczasowe tendencje. W rezultacie, tempo odbudowy przekracza w różnych obszarach dynamiki wzrostu potencjału. W sytuacji post-lockdownowej rodzi to szczególne wyzwania. Przypomnijmy bowiem, że jednym z podstawowych mechanizmów dostosowawczych przedsiębiorstw do lockdownów są drastyczne cięcia kosztów i innych niekoniecznych wydatków – w tym szybkie ograniczenie produkcji, wielkości zapasów (tak surowców i materiałów, jak i produktów gotowych) oraz nakładów inwestycyjnych. W fazie szybkiego ożywienia te „poduszki” są więc często zbyt cienkie, co prowadzi do niedoborów tych czynników oraz trudności logistycznych, co nie tylko przekłada się na wzrost cen, ale w skrajnych sytuacjach na drastyczne braki niektórych środków produkcji i konieczność ograniczenia jej skali. Taka korekta pojawia się w punkcie C, a sygnalizowane osłabienia części danych miesięcznych mogą wskazywać, że gospodarka już się w nim znajduje, lub przynajmniej szybko się do niego przybliża.

Kwestią otwartą jest to, czy korekta będzie łagodna (krzywa CE), czy z recesją. Powstaje też pytanie, czy faktyczna ścieżka potencjału nie jest niższa (linia DBE). Duże problemy energetyczne, surowcowe i transportowe (logistyczne) w gospodarce światowej mogą wspierać to przypuszczenie.

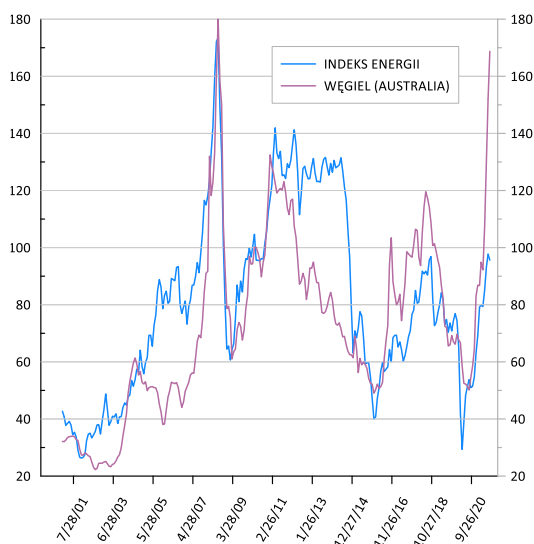
#### 1.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Prognozy stanu gospodarki światowej nadal obarczone są znaczną – aczkolwiek wyraźnie poniżej maksimum historycznego – niepewnością, zaś oceny poszczególnych instytucji – wciąż często modyfikowane. Niepewność ta w mniejszym stopniu przełała się też na rynki finansowe. Pamiętając o powyższych uwarunkowaniach należy podkreślić, że główne ośrodki prognostyczne przewidują relatywnie dobrą kondycję ekonomiczną, tak gospodarki globalnej, jak i poszczególnych krajów w horyzoncie najbliższych dwóch lat, a rewizje ścieżek były na ogół pozytywne.

Rysunek 22 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



Rysunek 23 Indeks cen energii i ceny węgla



Źródło: zestawienie na podstawie danych OECD, Bank Światowy.

Tabela 2 Wybrane prognozy dynamiki PKB w gospodarce światowej – lata 2021-22/3 (w % r/r)

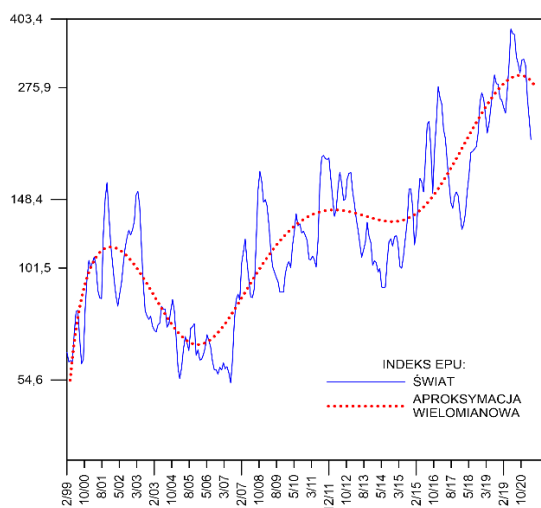
| ŹRÓDŁO        | OBSZAR      | 2020E | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Bank Światowy | Świat       | -3,5  | 5,6   | 4,3   | 3,1   |
|               | Strefa Euro | -6,6  | 4,2   | 4,4   | 2,4   |
|               | USA         | -3,5  | 6,8   | 4,2   | 2,3   |
| IMF           | Świat       | -3,3  | 6,0   | 4,4   |       |
|               | Strefa Euro | -6,6  | 4,4   | 4,3   |       |
|               | Niemcy      | -4,9  | 3,6   | 4,1   |       |
|               | USA         | -3,5  | 7,0   | 4,9   | 1,9   |
| OECD          | Świat       | -3,5  | 5,8   | 4,4   |       |
|               | Strefa Euro | -6,7  | 4,3   | 4,4   |       |
|               | Niemcy      | -5,1  | 3,3   | 4,4   |       |
|               | USA         | -3,5  | 6,9   | 3,6   |       |

Źródło: Zestawienie własne na podstawie danych Banku Światowego, IMF, OECD. Kolor zielony oznacza podniesienie prognozy w stosunku do poprzedniej, czerwony – obniżenie.

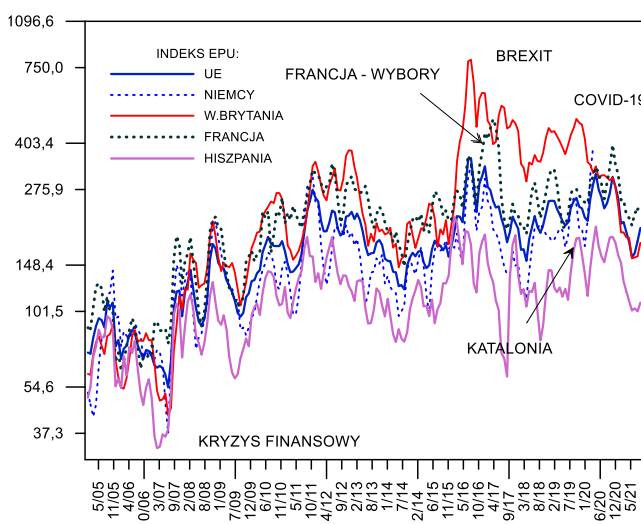


Bardzo pozytywnym prognozom dla gospodarki światowej nie towarzyszą już tak korzystne odczyty danych o wyższych częstościach, jak w poprzedniej edycji *RŁ*. Rekordowy PMI dla strefy euro znacząco spadł. Pojawiają się negatywne sygnały z gospodarki Niemiec – spadki indeksów ZEW i IFO. Głównymi źródłami niepewności są tu z jednej strony ryzyka związane z dalszym przebiegiem pandemii COVID-19, z drugiej – wyraźne symptomy istotnych ograniczeń podaży i silny wzrost cen wielu surowców i materiałów (Rysunek 23). Stan otoczenia gospodarczego generalnie sprzyjać będzie odbudowie kondycji polskiej gospodarki, ale jednak w mniejszym stopniu niż dotychczas.

Rysunek 24 Wskaźnik EPU – Świat

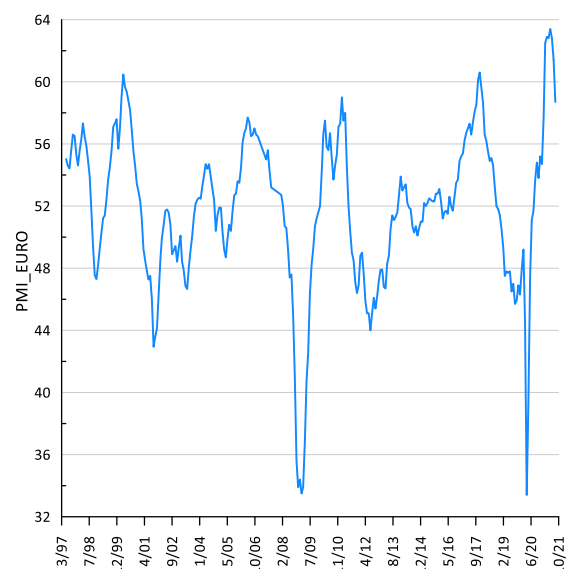


Rysunek 25 Wskaźnik EPU – Europa

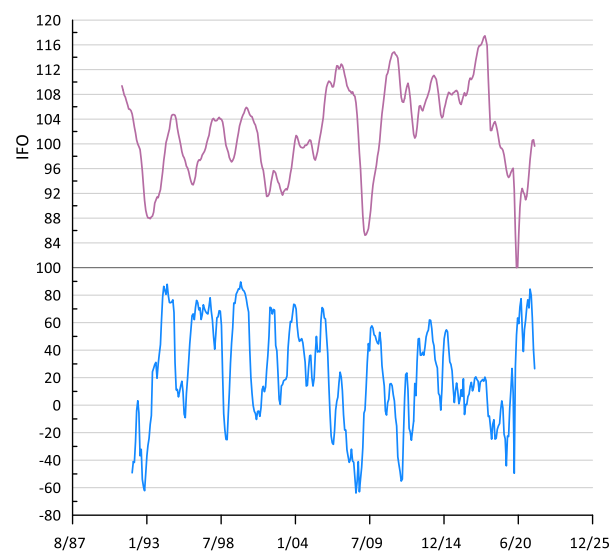


Źródło: zestawienie na podstawie danych EPU.

Rysunek 26 PMI – Strefa Euro



Rysunek 27 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO



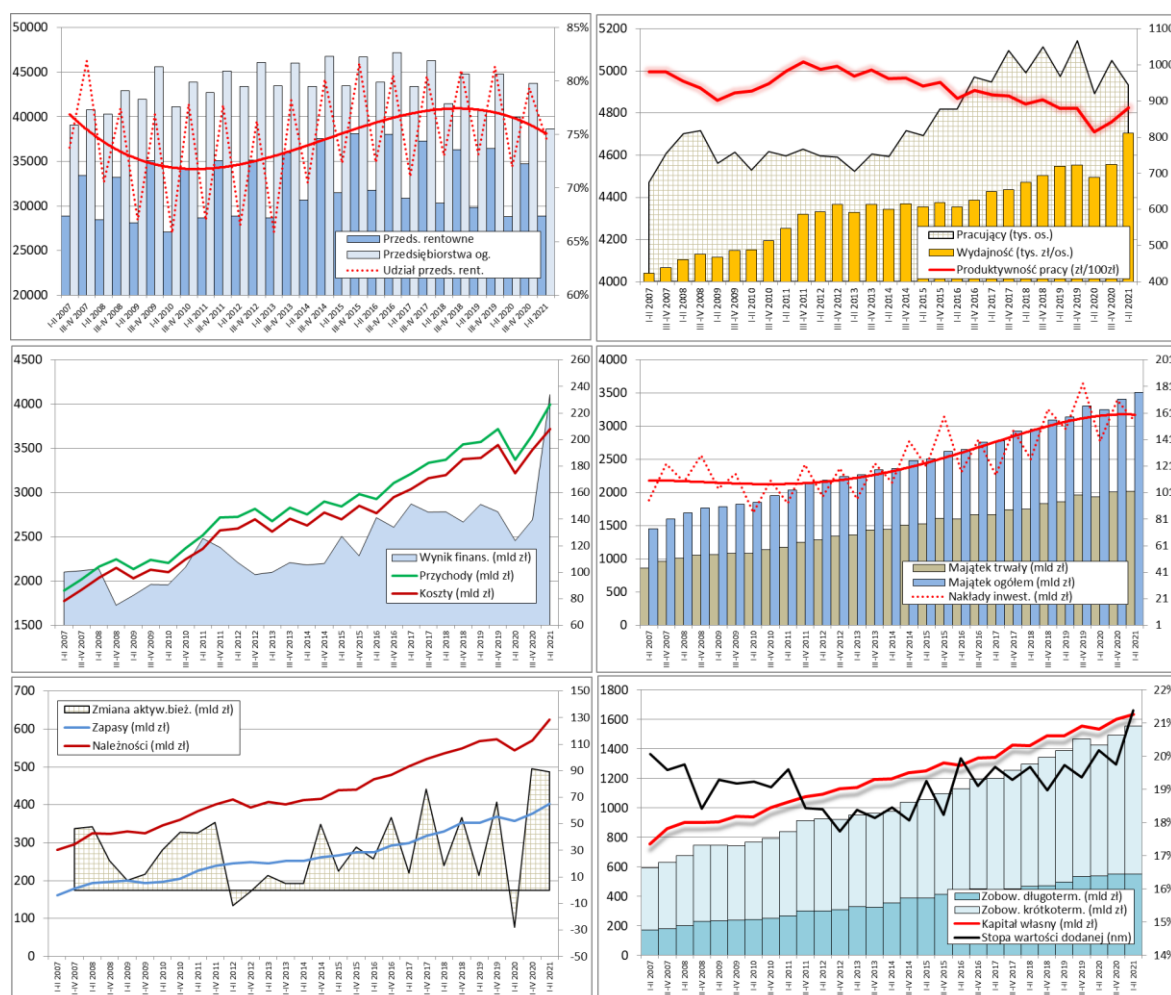
Źródło: zestawienie własne na podstawie danych IHS Markit, IFO, ZEW.

## 1.5 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Tłem i przyczyną kształtowania się wartości miary stopnia zagrożenia w ujęciu modelowym, jest ogólna sytuacja finansowa i ekonomiczna przedsiębiorstw oraz jej zmiany. Krótko charakteryzując ten rozległy obszar wskazać można kluczowe ustalenia dotyczące całej zbiorowości przedsiębiorstw.

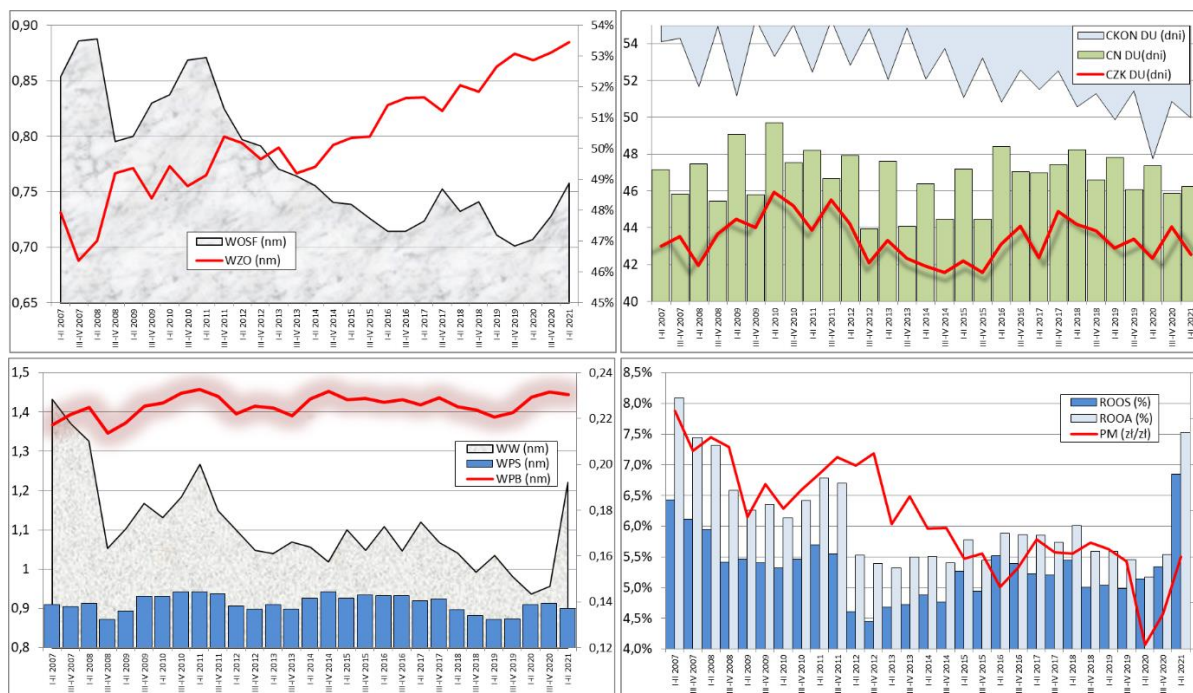
Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Długoterminowo malejąca produktywność pracy wzrosła w ostatnim okresie, a wobec średniookresowej stagnacji, krótkoterminowo i spektakularnie powiększyło się pole wyniku finansowego. Przyrasta majątek ogółem, a w ostatnim okresie wolniej majątek trwały, przy pewnej odbudowie dynamiki nakładów inwestycyjnych. Wzrost przychodów pociąga za sobą obecnie wyższy wzrost należności niż zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przyrasta równomiernie, a średnioterminowy wzrost stopy wartości dodanej znacznie w ostatnim okresie przyspieszył.

Rysunek 28 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)



Źródło: Raport Mikro.

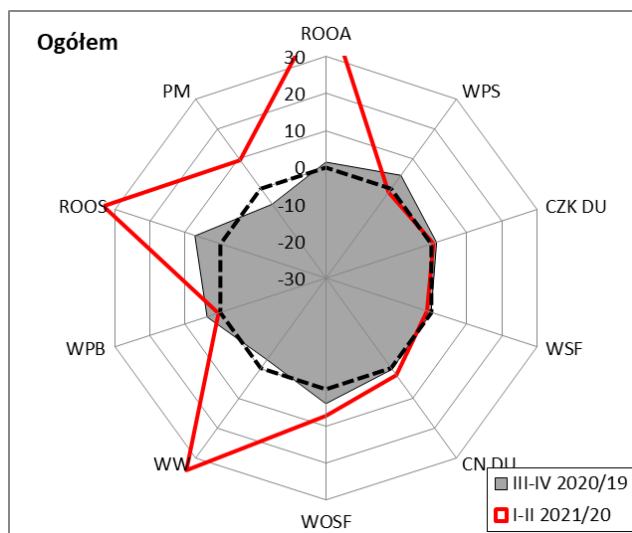
Rysunek 29 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)



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 30 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw ogółem w I p. 2021/2020 r. oraz II p. 2020/2019 r. (w %, r/r)



WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (struktury majątkowo-kapitałowej); WPS – 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). Pola zaznaczone – wyniki kwartalne. Wskaźniki ujęte jako stymulanty (CN DU w razach). Indeks tempa zmian dla analogicznych okresów, tj.: II p. 2020/2019 r. (linia czerwona) oraz I p. 2020/2019 r. (pole szare). Punktem odniesienia jest dziesięciokąt rozpięty na zerowych wartościach tempa zmian (linia czarna przerywana).

Źródło: Raport Mikro.

Średnioterminowo struktura majątkowo-kapitałowa jest zasadniczo stabilna, przy długoterminowym wzroście zadłużenia ogółem. Na tle malejącej długości cyklu należności, malała także długość cyklu zobowiązań, a cykl kapitału obrotowego netto uległ wydłużeniu przez wpływ cyklu zapasów. Płynność bieżąca i szybka w niewielkim stopniu wzrosły w ostatnim okresie, natomiast gwałtownie wzrosła wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów wykazała spektakularne wzrosty, wzrosła także produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) w ramach długoterminowego trendu spadkowego (por. Rysunek 28).

W efekcie, krótkoterminowo odnotowano znaczny wzrost w I p. 2021/2020 wartości miary PD o +111,2% względem II p. 2020/2019. Poprawa dotyczyła zwłaszcza rentowności operacyjnej aktywów i sprzedaży, wypłacalności, a w mniejszym stopniu produktywności i struktury majątkowo-kapitałowej (WOSF). Pogorszenie w niewielkim stopniu dotyczyło tylko płynności szybkiej oraz samofinansowania – Rysunek 30. Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio także krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych.

Wyraźnie kierunek poprawy wartości kluczowych wskaźników finansowych dotyczył usług, a dalej produkcji i handlu. W ujęciu klas wielkości, kierunek poprawy sytuacji w II p. 2021 r. zaznaczył się wyraźnie w przedsiębiorstwach małych, natomiast w średnich i dużych w II kw. 2021 r. poprawa sytuacji także postępowała, ale była mniej intensywna niż w I kw. 2021 r.<sup>12</sup>

Bardziej szczegółowa analiza pokazuje, że w przedsiębiorstwach produkcyjnych kierunek zmian wskazywał na wzrosty wartości większości wskaźników finansowych, zwłaszcza w sposób ponadproporcjonalny rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz wypłacalności (nieforemny kształt dziesięciokąta). Tym samym, znacząco wzrosła miara PD w I p. 2021/2020 względem II p. 2020/2019, tj. o +75,1%. Spadki dotknęły płynności bieżącej i szybkiej oraz wskaźnika samofinansowania. Przedsiębiorstwa handlowe także poprawiły w sposób ponadproporcjonalny rentowność operacyjną sprzedaży i aktywów oraz wypłacalność, a miara PD wzrosła w tych przedsiębiorstwach w I p. 2021/2020 o 69,5% względem II p. 2020/2019. Najkorzystniej ułożył się obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw usługowych, bowiem miara PD przyrosła w I p. 2021/2020 w stosunku do II p. 2020/2019 o +287,6% (względem punktu zerowego zmalała o +194,4%). Nie wystąpiły tu żadne negatywne zmiany w przypadku każdego z analizowanych wskaźników finansowych, a ponadproporcjonalny wzrost dotyczył rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz wypłacalności.

---

<sup>12</sup> *Vide: II. Szczegółowe wyniki z badań w obszarze mikroekonomicznym.*

## 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 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.

Przedmiotem analiz są kwartalne szeregi czasowe dynamiki realnego PKB, nakładów brutto na środki trwałe, popyt krajowy i spożycia gospodarstw domowych. Szereg dostępnych obserwacji obejmuje okres od I kwartału 2004 r. do II kwartału 2021 r., to jest 70 obserwacji. Ocenę trendów rozwojowych w skali makro uzupełniają prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, wyznaczone na podstawie danych miesięcznych. Ostatnie wartości w szeregach danych dotyczą lipca 2021 r., zaś prognoza wykonana jest na dwanaście miesięcy, to jest od sierpnia 2021 do lipca 2022 r.

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

Rysunek 31 (górny panel) ilustruje prognozę dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskaną na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Ścieżka centralna prognozy wskazuje na wzrost wielkości produkcji niemal w całym horyzoncie prognozy, jednak silne odbicie obserwowane wiosną 2021 r. nie będzie kontynuowane. Do lutego 2022 r. dynamika produkcji będzie utrzymywać się na solidnych wartościach większych od 15% r/r. Od marca 2022 r. należy się spodziewać wyhamowania tempa wzrostu produkcji i spadek produkcji, przypadający na maj 2022 r. Kolejne miesiące prognozy, to znaczy czerwiec i lipiec, będą charakteryzowane przez możliwe odbicie, jednak o trudnej do przewidzenia skali. Nowe obserwacje z czerwca i lipca nie zmieniły jakościowo prognozy, jedynie przesuwały ścieżkę centralną w kierunku niższych dynamik, niż przewidywano w poprzedniej edycji raportu.

Zgodnie z szacunkami prawdopodobieństw<sup>13</sup> spadki produkcji są wykluczone do marca 2022 r., po czym gwałtownie wzrastają szanse na negatywny scenariusz i kurczenie się produkcji w kolejnych miesiącach. Prawdopodobieństwo spadku produkcji jest największe w maju 2022 r. i wynosi 0,61. Wyhamowanie, o którym mowa oraz możliwy scenariusz spadku ma charakter krótkotrwały i będzie po części efektem odłożonych w czasie efektów wysokiej bazy produkcji z wiosny bieżącego roku.

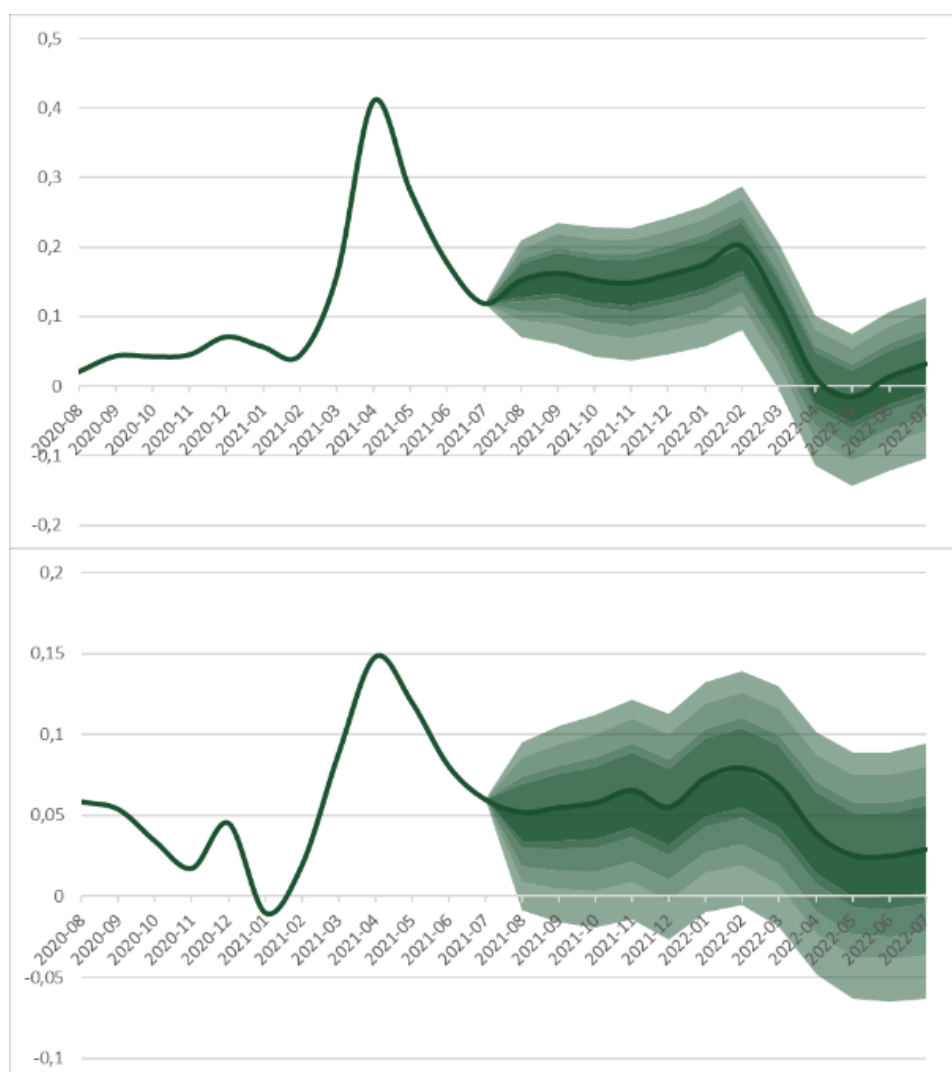
W przypadku sprzedaży detalicznej w całym horyzoncie prognozy należy spodziewać się wzrostu, jednak o słabnącej dynamice. Najsilniejszy, bo około siedmioprocentowy wzrost sprzedaży powinien nastąpić na przełomie lat 2021 i 2022. Od marca 2022 r. spodziewać się należy silnego spowolnienia –

---

<sup>13</sup> Por. tabela 2.11 – *Raport Makro*.

do około 2% r/r z wysokim prawdopodobieństwem spadku sprzedaży utrzymującym się do końca horyzontu prognozy. Nowe obserwacje bardzo zmodyfikowały zarówno przebieg ścieżek centralnych jak i rozproszenie wykresu wachlarzowego. Obecnie mamy do czynienia ze ścieżką centralną bez wyraźnych cech monotoniczności, z dużą niepewnością co do kształtowania się sprzedaży w przyszłym roku. Szanse na spadek w handlu są bardzo niskie do lutego 2022 r. i potem rosną, osiągając najwyższą wartość w maju i czerwcu 2022 r. Jest to efekt bardzo zbliżony do opisanego powyżej ryzyka spadku produkcji wiosną 2022 r. Podobnie też jak w przypadku produkcji scenariusz spadku wielkości sprzedaży ma charakter krótkotrwały i będzie po części efektem wysokiej bazy z bieżącego roku. To co odróżnia produkcję od handlu to wartość prawdopodobieństwa, która w przypadku sprzedaży detalicznej nie przekracza 0,26.

*Rysunek 31 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r; dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel)*

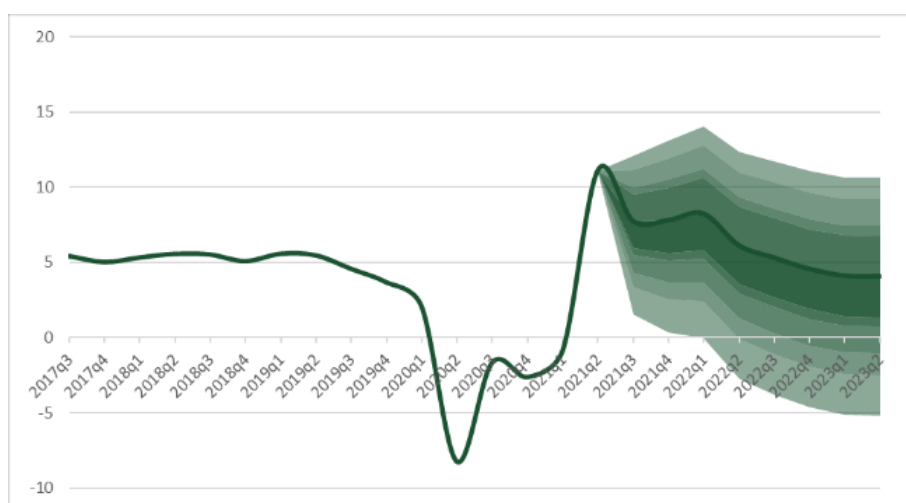


Źródło: Raport Makro. Na wykresach zaprezentowano krańce przedziałów ufności odpowiednio 0,99; 0,95; 0,8; 0,5.

### 2.3 KRÓTKOOKRESOWA CYKLICZNA PROGNOZA PKB

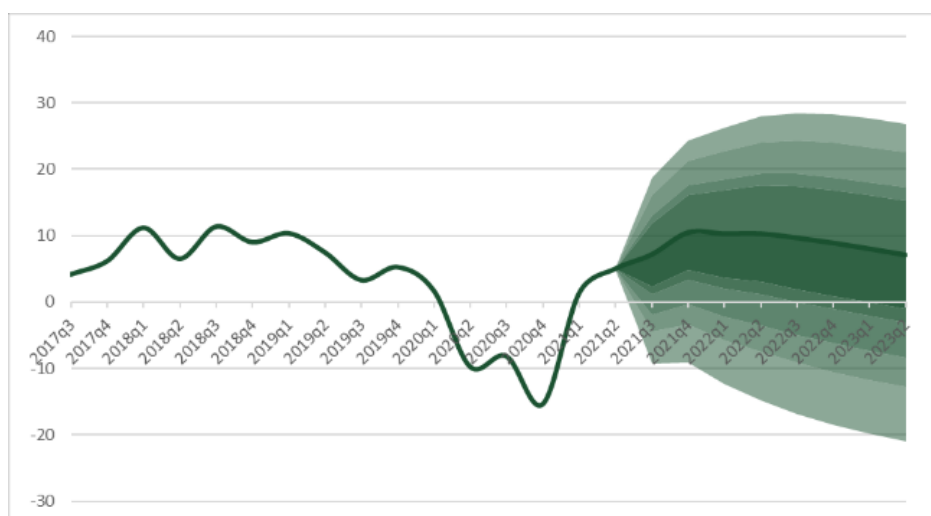
Rysunek 32 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów. Nakreślony w niniejszej wersji raportu scenariusz makroekonomiczny jest nadal optymistyczny ze względu na dobre dane makroekonomiczne z II kwartału 2021 r. Wzrost gospodarczy powoli powraca do tempa sprzed pandemii i po okresie silnych wahań należy spodziewać się odczytów wzrostu bardziej umiarkowanych. W poprzedniej edycji raportu zaznaczono, że prognozy zbudowane zwłaszcza na kolejny kwartał należy przyjmować z dużą ostrożnością, ze względu na możliwość wystąpienia efektu bazy, to znaczy niskiej wartości PKB w analogicznym kwartale ubiegłego roku. Dane makroekonomiczne zaobserwowane w kolejnych dwóch kwartałach 2021 r. mogły z tego powodu podlegać silnym wahaniom, które nie mają bezpośrednio związku z procesami zachodzącymi w gospodarce, natomiast mającymi swe źródło w efektach obliczeniowych. Tak też się stało, stąd nowe obserwacje zasadniczo zmieniły ścieżki centralne prognoz.

*Rysunek 32 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r.*



Źródło: Raport Makro.

*Rysunek 33 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r.*

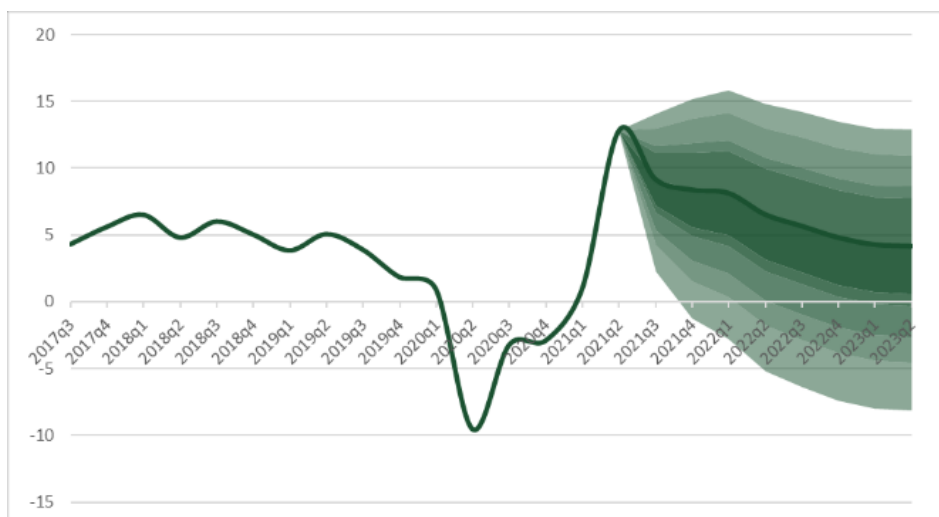


Źródło: Raport Makro.



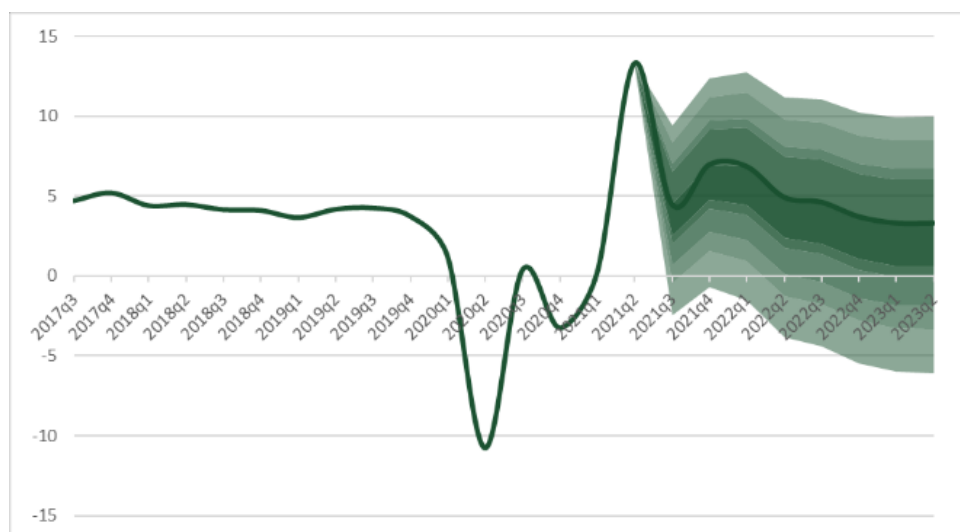
Obecnie scenariusz makroekonomiczny wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w III kwartale 2021 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 7,72%), przy dodatnim wkładzie inwestycji, silnym nadal wzroście popytu krajowego oraz spożycia gospodarstw domowych. Podobnie jak w poprzedniej edycji raportu stwierdzamy, że czynnikami realnymi, które będą napędzać wzrost od drugiej połowy 2021 r. jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych. Dodatni i silny wkład inwestycji podwyższa prognozy punktowe w II i III kwartale 2021 r. w porównaniu z projekcją z II raportu. Z wysokich, przekraczających wartość 7% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB stabilizuje się w 2022 r. na poziomie około 4% r/r, wskazując na odbudowę i powrót na ścieżkę dynamicznej ekspansji polskiej gospodarki w 2017 r. W tym aspekcie obecna prognoza jest zgodna ze scenariuszem z poprzedniej edycji raportu. W okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r. W celu właściwego przewidywania okresów spowolnień lub ożywienia konieczne będzie w kolejnych edycjach raportu włączenie komponentu cyklicznego do zbudowanego modelu.

*Rysunek 34 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r.*



Źródło: *Raport Makro*. Na wykresach zaprezentowano krańce przedziałów ufności odpowiednio 0,99; 0,95; 0,8; 0,5.

*Rysunek 35 Spożycie gospodarstw domowych – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r.*



Źródło: *Raport Makro*. Na wykresach zaprezentowano krańce przedziałów ufności odpowiednio 0,99; 0,95; 0,8; 0,5.



Dane z drugiego kwartału 2021 r. zmieniły ścieżki centralne prognoz popytu krajowego i spożycia gospodarstw domowych. Obecnie nasze prognozy tych kategorii stabilizują się w II kwartale 2023 r. w okolicach wartości 4,16% r/r (popyt krajowy) i 3,31% r/r (spożycie gospodarstw domowych). Stabilizacja następuje po konsekwentnym wyhamowaniu tempa wzrostu tych kategorii w całym horyzoncie prognozy.

Silne rozproszenie wykresów wachlarzowych, na które zwrócono uwagę w poprzedniej edycji raportu, utrzymuje się też obecnie. Należy ten efekt interpretować jako występowanie dużej niepewności prognoz. Silne wahania wzrostu oraz jego zapaść w okresie pandemii mają nadal duży wpływ na dynamikę badanych szeregów czasowych – i jak wspomniano w poprzedniej edycji raportu – powoduje to niski poziom identyfikacji cech tej dynamiki przez pryzmat stosowanych dotychczas modeli. Słaba identyfikacja manifestuje się poprzez dużą niepewność estymacji parametrów oraz w konsekwencji silnym rozproszeniem prognoz. Dodatkowo model reaguje bardzo gwałtownie na nowe obserwacje, zmieniając scenariusz w kolejnych edycjach z silnego odbicia (*II Raport Makro*) na wyhamowanie (obecny raport). W konsekwencji, prognozy nie tylko charakteryzują się silnym rozproszeniem, ale dużą wrażliwością na nowe obserwacje. W ocenie autorów efekt ten będzie stopniowo wygasł, najpierw poprzez stabilizację prognoz i mniejszą wrażliwość ścieżek centralnych na nowe obserwacje, zaś w drugiej kolejności nastąpi zacieśnienie przedziałów prognoz *ex ante*.

Opisany scenariusz stabilnej i powolnej odbudowy będzie się realizował w sytuacji, gdy kurs EUR/PLN ulegnie w najbliższych czterech kwartałach umocnieniu do wartości około 4,15 w II kwartale 2022 r., po czym osłabieniu do wartości około 4,30 na końcu horyzontu prognozy. Prognozy stopy procentowej WIBOR3M wskazują na podwyższenie już w najbliższych kwartałach i stabilizację stawki WIBOR3M na poziomie około 1,3 od II kwartału 2022 r. Zaobserwowana w I kwartale 2021 r. ujemna dynamika r/r wielkości udzielonego kredytu podmiotom niefinansowym (-2,06% r/r) wskazywała na kontynuację trendu hamowania akcji kredytowej jaki można zaobserwować w ciągu ostatnich kilku kwartałów. Nie przewidujemy zagrożenia nadmierną akcją kredytową prowadzoną przez banki, raczej na powolne i stabilnie rosnące finansowanie przedsięwzięć sektora realnego.

*Tabela 3 Wartości ścieżek centralnych prognoz dla analizowanych dynamik zmiennych realnych oraz błędy ex ante*

|                                 | IIIQ2021 | IVQ2021 | IQ2022 | IIQ2022 | IIIQ2022 | IVQ2022 | IQ2023 | IIQ2023 |
|---------------------------------|----------|---------|--------|---------|----------|---------|--------|---------|
| Dynamika PKB                    | 7,7244   | 7,7917  | 8,2224 | 6,1159  | 5,2948   | 4,5498  | 4,0976 | 4,0561  |
|                                 | 2,66     | 3,21    | 3,55   | 3,80    | 3,90     | 3,95    | 3,97   | 3,99    |
| Nakłady brutto na<br>śr. trwałe | 7,1358   | 10,455  | 10,281 | 10,284  | 9,6622   | 8,8874  | 8,0127 | 7,0879  |
|                                 | 7,03     | 8,43    | 9,73   | 10,76   | 11,42    | 11,79   | 11,97  | 12,03   |
| Popyt krajowy                   | 9,1635   | 8,3739  | 8,1234 | 6,5319  | 5,6645   | 4,8001  | 4,2767 | 4,1596  |
|                                 | 2,97     | 4,14    | 4,70   | 5,04    | 5,19     | 5,25    | 5,28   | 5,29    |
| Spożycie gosp. dom.             | 4,4996   | 6,9619  | 6,8536 | 4,9269  | 4,6211   | 3,7135  | 3,311  | 3,309   |
|                                 | 3,00     | 3,30    | 3,59   | 3,78    | 3,89     | 3,96    | 4,01   | 4,04    |
| Indukowany popyt<br>zewnątrzny  | -1,697   | -0,805  | 1,0806 | 1,7982  | 2,4064   | 2,8573  | 3,0463 | 3,1405  |
|                                 | 0,9086   | 1,2749  | 2,6502 | 3,0613  | 3,4091   | 3,6276  | 3,7283 | 3,783   |

Źródło: Raport Makro.

Także w obecnej edycji *Raportu Makro* możliwa była ocena *ex post* prognoz – dla obserwacji kwartalnych i dla prognoz szeregów miesięcznych. Dane kwartalne pokazują, że model bardzo dobrze przewidział. Niedoszacowane okazały się: dynamika PKB, spożycie gospodarstw domowych, popyt krajowy oraz nakłady brutto na środki trwałe – ze względu na efekt bazy. Niedoszacowana była produkcja przemysłowa, a sprzedaż detaliczna mieściła się już w wachlarzu prognozy.

### III. UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – STAN AKTUALNY

#### 3.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

W części tej zostaną przedstawione podstawowe informacje dotyczące uwarunkowań i skali upadłości przedsiębiorstw w perspektywie historycznej. W kontekście przewidywania zagrożenia upadłością jest to ważne przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, doświadczenia międzynarodowe są jednym z indyktorów „klimatu” dla upadłości; ważnym szczególnie w okresie pandemii, która ze względu na interwencyjne działania wielu rządów nierzadko zniekształca obraz zjawiska. Po drugie, statystyki upadłości sądowych są wprawdzie dosyć niedoskonałym, ale jednak akceptowalnym, pod warunkiem systematycznej analizy tych danych, przybliżeniem faktycznej skali zjawiska w gospodarce. Wymiarom prowadzonej analizy stopnia zagrożenia przedsiębiorstw upadłością jest charakterystyka zakresu i struktury sądowych postępowań upadłościowych (SPU) w Polsce, prowadzonych z wykorzystaniem właściwych im unormowań formalno-prawnych. Wyróżniono w niej postępowania w celu likwidacji majątku (zakończenie działalności) oraz z możliwością zawarcia układu (kontynuacja działalności). Z wykorzystaniem odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU)<sup>14</sup> oraz regionalnego barometru upadłości (RBU)<sup>15</sup> dokonano analizy upadłości według województw. Sądowe postępowania upadłościowe analizowane były także pod względem formy prawno-organizacyjnej podmiotów w niej uczestniczących oraz w ujęciu rodzaju prowadzonej działalności, z wykorzystaniem miary OU oraz branżowego barometru upadłości (BBU).

#### 3.2 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE W POLSCE

Analiza zmian wartości sądowych postępowań upadłościowych wskazuje na silny wzrost jego wartości w II kw. 2021 r., co potwierdza wysoka wartość tempa zmian. Odnotowano znaczący wzrost liczby (r/r, z 251 do 591) postępowań upadłościowych w II kw. 2021 r., z czego aż 441 były to uproszczone postępowania restrukturyzacyjne, które wprowadzono na czas pandemii COVID-19. Udział tego typu postępowań zdominował udział w strukturze SPU i stanowił w II kw. 2020 r. aż 60,62%.

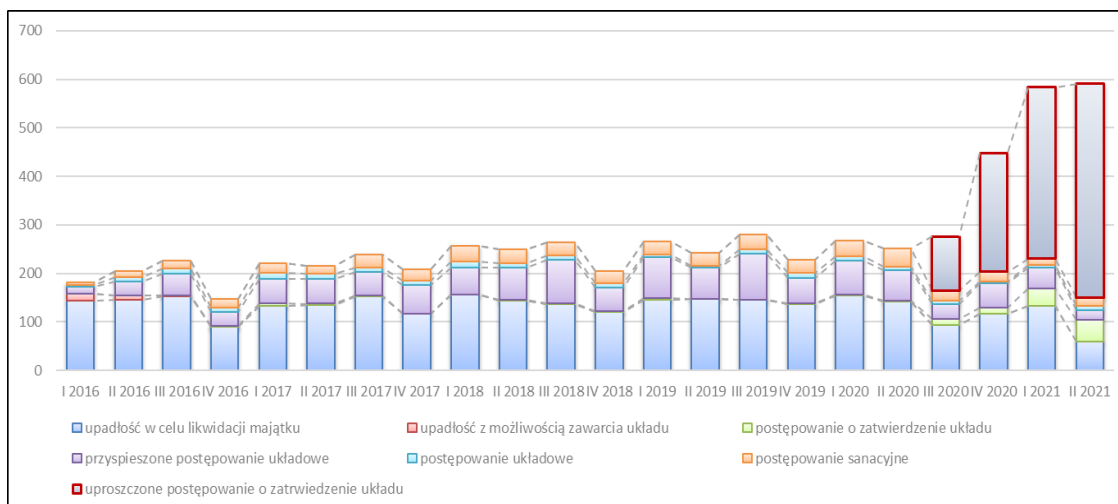
Znaczący wzrost r/r z 268 do 515 postępowań upadłościowych w I kw. 2021 r. spowodowany był turbulentną sytuacją rynkową wynikającą z ograniczeń panujących w związku z sytuacją pandemiczną i utrzymującą się od ponad 1,5 roku. Kolejna odsłona Tarczy Antykryzysowej ukazała zgodnie z ustawą z dnia 19 czerwca 2020 r. nowe postępowanie nazwane „uproszczonym postępowaniem o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19” i wprowadza do procedur insolwencyjnych pewne *novum* pod tytułem: „uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne”. Atrakcyjność tego typu postępowania daje się zaobserwować już w pierwszym kwartale funkcjonowania, gdzie dokonano 111 ogłoszeń, następnie w IV 2020 r. aż 245 i w I kw. 2021 r. aż 354 postępowania. Wprowadzenie uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego spowodowało znaczącą zmianę struktur postępowań wynikającą z dużego zainteresowania tą formą postępowania

<sup>14</sup> Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) – stanowi relację liczby przedsiębiorstw, wobec których ogłoszono postępowania upadłościowe, do liczby przedsiębiorstw ogółem w przeliczeniu na 10 000.

<sup>15</sup> Branżowy/regionalny barometr upadłości (BBU/RBU) – stanowi relatywną ocenę koncentracji przedsiębiorstw z wszczętym SPU w określonej grupie podmiotów względem liczby przedsiębiorstw ogółem, przynależących do analizowanej zbiorowości w gospodarce, w stosunku do wszystkich podmiotów funkcjonujących w gospodarce narodowej. Przyjmuje się, iż BBU/RBU przekraczający wartość 1 oznacza ponadprzeciętną koncentrację analizowanego zjawiska w danej grupie.

i w efekcie w III kw. 2020 r. stanowiły one już 40% wszystkich postępowań, a w IV kw. 2020 r. było to ponad 54%, w I kw. 2021 r. aż 54,7% i w II kw. – 60,6% (rys. 48). Ten typ postępowania został wprowadzony wraz z tarczą 4.0 i zgodnie z założeniami ustawodawcy będzie obowiązywać przez okres 12 miesięcy począwszy od 1 lipca 2020 r. W II kw. 2021 r. we wszystkich pozostałych rodzajach postępowań z wyjątkiem postępowań o zatwierdzenie układu (+43) odnotowano zmniejszenie ich liczby – Rysunek 36.

*Rysunek 36 Liczba upadłości ze względu na rodzaj postępowania w okresie I kw. 2016 r. – II kw. 2021 r.*



Źródło: Raport Mikro – na podstawie baz danych GUS, Pont Info w Warszawie i Coface Polska.

Analiza upadłości według rodzaju działalności gospodarczej wskazuje, że najwięcej sądowych postępowań upadłościowych w II kw. 2021 r. odnotowano w działalności usługowej (246), następnie w handlowej (125) i produkcyjnej (115). W II kw. 2021 r. zaobserwowano silny wzrost r/r liczby SPU we wszystkich rodzajach działalności. Analiza tempa zmian liczby sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw według rodzajów prowadzonej działalności potwierdza ich wysoki stopień zmienności (wzrostów) w usługach i handlu, wskazując na niekorzystną sytuację w tych branżach. W strukturze sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw w II kw. 2021 r. 37,27% to postępowania wszczynane wobec przedsiębiorstw usługowych, 18,94% wobec handlowych i 17,42% wobec produkcyjnych.

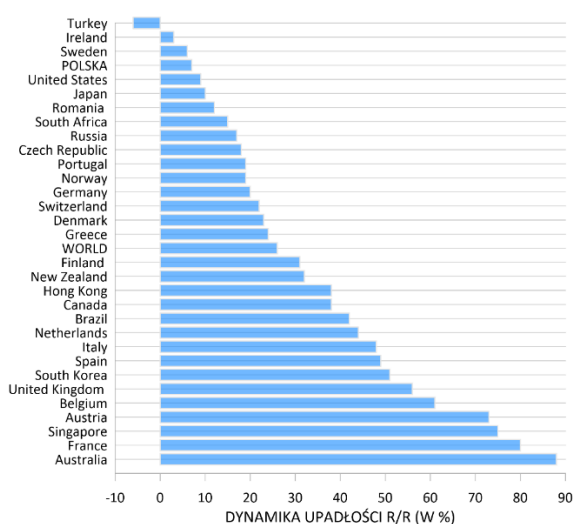
## UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Od ostatniego RŁ wciąż nie pojawiły się nowe globalne prognozy upadłości o charakterze zbiorczym na 2021 r. lub dalsze lata. Jedną z przyczyn tej sytuacji jest fakt, że wpływ pandemii COVID-19 na obraz upadłości, także w gospodarce światowej, okazał się paradoksalny – wbrew wcześniejszym przypuszczeniom skala zjawiska okazała się w wielu gospodarkach mniejsza od przewidywanej. Szereg czynników wywołanych pandemią zakłóciło ten obraz, ale choć ich pełna lista jest dosyć długa, zwrócić należy uwagę na kilka grup mechanizmów:

- wiele rządów podjęło i nadal podejmuje działania ratunkowo-naprawcze wobec firm, które nie tylko łagodzą skutki samej pandemii i wynikających z niej restrykcji, ale wspomagają też przedsiębiorstwa, które w zwykłych warunkach upadłyby. Wynika to często nie tylko z determinacji władz gospodarczych, ale także z naturalnych ograniczeń samych procedur przyznawania pomocy, w ramach których bardzo trudno rozróżnić jest „covidowe od naturalnych” przyczyny słabości określonych podmiotów;

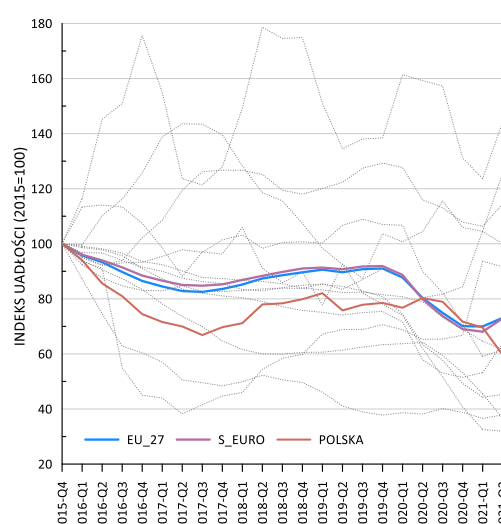
- zamknięte były sądy i inne instytucje decyzyjne i rejestrowe, a prawo upadłościowe było w części krajów zawieszane lub liberalizowane z korzyścią dla dłużników. Proces nadrabiania tych zaległości jest stopniowy, co może zaniżać faktyczną skalę zjawiska;
- pandemia trwa w wielu krajach stosunkowo krótko (ok. 1,5 roku), a statystyki upadłości zwykle są podawane z dużym opóźnieniem, nierzadko wynoszącym kilka kwartałów;
- obecnie obserwujemy w wielu krajach, zwłaszcza wyżej rozwiniętych, proces szybkiego i radykalnego łagodzenia restrykcji przeciwpandemicznych, co sprzyja poprawie sytuacji także w branżach bezpośrednio dotkniętych przez te działania;
- V-kształtne ożywienie w szeregu gospodarek spowodowało nadwyżkowy popyt na wielu rynkach oraz/lub wzrost cen produktów i usług, co „rozluźniło” ograniczenie budżetowe szeregu przedsiębiorstw; w tym takich, które wcześniej mogły być strukturalnie niewypłacalne

*Rysunek 37 Prognoza dynamiki upadłości w wybranych gospodarkach – dynamika r/r*



Źródło: 2021: A turn of the tide in insolvencies. Atradius Economic Research – March 2021.

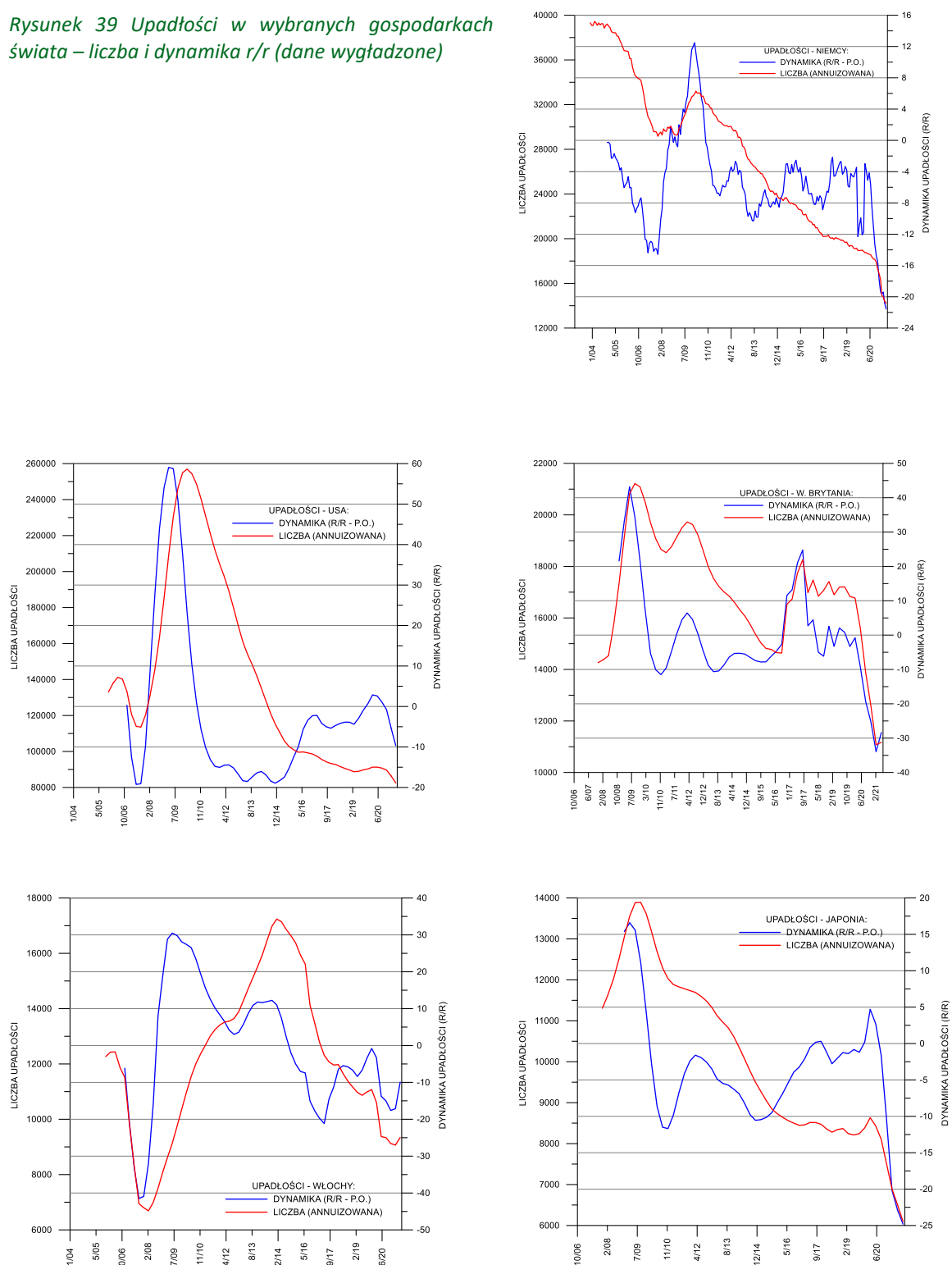
*Rysunek 38 Indeks upadłości w wybranych krajach europejskich – średnia ruchoma (4 kw.)*



Źródło: Eurostat – obliczenia własne.

Większość prognoz wskazywała na bardzo dotkliwe skutki pandemii dla kondycji sektora przedsiębiorstw, w tym na znaczny wzrost liczby upadłości. Doświadczenia 2020 r. generalnie nie potwierdziły tych przypuszczeń; przy czym spodziewano się, że zmniejszenie skali pomocy dla przedsiębiorstw spowoduje wyraźniejszy wzrost natężenia tego typu zdarzeń. W szczególności, dostępne w pierwszej połowie br. prognozy na cały 2021 r. przewidywały przyspieszenie zjawiska upadłości. Alianz prognozował w bieżącym roku wzrost upadłości przedsiębiorstw w skali globalnej aż o 35% r/r. Dla Polski oczekiwano tu widocznego, ale umiarkowanego wzrostu upadłości – o ok. 7% r/r. KUKĘ oceniał tę dynamikę wyżej – na 10-15%. Powstaje więc pytanie o faktyczne kształtowanie się zjawiska. Dane kwartalne (Rysunek 38) faktycznie wskazują na lekki wzrost upadłości w I połowie br. – w strefie euro i EU-27. W niektórych krajach zjawisko uległo też silnemu przyspieszeniu. Polskę charakteryzuje jednak trend spadkowy. Część krajów, dla których dysponujemy nowszymi danymi (za III kw. lub przynajmniej lipiec i sierpień br.) również odnotowuje wzrosty skali upadłości (Rysunek 39) w ostatnim czasie.

*Rysunek 39 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)*



Źródło: obliczenia własne na danych Trading Economics i danych krajowych Urzędów Statystycznych.

## 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 w I p. 2021 r. według rodzaju działalności, sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości, są podstawą wycofania ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw.

W I p. 2021 r. nastąpił spadek zagrożenia, zarówno w stosunku do poprzedniego półrocza (-21,9% o/o), jak i w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (-19,2% r/r). Stopień zagrożenia (143) znalazł się znacznie poniżej poziomu ostrzegawczego (160). Wartość tą tworzą wyniki oceny stopnia zagrożenia przedsiębiorstw: produkcyjnych – udział w ogółem 49,8%, usługowych – udział 32,6% i handlowych – udział 17,6%. Ostatnie dwa odczyty przerwały niekorzystną średniookresową tendencję wzrostu zagrożenia trwającą od I p. 2016 r.

Prognoza dla scenariusza neutralnego zakreśla krótkoterminową stabilizację zagrożenia na jego wyższym poziomie (153) niż ostatnia obserwacja, co wynika z wygaszenia efektu niskiej bazy właściwej odbiciu po minimum pandemicznym oraz pojawieniu się zagrożeń dynamiki wzrostu. Scenariusz pesymistyczny jest bliski neutralnemu (160-155) ze względu na znaczne zmniejszenie rozbratu między poziomami maksymalnymi i minimalnymi zagrożenia w ujęciu rodzajów działalności. Scenariusz optymistyczny, ze względu na mało prawdopodobne powtórzenie sekwencji i wielkości amplitudy wahań ostatnich okresów (*in plus* oraz *in minus*), nie znajduje warunków dla ziszczenia się<sup>16</sup>.

Empiryczną weryfikacją oceny zmian ogólnej kondycji analizowanych przedsiębiorstw wyrażonej miarą stopnia zagrożenia upadłością (MW), jest analiza porównawcza względem kształtowania się odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OPU)<sup>17</sup> – obie miary są wysoko skorelowane (współczynnik

---

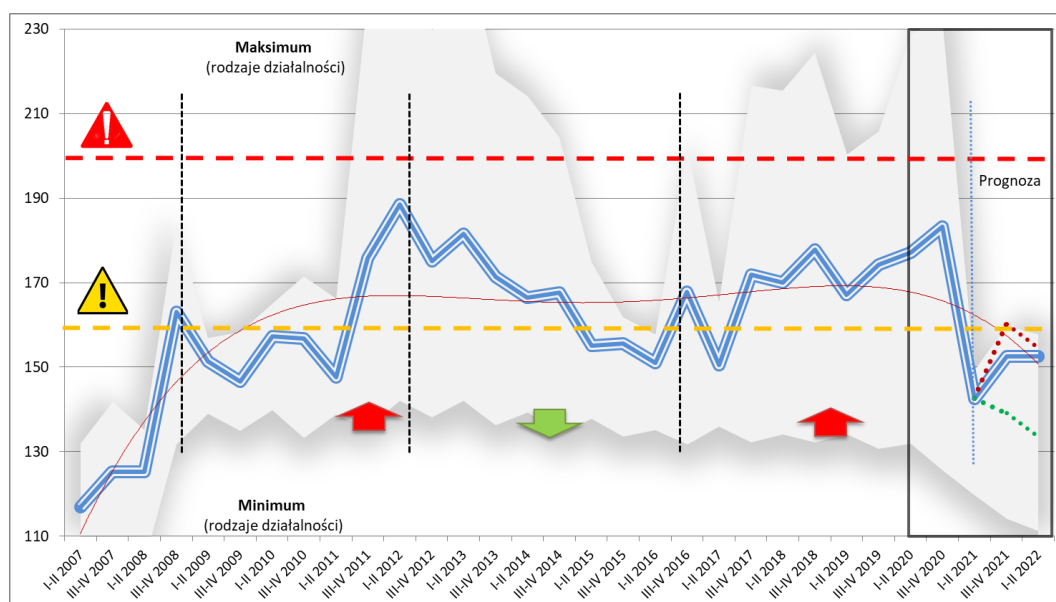
<sup>16</sup> Ponieważ prognozowane wartości opisują możliwy stan analizowanych przedsiębiorstw w perspektywie dwóch lat (roczna prognoza wartości czynników kształtujących MW jako prawdopodobieństwo zagrożenia upadłością w kolejnym rocznym horyzoncie czasu), stąd przy wzroście zmienności ich sytuacji oraz uwzględniając SWO (prognoza ostrzegawcza, krótkoterminowa), prognozy te należy uznać wyłącznie jako wskazujące ogólnie możliwy kierunek dalszych zmian MW.

<sup>17</sup> Oceny należy dokonywać z uwzględnieniem różnic w treści merytorycznej obu miar oraz czynników oddziałujących na każdą z nich.

korelacji liniowej  $r=0,69$ ), co badano dla szeregów czasowych do II p. 2020 r. ze względu na okresowe wprowadzenie uproszczonych postępowań restrukturyzacyjnych (ustawy antycovidowe, „Tarcza 4.0”) i ich skutki w postaci skokowego zmniejszenia liczby sądowych postępowań upadłościowych, także wynikające z warunków udzielania pomocy przedsiębiorstwom.

Generalnie, w I p. 2021 r. ocena bilansu zmian jest korzystna ze względu na znaczną przewagę tych korzystnych w ujęciu sekcji PKD. Dotyczy to w szczególności informacji i komunikacji (sekcja J), dostawy wody, gosp. ściekami i odpadami (sekcja E), przetwórstwa przemysłowego (sekcja C) oraz transportu i gosp. magazynowej (sekcja H). Znaczne pogorszenie sytuacji miało miejsce tylko w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (sekcja D).

*Rysunek 40 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.*



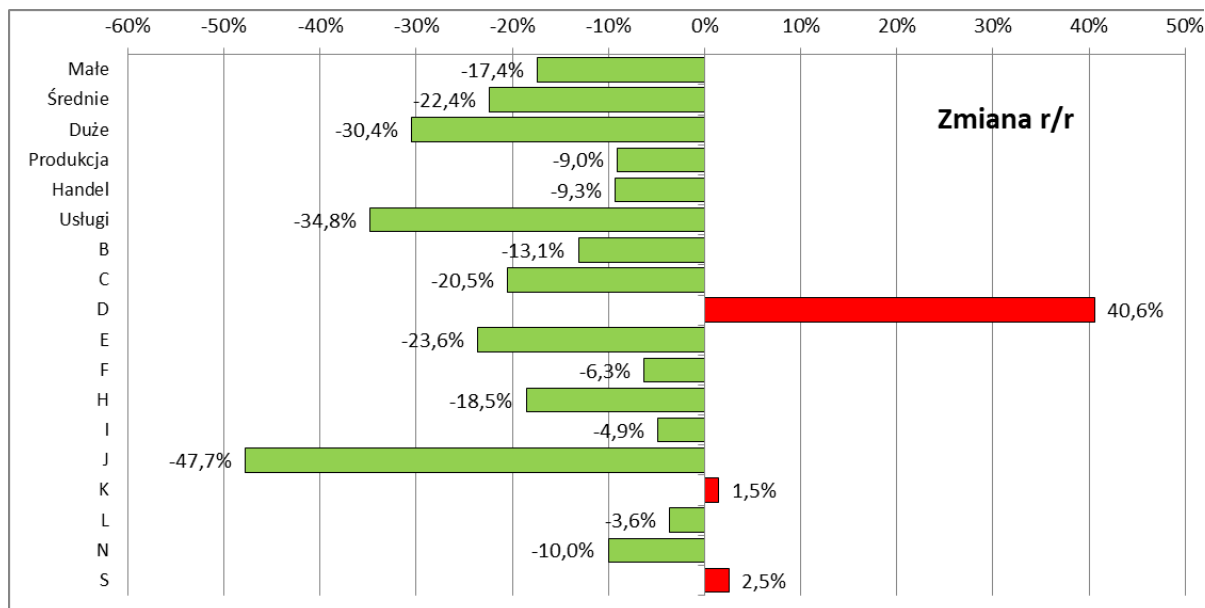
Uwagi: wartość „Ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym (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 sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) zmiany były generalnie pozytywne – na 12 analizowanych sekcji PKD w 9 miało miejsce w I p. 2021 r. spadek stopnia zagrożenia (r/r). Jego siła była znacząca, bowiem bilans zmian zdecydowanie przechyliła się w stronę spadku stopnia zagrożenia (-554 pkt) aniżeli wzrostu (+106 pkt). Największy wzrost zagrożenia miał miejsce w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (+40,6% r/r), a dalej już nieznaczny w pozostałej działalności usługowej (+2,5% r/r) oraz w finansach i ubezpieczeniach (+1,5% r/r). Największa poprawa sytuacji miała miejsce w informacji i komunikacji (-47,7% r/r) oraz w dostawie wody i gosp. ściekami (-23,6% r/r) oraz w przetwórstwie przemysłowym (-20,5% r/r).



Rysunek 41 Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w I p. 2021 r. (tempo w %, r/r)



Sekcje PKD (nazwy skrócone): B – górnictwo i wydobywanie, C – przetwórstwo przemysłowe, D – wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, E – dostawa wody, gosp. ściekami i odpadami, F – budownictwo, G – handel (sekcja tożsama z rodzajem działalności), H – transport i gospodarka magazynowa, I – zakwaterowanie i gastronomia, J – informacja i komunikacja, K – finanse i ubezpieczenia, L – obsługa rynku nieruchomości, N – administrowanie i dz. wspierająca, S – pozostała działalność usługowa.

Źródło: Raport Mikro.

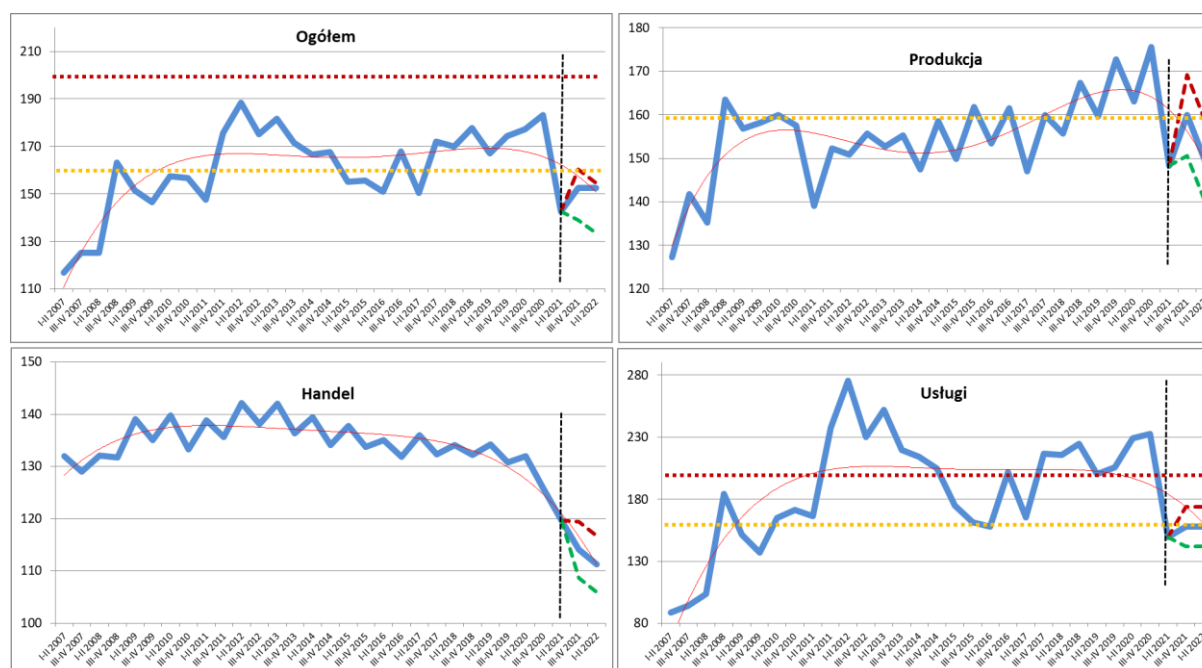
W działalności produkcyjnej widoczne było długookresowe pogorszenie nabierające na sile od II p. 2017 r. W I p. 2021 r. nastąpił spadek zagrożenia o -9,2% r/r, a jako wartość średnia roczna o -3,5% r/r. Prognoza dla scenariusza neutralnego zakłada względną stabilizację z wartością średnią roczną niższą o -4,5% r/r, natomiast scenariusz pesymistyczny przyjmuje wzrost zagrożenia o +1,2% (zanik niskiej bazy/zagrożenia rozwoju).

Działalność handlową charakteryzuje długoterminowa krzywa opadająca stopnia zagrożenia, z wartościami dalekimi od poziomu ostrzegawczego. W I p. 2021 r. nastąpił znaczny spadek stopnia zagrożenia (-9,1% r/r), a oczekiwany jego poziom w perspektywie roku może ulec obniżeniu jako wartość średnia roczna o -8,1% r/r dla scenariusza neutralnego. Scenariusz pesymistyczny może zatrzymać poprawę sytuacji i skierować odczyty na poziom bliższe sprzed pandemii.

W działalności usługowej silnie pozytywny odczyt w I p. 2021 r. (-34,9%) zerwał średniookresową tendencję wzrostu stopnia zagrożenia trwającego od II p. 2016 r., osiągając poziom poniżej ostrzegawczego. Prognoza zakłada w scenariuszu neutralnym względną stabilizację (spadek średniej rocznej o -17,4% r/r), jednak dla scenariusza pesymistycznego pogorszenie sytuacji i wzrost zagrożenia powyżej poziomu ostrzegawczego (średnia roczna 174) jest możliwe wobec wpływu czynników zaniku niskiej bazy oraz zagrożenia rozwoju.



*Rysunek 42 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r.) według klas wielkości*



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

Źródło: Raport Mikro.

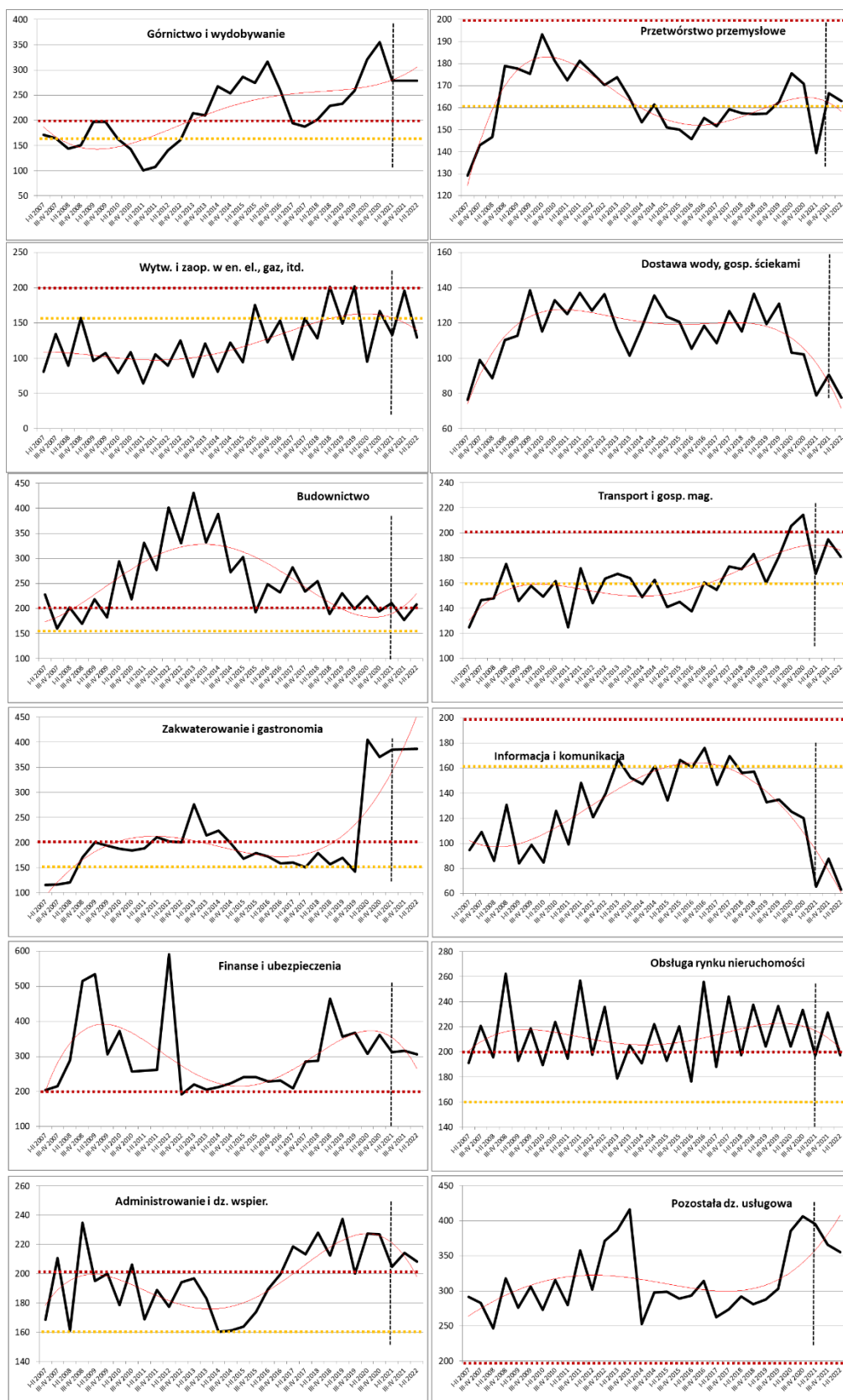
Spadek stopnia zagrożenia w I p. 2021 r. (o-19,2% r/r) był spowodowany korzystnym rozwojem sytuacji we wszystkich klasach wielkości przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwa małe odnotowały w tym okresie spadek zagrożenia (-17,5% r/r), a poprzedni odczyt był niekorzystny (+17,8% r/r). Poprawa sytuacji w ostatnich okresach była skokowa (przy spadku średniej rocznej o -0,5%), wpisując się jednak w długookresową tendencję spadkową stopnia zagrożenia. Prognoza zakłada krótkookresową stabilizację, z możliwym spadkiem wartości średniej rocznej zagrożenia (-2,1%).

Przedsiębiorstwa średnie wykazały spadek zagrożenia w I p. 2021 r. (-22,6% r/r, średni roczny -13,1%), przy poprzednim także korzystnym odczycie (-3,3% r/r). Kulminacja średniookresowej tendencji wzrostowej przypadła zatem na I p. 2020 r. Prognoza krótkookresowa zakłada obniżenie średniej wartości rocznej stopnia zagrożenia (-5,4%).

Przedsiębiorstwa duże w I p. 2021 r. odnotowały znaczny spadek stopnia zagrożenia (-30,1% r/r), poprzedni odczyt był niekorzystny (+6,8% r/r), a średnia roczna zmalała o -13,1%. Zmiany te przerwały długookresową tendencję wzrostu stopnia zagrożenia, a prognoza krótkookresowa zakłada zmniejszenie średniej rocznej (-9,8%).

Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r. według wybranych sekcji PKD (działów GN)



Źródło: Raport Mikro.

Kolejnym etapem analizy stopnia zagrożenia upadłością jest ujęcie regionalne. Na podstawie analizy stopnia zagrożenia w ujęciu regionalnym, przy uwzględnieniu wartości stopnia zagrożenia oraz tempa ich zmian stwierdzono, że szczególną uwagę należy zwrócić na województwa zachodniopomorskie, mazowieckie i śląskie dla przedsiębiorstw ogółem ze względu na wysoki stopień zagrożenia upadłością i dodatnią wartość tempa zmian w tych regionach. Dla działalności produkcyjnej takimi regionami były województwa dolnośląskie i śląskie, dla usług – łódzkie, zachodniopomorskie, świętokrzyskie, mazowieckie, kujawsko-pomorskie, podlaskie, śląskie i warmińsko-mazurskie, a dla handlu w żadnym województwie nie odnotowano wysokiego i ostrzegawczego poziomu zagrożenia, a tempo zmian kształtowało się na poziomie nie przekraczającym 2%. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że województwo zachodniopomorskie i dolnośląskie są najbardziej zagrożonymi województwami w każdym rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej.

*Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2020 r.*

| Województwo         | Ogółem | Stopień zagrożenia (MW) | Produkcja | Handel | Usługi |
|---------------------|--------|-------------------------|-----------|--------|--------|
| zachodniopomorskie  | 1      | 209                     | 3         | 7      | 2      |
| mazowieckie         | 2      | 205                     | 8         | 4      | 4      |
| śląskie             | 3      | 198                     | 1         | 16     | 7      |
| łódzkie             | 4      | 192                     | 10        | 15     | 1      |
| dolnośląskie        | 5      | 180                     | 2         | 1      | 11     |
| świętokrzyskie      | 6      | 176                     | 4         | 5      | 3      |
| opolskie            | 7      | 162                     | 6         | 14     | 9      |
| kujawsko-pomorskie  | 8      | 158                     | 11        | 8      | 5      |
| podlaskie           | 9      | 151                     | 14        | 13     | 6      |
| warmińsko-mazurskie | 10     | 148                     | 13        | 10     | 8      |
| wielkopolskie       | 11     | 143                     | 7         | 9      | 10     |
| lubelskie           | 12     | 126                     | 12        | 3      | 12     |
| podkarpackie        | 13     | 118                     | 9         | 12     | 14     |
| pomorskie           | 14     | 118                     | 15        | 2      | 13     |
| lubuskie            | 15     | 115                     | 5         | 11     | 16     |
| małopolskie         | 16     | 96                      | 16        | 6      | 15     |

Źródło: Raport Mikro.

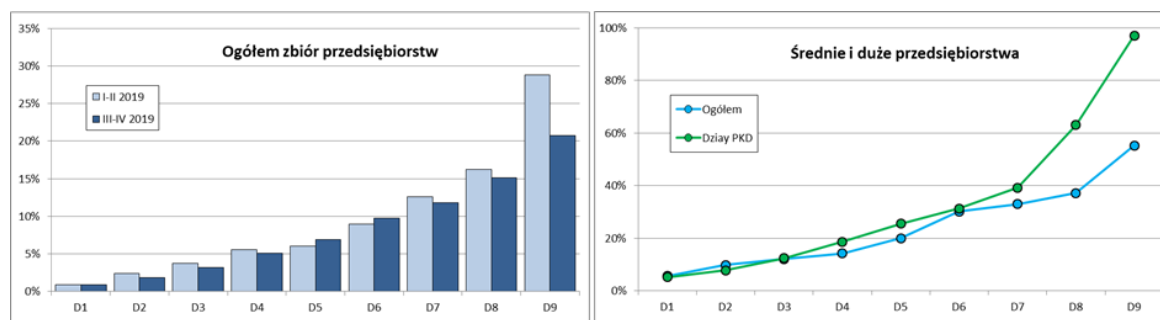
#### 4.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

Ocena trafności prognoz punktowych stopnia zagrożenia wykorzystuje podejście zaprezentowane w *Raporcie metodologicznym* – dotyczy oceny skali oraz kierunku odchyień wygasłej prognozy względem realizacji zmiennej prognozowanej. Ze względu na wielość wykonywanych prognoz (przekroje względem rodzaju działalności, wielkości przedsiębiorstw, sekcji PKD, działów PKD) ocena trafności prognoz punktowych stanowi agregat w wymiarze przekrojowym w formie rozkładów decylowych błędów prognoz. Rozkłady decylowe są wyznaczane cyklicznie wraz z wygasaniem prognoz dla kolejnych okresów.

Dla wykonanych prognoz w okresie półrocznym (I p. 2021 r.) dla zbioru ogółem przedsiębiorstw, mediana (50% prognoz) wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 15,8%; natomiast w obrębie zbioru działów PKD, mediana wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 21,3%.

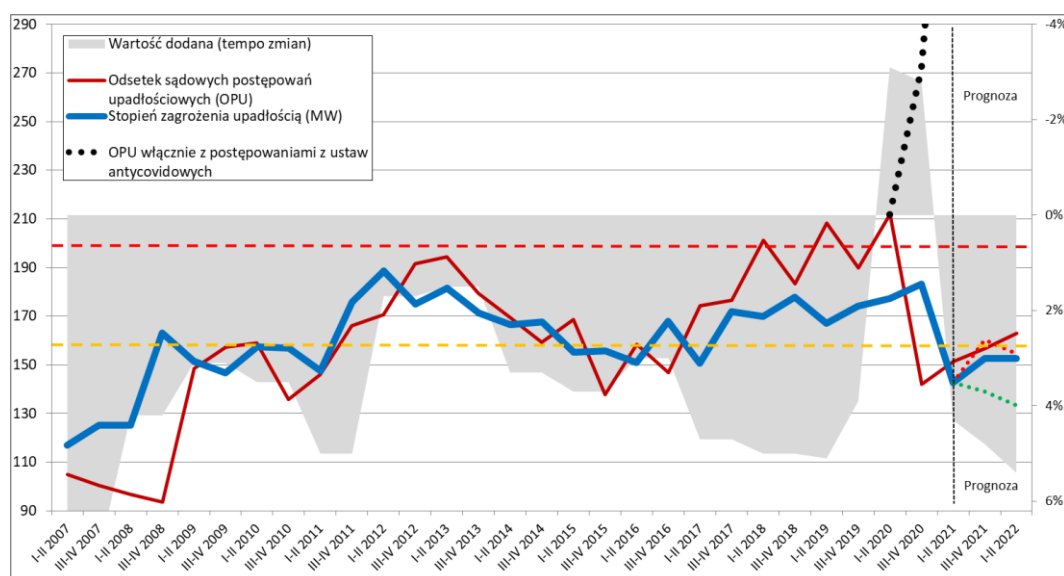
Ocena indywidualnych procentowych błędów prognoz wskazuje, że ich wartości są najniższe dla działalności handlowej i produkcyjnej (5%-11%), natomiast najwyższe dla działalności usługowej. W ujęciu klas wielkości są one niższe dla przedsiębiorstw średnich i dużych (4%-5%) niż małych.

*Rysunek 44 Rozkład decylowy wartości bezwzględnej procentowych błędów prognoz stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w 2019 r. (w %) – ogółem oraz w I kw. 2021 przedsiębiorstwa średnie i duże (prawy panel)*



Źródło: Raport Mikro

*Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 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). Wartość dodana (tempo zmian) – oś prawa, odwrócona. Wartości referencyjne: poziom ostrzegawczy – żółta linia kreskowana, poziom wysoki – czerwona linia kreskowana.

Źródło: Raport Mikro.

Empiryczną weryfikację oceny zmian ogólnej kondycji analizowanych przedsiębiorstw wyrażonej miarą stopnia zagrożenia upadłością (MW), jest analiza porównawcza względem kształtowania się odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OPU)<sup>18</sup> – obie miary są wysoko skorelowane (współczynnik korelacji liniowej  $r=0,69$ ), co badano dla szeregów czasowych do II p. 2020 r. ze względu na okresowe wprowadzenie uproszczonych postępowań restrukturyzacyjnych (ustawy antycovidowe, „Tarcza 4.0”) i ich skutki w postaci skokowego zmniejszenia liczby sądowych postępowań upadłościowych, także wynikające z warunków udzielania pomocy przedsiębiorstwom (Rysunek 40).

<sup>18</sup> Oceny należy dokonywać z uwzględnieniem różnic w treści merytorycznej obu miar oraz czynników oddziałujących na każdą z nich.

## V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

### 5.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE

Upadłość jest zawsze zdarzeniem jednostkowym, dotyczącym konkretne przedsiębiorstwo czy gospodarstwo domowe. Wprawdzie dane na temat upadłości można i należy analizować na wysokich poziomach agregacji, gdyż zbyt wysoka fala upadłości może zagrażać stabilności całej gospodarki, SWE powinny także dostarczać informacji na poziomie mezoekonomicznym – działów PKD, a nawet mniejszych grupowań przedsiębiorstw. Celowe jest to z dwóch przynajmniej powodów. Po pierwsze, duży agregat może czasem przesłaniać poważne problemy poszczególnych branż. Po drugie, lokalizacja miejsc powstawania takich napięć stwarza możliwości adresowanej polityki gospodarczej. Jeśli problem jest dostatecznie wcześnie zdiagnozowany – polityka taka może być mniej kosztowna i bardziej skuteczna. W tej części 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 8).

### 5.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD

Analiza zagrożenia upadłością w działach PKD obejmująca swoim zakresem cztery kolejne etapy oceny poziomu zagrożenia pozwoliła na wskazanie poziomu 15 działów PKD, które cechowały się trwałością zagrożenia (8 w produkcji i 7 w usługach). Dla 14 działów PKD (7 w produkcji i 7 w usługach) prognoza wskazuje na utrzymanie się wysokiego stopnia zagrożenia i dla 10 działów PKD bieżąca sytuacja cechuje się wysokim stopniem zagrożenia. Dodatkowo analiza, przy wykorzystaniu metody drzewa decyzyjnego (5 etapów selekcji), pozwoliła wskazać 1 dział na poziomie ogółem (dział PKD 09). Najmniej korzystną sytuację ze względu na wszystkie kryteria oceny zaobserwowano w działalności usługowej wspomagającej górnictwo i wydobywanie PKD 09.

Analiza trwałości stanu zagrożenia w okresie II p. 2019 do I p. 2021 r. pozwoliła na wyodrębnienie tych działów PKD, które cechowała trwała sytuacja oceniana jako niekorzystna (wysoki stopień zagrożenia i jego wzrost) – dla przedsiębiorstw ogółem oraz według klas wielkości. Do działów cechujących się trwałością zagrożenia, prognozą zagrożenia i aktualnym stanem zagrożenia zakwalifikowano:

- wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego PKD 05;
- działalność usługową wspomagającą górnictwo i wydobywanie PKD 09;
- produkcję komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych PKD 26;
- zakwaterowanie PKD 55;
- działalność związaną z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych PKD 59;
- działalność organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostałą działalność usługową w zakresie rezerwacji i działalności z nią związane PKD 79;
- naprawę i konserwację komputerów i artykułów użytku osobistego i domowego PKD 95;
- pozostałą indywidualną działalność usługową PKD 96.

Przy uwzględnieniu analizy trwałości według klas wielkości działami PKD, które cechowały się trwałością stopnia zagrożenia i wskazanymi we wszystkich klasach wielkości, były:

- działalność usługowa wspomagająca górnictwo i wydobywanie PKD 09;
- zakwaterowanie PKD 55.

Na uwagę zasługuje fakt braku wskazania żadnego działu z handlu, w którym obserwuje się korzystną sytuację.

*Tabela 5. Lista działów PKD wyodrębnionych na podstawie drzewa decyzyjnego wyboru według stopnia zagrożenia oraz kierunku tempa zmian: stopnia zagrożenia (MW), przychodów ze sprzedaży, pracujących wartości dodanej dużych według klas wielkości w II p. 2019 r. i w II p. 2021 r.*

| DZIAŁ PKD                                                                                                                                                                  | I p. 2021 r.                               |                                            |                                     |                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|
|                                                                                                                                                                            | Trwałość zagrożenia II p. 2019 – I p. 2021 | Prognoza zagrożenia II p. 2021 – I p. 2022 | Analiza bieżąca (profile) I p. 2021 | Metoda DD I p. 2021 |
| <b>DZIAŁALNOŚĆ PRODUKCYJNA</b>                                                                                                                                             |                                            |                                            |                                     |                     |
| 05 WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)                                                                                                               | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| <b>09 DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE</b>                                                                                                        | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   | ✓                   |
| 24 PRODUKCJA METALI                                                                                                                                                        | ✓                                          |                                            |                                     |                     |
| <b>26 PRODUKCJA KOMPUTERÓW, WYROBÓW ELEKTRONICZNYCH I OPTYCZNYCH</b>                                                                                                       | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| 27 PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH                                                                                                                                        | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| 29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI                                                                                            | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| 30 PRODUKCJA POZOSTAŁEGO SPRZĘTU TRANSPORTOWEGO                                                                                                                            | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| 33 NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ                                                                                                                   | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| <b>DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA</b>                                                                                                                                                |                                            |                                            |                                     |                     |
| 41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSZENIEM BUDYNKÓW                                                                                                                       |                                            |                                            | ✓                                   |                     |
| 42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ                                                                                                           | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| 52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT                                                                                                             | ✓                                          | ✓                                          |                                     |                     |
| <b>55 ZAKWATEROWANIE</b>                                                                                                                                                   | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| <b>59 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z PRODUKCJĄ FILMÓW, NAGRAŃ WIDEO, PROGRAMÓW TELEWIZYJNYCH, NAGRAŃ DŹWIĘKOWYCH I MUZYCZNYCH</b>                                                  | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| 64 FINANSOWA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA, Z WYŁĄCZENIEM UBEZPIECZEŃ I FUNDUSZY                                                                                                    |                                            |                                            | ✓                                   |                     |
| <b>79 DZIAŁALNOŚĆ ORGANIZATORÓW TURYSTYKI, POŚREDNIKÓW I AGENTÓW TURYSTYCZNYCH ORAZ POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA W ZAKRESIE REZERWACJI I DZIAŁALNOŚCI Z NIĄ ZWIĄZANE</b> | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| <b>95 NAPRAWA I KONSERWACJA KOMPUTERÓW I ARTYKUŁÓW UŻYTKU OSOBISTEGO I DOMOWEGO</b>                                                                                        | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |
| <b>96 POZOSTAŁA INDYWIDUALNA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA</b>                                                                                                                      | ✓                                          | ✓                                          | ✓                                   |                     |

Źródło: Raport Mikro – na podstawie danych GUS, Pont Info w Warszawie i Coface Polska.

### 5.3 Top 8

Do wyboru działów PKD wykorzystano metodę DD, przy pomocy której wyodrębniono dla przedsiębiorstw ogółem te działy PKD, w których odnotowano wysoki poziom zagrożenia upadłością wraz jego wzrostem oraz ujemne wartości tempa zmian przychodów, liczby pracujących oraz wartości dodanej. Przeprowadzona analiza pozwoliła na wskazanie 8 działów PKD, w których utrzymuje się niekorzystna sytuacja.

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością w I p. 2021 r. wskazano 8 działów PKD, w tym 3 z działalności produkcyjnej i 5 z działalności usługowej. Działy PKD 5, 55 i 95 zostały wskazane w trzech ostatnich półroczach, co potwierdza niekorzystną i utrzymującą się sytuację finansową w tych działach oraz niekorzystną tendencję zmian analizowanych miar.

*Tabela 6. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2020 r. – I p. 2021 r.*

| Działy PKD                                                                                                                                                          | I-II 2020 | III-IV 2020 | I-II 2021 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-------------|-----------|
| <b>PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE</b>                                                                                                                                 |           |             |           |
| 05 WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)                                                                                                        | ✓         | ✓           | ✓         |
| 09 DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE                                                                                                        |           |             | ✓         |
| 24 PRODUKCJA METALI                                                                                                                                                 | ✓         | ✓           |           |
| 26 PRODUKCJA KOMPUTERÓW, WYROBÓW ELEKTRONICZNYCH I OPTYCZNYCH                                                                                                       |           |             | ✓         |
| 29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI                                                                                     | ✓         | ✓           |           |
| 30 PRODUKCJA POZOSTAŁEGO SPRZĘTU TRANSPORTOWEGO                                                                                                                     |           | ✓           |           |
| <b>PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE</b>                                                                                                                                    |           |             |           |
| 41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSZENIEM BUDYNKÓW                                                                                                                |           | ✓           |           |
| 42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ                                                                                                    |           | ✓           |           |
| 55 ZAKWATEROWANIE                                                                                                                                                   | ✓         | ✓           | ✓         |
| 56 DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA ZWIĄZANA Z WYŻYWIENIEM                                                                                                                      | ✓         | ✓           |           |
| 59 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z PRODUKCJĄ FILMÓW, NAGRAŃ WIDEO, PROGRAMÓW TELEWIZYJNYCH, NAGRAŃ DŹWIĘKOWYCH I MUZYCZNYCH                                                  | ✓         |             | ✓         |
| 79 DZIAŁALNOŚĆ ORGANIZATORÓW TURYSTYKI, POŚREDNIKÓW I AGENTÓW TURYSTYCZNYCH ORAZ POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA W ZAKRESIE REZERWACJI I DZIAŁALNOŚCI Z NIĄ ZWIĄZANE | ✓         | ✓           | ✓         |
| 95 NAPRAWA I KONSERWACJA KOMPUTERÓW I ARTYKUŁÓW UŻYTKU OSOBISTEGO I DOMOWEGO                                                                                        | ✓         |             | ✓         |
| 96 POZOSTAŁA INDYWIDUALNA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA                                                                                                                      | ✓         | ✓           | ✓         |

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

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

Poniżej przedstawiono szczegółowe charakterystyki sytuacji ekonomicznej najbardziej zagrożonych upadłością 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 5 – Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 5*

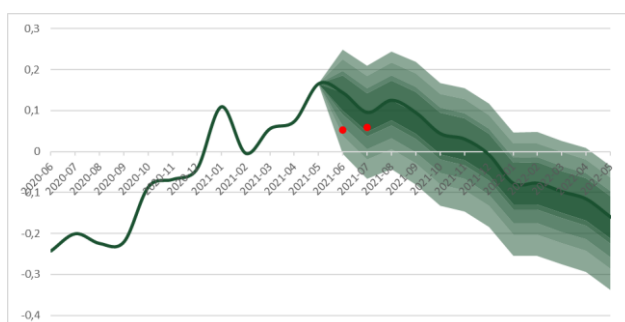
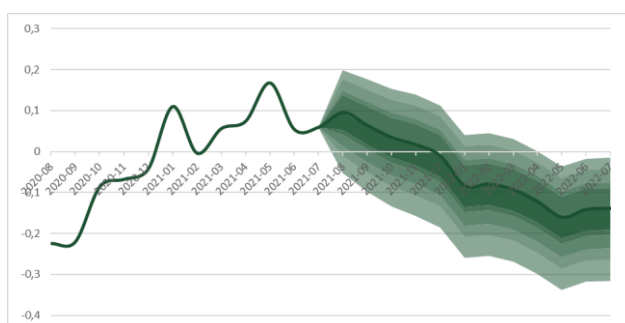
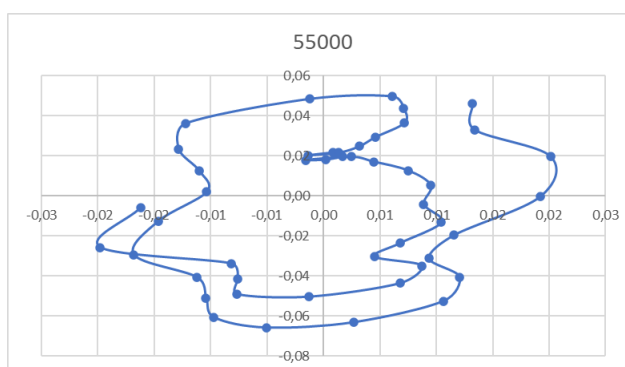
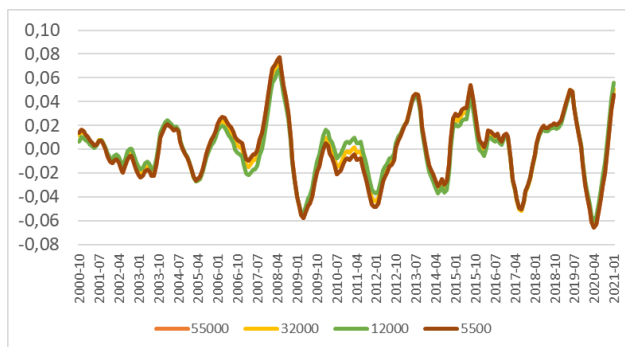


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

**Dział PKD 5 – Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)** – zakwalifikowany do działalności produkcyjnej, dla którego odnotowano średniookresową tendencję wzrostu stopnia zagrożenia, który już kształtował się na wysokim poziomie, a jego najwyższa wartość obserwowana była w II p. 2020 r. W I p. 2021 r. obserwuje się nieznaczne przełamanie trendu wzrostowego i zmniejszenie poziomu zagrożenia. W II p. 2021 r. oraz I p. 2022 r. prognozuje się utrzymanie stopnia zagrożenia na wysokim poziomie przy nieznacznym zmniejszeniu poziomu zagrożenia. W I p. 2021 r. odnotowano zmniejszenie liczby pracujących w r/r (-4,02%), które trwa od I p. 2020 roku, jak również zmniejszenie przychodów ze sprzedaży (r/r, -20,14%) oraz aktywów (r/r, -6,34%). Niekorzystnym zmianom towarzyszył wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +57,54%) przy jednoczesnym pogorszeniu płynności bieżącej (-30,82%) oraz znaczącemu zmniejszeniu zdolności do obsługi długu do rekordowo niskich poziomów z utrzymującą się spadkową tendencją średniookresową (r/r, -72,41%). Analiza cyklu gotówki wskazuje na jej skrócenie, któremu towarzyszyło również skrócenie cyklu należności oraz cykl zobowiązań krótkoterminowych. W I p. 2021 r. cykl zapasów cechował znaczącym skróceniem. Zarysowana od I p. 2018 r. tendencja zmniejszania rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została w I p. 2021 r. przełamana, pozostając na poziomach wysoce deficytowych (ROOS: -11,85% i ROOA: -9,20%). W I p. 2021 r. tendencja zmniejszania produktywności majątku została odwrócona cechując się 11,37% wzrostem r/r.





Zegary cyklu o dużym stopniu czytelności ze względu na mały udział wahań przypadkowych w ostatnim okresie (ok. 3 lat). Ostatnie punkty zegara znajdują się nadal w pierwszej ćwiartce układu współrzędnych, co wskazuje na kontynuację trwania fazy ekspansji. Analiza dynamiki cyklu odchyień wskazuje na znaczne zwiększenie amplitudy wahań tego cyklu po 2011 r. (ok. 1-2%). W latach wcześniejszych amplituda ta wahała się w przedziale od -6 do 6%.

Scenariusz prognostyczny nie został zmodyfikowany przez nowe obserwacje. Zapowiadane ożywienie i odbudowa może przerodzić się w krótką i płytką ekspansję trwającą do połowy 2022 r. Do grudnia 2021 r. prognozujemy dodatnią dynamikę  $r/r$ , wskazując na mniejsze szanse na spadek produkcji niż na wzrost. Od początku 2022 r. spodziewać się należy spadku produkcji w tym dziale i do pogłębienia recesji w kolejnych miesiącach 2022 r. Scenariusz w obecnej edycji raportu nie różni się zasadniczo od poprzedniej edycji raportu.

## Dział PKD 9 – Działalność usługowa wspomagająca wydobywanie

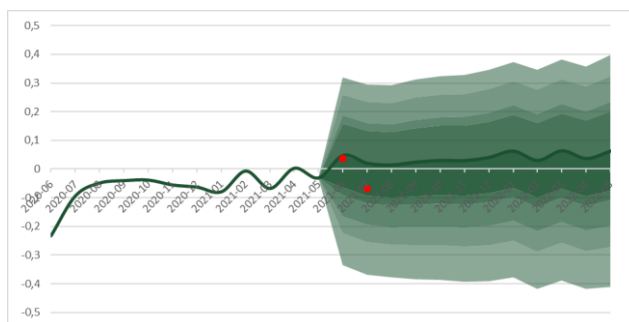
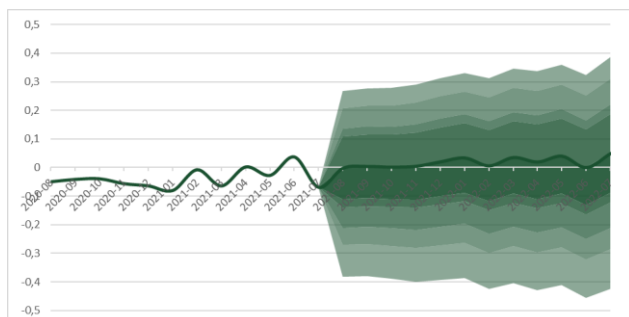
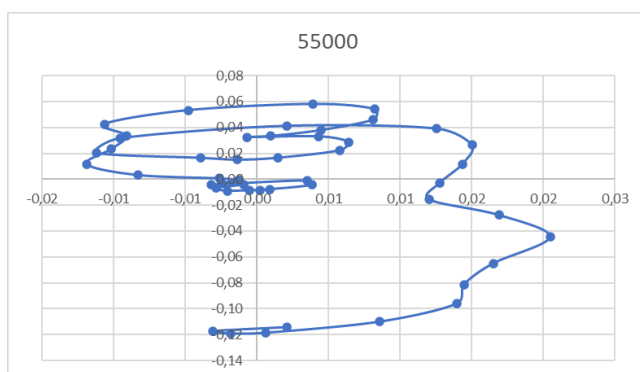
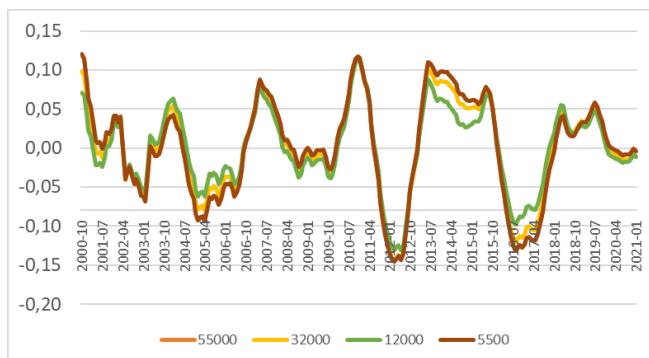
*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 9*



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.

**Dział PKD 9 – Działalność usługowa wspomagająca wydobywanie** – dział PKD zakwalifikowany do działalności produkcyjnej, dla którego odnotowano średniookresową tendencję zmniejszania stopnia zagrożenia aż do I p. 2021 r., w którym trend ten został odwrócony. W II p. 2021 r. oraz I p. 2022 r. prognozuje się utrzymanie stopnia zagrożenia na wysokim niezmiennym poziomie. W I p. 2021 r. zaobserwować można wyraźne zmniejszenie liczby pracujących w r/r (-11,00%), trwające od początku 2020 roku, jak również zmniejszenie przychodów ze sprzedaży (r/r, -3,69%) oraz aktywów (r/r, -7,38%). Niekorzystnym zmianom towarzyszyło pogorszenie zdolności do obsługi długu do rekordowo niskich poziomów z utrzymującą się spadkową tendencją średniookresową (r/r, -165,09%). W I p. 2021 r. odnotowano zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego (r/r, -12,44%) przy jednoczesnej poprawie płynności bieżącej (r/r, +47,22%). Analiza cyklu gotówki wskazuje na jej skrócenie z wyraźną tendencją spadkową, której towarzyszyło wydłużenie cyklu należności oraz cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W I p. 2021 r. cykl zapasów cechował się skróceniem. Zarysowana od I p. 2019 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została odwrócona w I p. 2021 roku, kształtując się na poziomach deficytowych. Od II p. 2019 r. obserwowana jest wyraźnie zarysowana tendencja spadkowa produktywności majątku, która w I p. 2021 r. została utrzymana.



Zegary cyklu są bardzo czytelne, wskazują na regularny ruch w kierunku przeciwnym do ruchu wskazówek zegara, jednak z obserwowanym załamaniem regularności od 2018 r. Ostatnie punkty na zegarze w wariacie klasycznym znajdują się pomiędzy trzecią a czwartą ćwiartką układu współrzędnych. Wskazuje to na możliwość odbudowy w tym dziale produkcji. W poprzedniej edycji raportu wskazywano na obecność recesji lub odbudowy. Nowe obserwacje nie zmieniają tego raczej negatywnego obrazu.

Prognozy punktowe wskazują na wartości dynamiki w całym horyzoncie prognozy, jednak rozproszenie wykresów wachlarzowych jest na tyle duże, że dają prawie równe szanse dodatnim jak i ujemnym dynamikom. Podobnie jak w poprzedniej edycji raportu ścieżka centralna znajduje się blisko wartości 0% r/r, czyniąc scenariusz wzrostu produkcji równie prawdopodobnym jak scenariusz spadku. Obserwacje z kwietnia i maja 2021 r. znajdują się bardzo blisko ścieżek centralnych.

## Dział PKD 26 – Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych

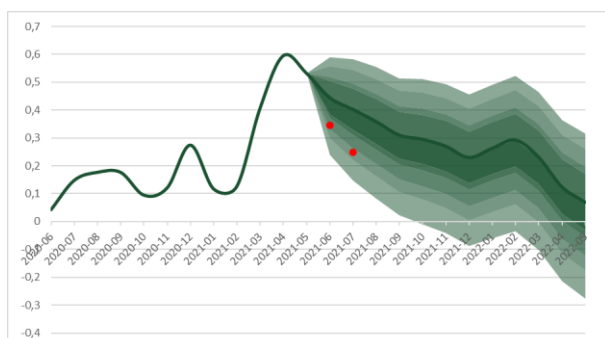
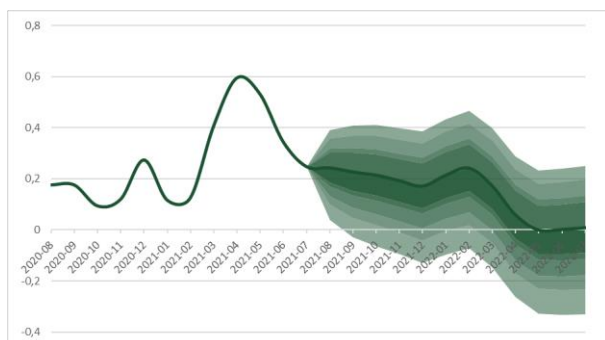
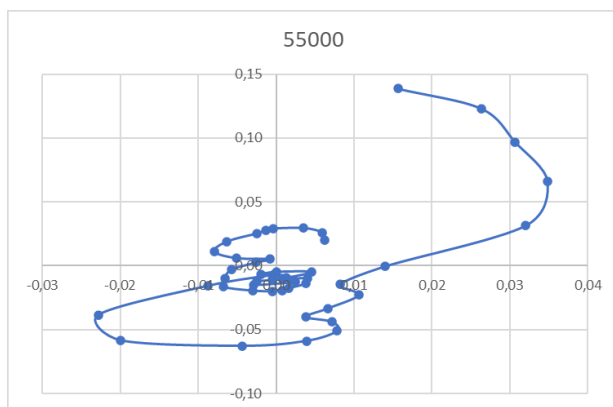
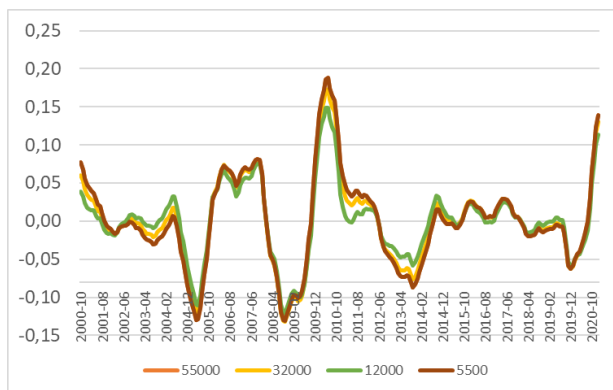
*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 26*



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.

**Dział PKD 26 – Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych** – dział PKD zakwalifikowany do działalności produkcyjnej, dla którego zaobserwowano tendencję wzrostową miary stopnia zagrożenia od II p. 2020 r. z utrzymaną tendencją wzrostową w I p. 2021 r. (r/r, +18,99%). Prognoza na II p. 2021 r. i I p. 2022 r. zakłada utrzymanie wysokiego poziomu zagrożenia przy jednoczesnej stabilizacji sytuacji. W I p. 2021 r. odnotowano wzrost liczby pracujących w (r/r, +1,17%), któremu towarzyszyło zmniejszenie przychodów ze sprzedaży (r/r, -8,54%), przy jednoczesnym wzroście wartości aktywów (r/r, +2,42%). Utrzymująca się tendencja wzrostu zadłużenia ogółem została utrzymana w I p. 2021 r. (r/r, +15,27%), której towarzyszył wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +19,94%), przy jednoczesnym wzroście zdolności do obsługi długu (r/r, +5,92%) i zmniejszeniu płynności bieżącej (r/r, -10,85%). Cykl gotówki uległ skróceniu s (r/r, -16,67%), przy jednoczesnym skróceniu cyklu należności (r/r, -4,24%) i cyklu zobowiązań (r/r, -1,44%). W I p. 2021 r. zaobserwowano wydłużenie cyklu zobowiązań krótkoterminowych (r/r, +20,76%). Obserwowana poprawa rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została w I p. 2021 r. utrzymana. W I p. 2021 r. odnotowano również poprawę w zakresie sprawności działania (wzrost produktywności majątku r/r +19,92%).



Obostrzenia pandemiczne w analizowanym dziale spowodowały ożywienie i ekspansję, trwającą od 2019 r. Przebieg komponentu cyklicznego o bardzo wygaszonych fluktuacjach koniunkturalnych wskazuje, że w ostatnich latach branża osiągnęła poziom rozwoju znacznie przekraczający długookresowe tempo. Obecnie na zegarze cyklu koniunkturalnego analizowany dział znajduje się konsekwentnie od wielu miesięcy w fazie ekspansji.

Prognozy wskazują na tendencje do hamowania rozwoju w tym dziale. Obostrzenia pandemiczne miały wpływ procykliczny, ale nie jak w większości działów wywołały recesję, ale przeciwnie, spowodowały ekspansję. Przebieg ścieżki centralnej oznacza obecnie możliwość wyhamowania w całym horyzoncie prognozy. Tempa zmian produkcji pozostaną dodatnie, jednak dynamika rozwoju będzie słabnąć. W drugiej połowie okresu objętego prognozą wzrasta prawdopodobieństwo spadku produkcji i przekracza wartość 0,1. Scenariusz nie uległ zmianie w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Najprawdopodobniej silne odbicie obserwowane w kwietniu i maju 2021 roku nie będzie kontynuowane, zaś produkcja w analizowanym dziale będzie hamować.

## Dział PKD 55 – Zakwaterowanie

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 55*



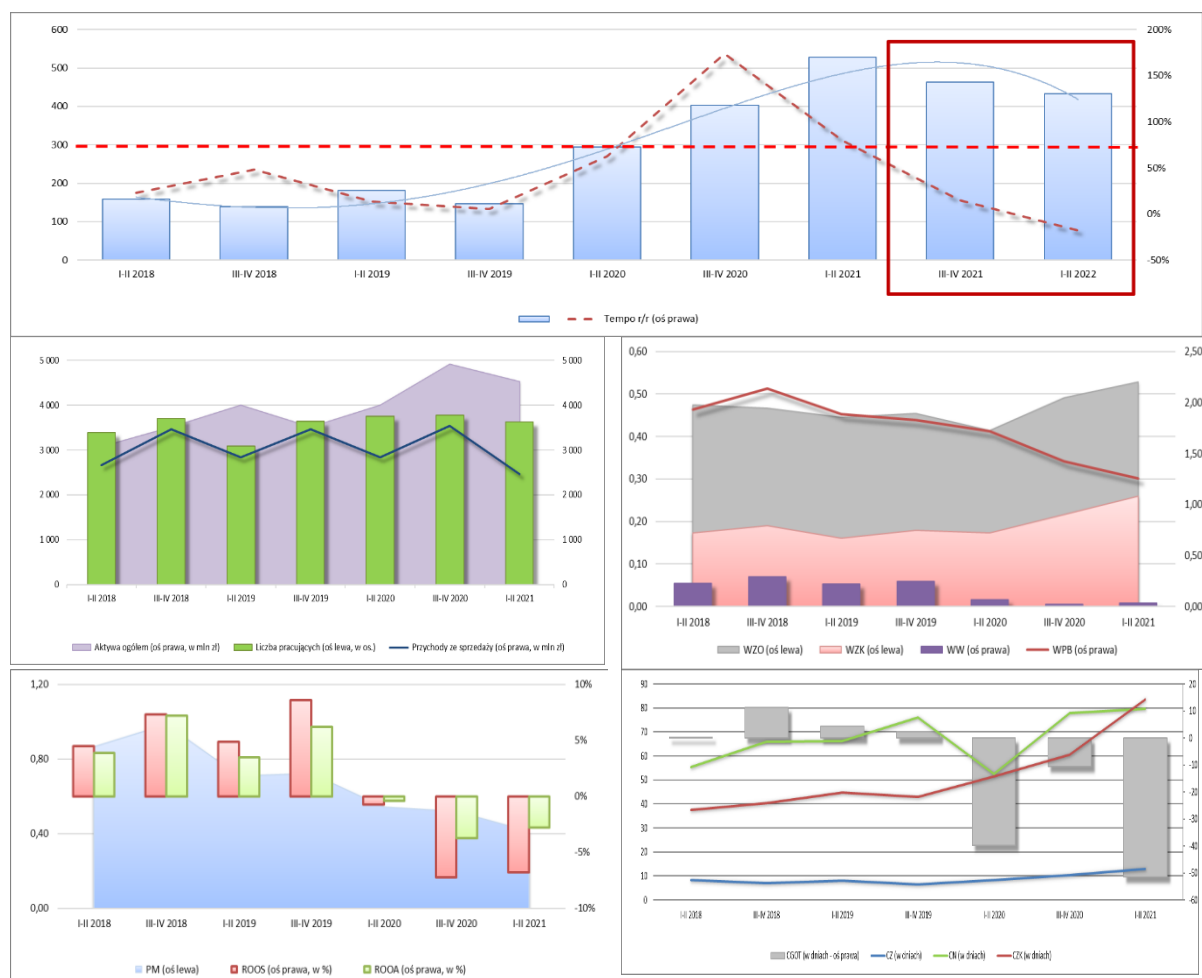
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

**Dział PKD 55 – Zakwaterowanie** – sklasyfikowany jako działalność usługowa, którą cechował silny wzrost stopnia zagrożenia w I p. 2020 r. (r/r, +118,35%) po już silnych wzrostach w 2020 r., które dodatkowo prognozuje się, że zostaną utrzymane w II p. 2021 r. i I p. 2022 r. na poziomach wysokich. W I p. 2021 r. odnotowuje się zmniejszenie liczby pracujących (r/r, -14,21%) i utrzymanie trendu spadkowego trwającego od I p. 2020 r. Odnotowano znaczące zmniejszenie przychodów ze sprzedaży (r/r, -48,80%) przy jednoczesnym wzroście wartości posiadanych aktywów (r/r, +7,24%). Niekorzystną sytuację w I p. 2020 r. potwierdza wzrost zadłużenia ogółem (r/r, +13,81%) oraz płynności bieżącej (r/r, -46,78%). Niekorzystną zmianę struktury kapitałowo-majątkowej potwierdza również wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +39,47%), lecz odnotowuje się poprawę zdolności do obsługi długu (r/r, 13,28%). W I p. 2021 r. cykl gotówki znacząco skrócił się r/r przy jednoczesnym wzroście cyklu należności (r/r, +30,77%), cyklu zobowiązań krótkoterminowych (r/r, +75,61%) oraz wzroście cyklu zapasów (r/r, +5,16%). Obserwowane zmniejszanie od I p. 2020 r. rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów do poziomów deficytowych zostało utrzymane w I p. 2021 r. W relacji r/r w I p. 2021 r. odnotowano pogorszenie rentowności aktywów (r/r, -8,67%), sprzedaży (r/r, -59,10%) oraz odnotowuje się trwające pogarszanie w zakresie sprawności działania od I p. 2020 r. (produktywność majątku r/r, -31,77% w I p. 2021 r.).

## Dział PKD 59 – Działalność związana z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – II p. 2020 r.) – dział PKD 59*



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.

**Dział PKD 59 – Działalność związana z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych** – sklasyfikowany jako działalność usługowa, którą cechował silny wzrost stopnia zagrożenia od początku 2020 r. do poziomów wysokich w I p. 2021 r. tendencja ta została utrzymana ( $r/r$ , +79,46%). W II p. 2021 r. i I p. 2022 r. prognozuje utrzymanie stopnia zagrożenia na poziomach wysokich z nieznaczną tendencją spadkową. W I p. 2021 r. odnotowano zmniejszenie liczby pracujących ( $r/r$ , -3,23%) przy jednoczesnym spadku przychodów ze sprzedaży ( $r/r$ , -13,41%) lecz wzroście wartości posiadanych aktywów o ( $r/r$ , +13,12%). Niekorzystną sytuację w I p. 2021 r. potwierdza wzrost zadłużenia ogółem ( $r/r$ , +27,53%) oraz zmniejszenie zdolności do obsługi długu ( $r/r$ , -53,29%) oraz płynności bieżącej ( $r/r$ , -26,70%). Niekorzystną zmianę struktury kapitałowo-majątkowej potwierdza również wzrost zadłużenia krótkoterminowego ( $r/r$ , +50,17%). W I p. 2021 r. cykl gotówki skrócił się  $r/r$  przy jednoczesnym wzroście cyklu należności ( $r/r$ , +51,54%), cyklu zobowiązań krótkoterminowych ( $r/r$ , +62,16%) oraz wzroście cyklu zapasów ( $r/r$ , +53,62%). Obserwowane pogorszenie w I p. 2021 r. rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów (poziom deficytowości) cechuje się utrzymaniem niekorzystnego trendu trwającego od I p. 2020 r. W relacji  $r/r$  w I p. 2020 r. odnotowano pogorszenie rentowności aktywów ( $r/r$ , -582,93%), sprzedaży ( $r/r$ , -794,74%) i produktywności majątku ( $r/r$ , -24,03%).



## Dział PKD 79 – Działalność organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostała działalność usługowa w zakresie rezerwacji i działalności z nią związanej

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw ( p. 2018 r. – II p. 2020 r.) – dział PKD 79*



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.

**Dział PKD 79 – Działalność organizatorów turystyki, pośredników i agentów turystycznych oraz pozostała działalność usługowa w zakresie rezerwacji i działalności z nią związanej** – sklasyfikowana jako działalność usługowa, którą cechował silny wzrost stopnia zagrożenia, szczególnie obserwowany w 2020 r. do poziomów wysokich z kolejnym obserwowanym wzrostem stopnia zagrożenia w I p. 2021 r. Prognoza stopnia wskazuje na utrzymanie wysokiego stopnia zagrożenia w kolejnym roku i silny wzrost w I p. 2022 r. W I p. 2021 r. odnotowano zmniejszenie liczby pracujących (r/r, -14,76%), przy jednoczesnym znaczącym zmniejszeniu przychodów ze sprzedaży (r/r, 65,65%) i utracie wartości posiadanych aktywów (r/r, -30,25%). Niekorzystną sytuację w I p. 2021 r. potwierdza wzrost zadłużenia ogółem (r/r, +2,52%) oraz wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +0,72%). Jednocześnie w I p. 2021 r. obserwuje się poprawę zdolności do obsługi długu (r/r, 10,72%) oraz poprawę płynności bieżącej (r/r, +6,15%). W I p. 2021 r. cykl gotówki skrócił się r/r przy jednoczesnym skróceniu cyklu należności (r/r, -22,10%) i wydłużeniu cyklu zobowiązań krótkoterminowych (r/r, +15,42%). W I p. 2021 r. odnotowano skrócenie cyklu zapasów (r/r, -20,18%). Obserwowana tendencja pogorszenia rentowności operacyjnej sprzedaży (r/r, +82,70%) i aktywów (r/r, +80,90%) została odwrócona w I p. 2021 r. jednak pozostając dalej na poziomie deficytowym. Po dwóch półroczach pogarszania produktywności majątku w I p. 2021 r. odnotowano poprawę sprawności działania (r/r, +10,71%).



## Dział PKD 95 – Naprawa i konserwacja komputerów i artykułów użytku osobistego i domowego

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 95*



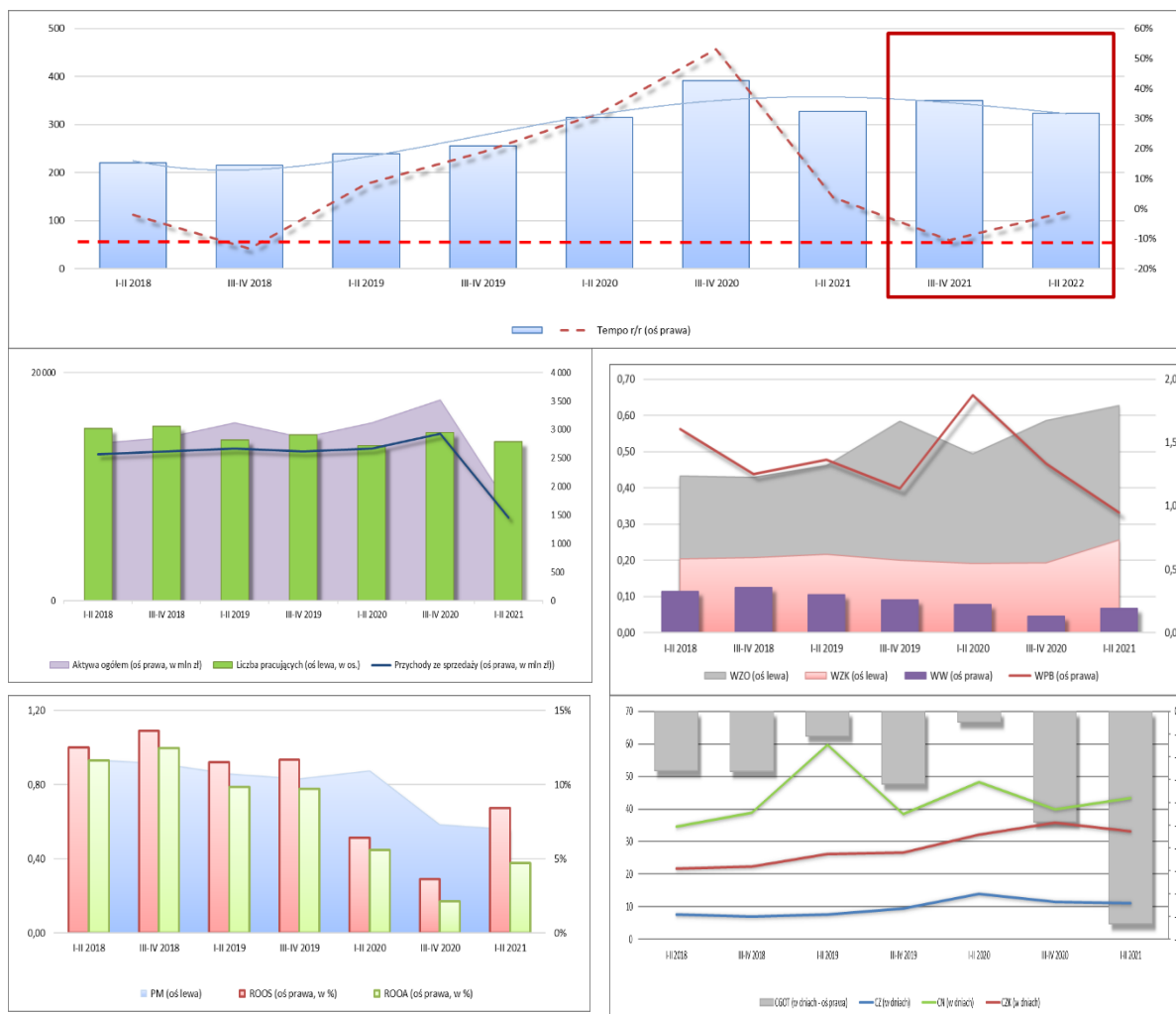
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

**Dział PKD 95 – Naprawa i konserwacja komputerów i artykułów użytku osobistego i domowego** – sklasyfikowany jako działalność usługowa, cechował się tendencją wzrostową od II p. 2019 r. z wyraźnym nasileniem w 2020 r. oraz w I p. 2021 r. Prognoza stopnia zagrożenia wskazuje na stabilizację sytuacji na wysokim, niekorzystnym poziomie. W I p. 2021 r. odnotowano wzrost liczby pracujących (r/r, +2,73%), któremu towarzyszyło zmniejszanie przychodów ze sprzedaży (r/r, -5,82%) oraz posiadanych aktywów (r/r, -9,71%). Obserwowana tendencja wzrostu zadłużenia ogółem została utrzymana w I p. 2021 r. (r/r, +3,74%), któremu towarzyszył wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +7,36%) oraz pogorszenie płynności bieżącej (r/r, -3,93%). W I p. 2021 r. odnotowano znaczącą poprawę zdolności do obsługi długu (r/r, +12,20%). Cykl gotówki skrócił się r/r przy jednoczesnym skróceniu cyklu należności (r/r, -27,78%) lecz wzroście zobowiązań krótkoterminowych (r/r, +20,04%). W I p. 2021 r. wydłużył się cykl zapasów. Obserwowane pogorszenie rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów zostało przełamane w I p. 2021 r., pozostając jednak dalej na poziomie deficytowym (r/r, odpowiednio: +21,70% i +19,65%). W I p. 2021 r. odnotowano również poprawę w obszarze sprawności działania (wzrost produktywności majątku r/r, +2,53%).

## Dział PKD 96 – Pozostała indywidualna działalność usługowa

*Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 96*



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.

**Dział PKD 96 – Pozostała indywidualna działalność usługowa** – sklasyfikowany jako działalność usługowa, cechowała tendencja wzrostowa, która została w I p. 2021 r. wyhamowana (r/r, +3,90%) utrzymując stopień zagrożenia na wysokim poziomie. Prognoza wskazuje na stabilizację sytuacji na wysokim poziomie w kolejnych dwóch półroczach. W I p. 2021 r. odnotowano wzrost liczby pracujących (r/r, +2,51%), któremu towarzyszyło zmniejszanie przychodów ze sprzedaży (r/r, -45,46) oraz zmniejszenie posiadanych aktywów (r/r, -46,55%). Obserwowana tendencja wzrostu zadłużenia ogółem została utrzymana w I p. 2021 r. (r/r, +26,86%), której towarzyszył wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +34,59%) przy jednoczesnym zmniejszeniu zdolności do obsługi długu (r/r, -14,63%) i płynności bieżącej (r/r, -49,49%). W I p. 2021 r. nastąpiło skrócenie cyklu gotówki r/r przy jednoczesnym skróceniu cyklu należności (r/r, -9,86%) i wzroście zobowiązań krótkoterminowych (r/r, +2,76%). W I p. 2021 r. nastąpiło skrócenie cyklu zapasów (r/r, -21,12%). Obserwowane pogorszenie rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów od II p. 2019 r. zostało wyhamowane w I p. 2021 r. odnotowując wzrost rentowności sprzedaży (r/r, +31,72%) przy jednoczesnym zmniejszeniu rentowności aktywów (r/r, -15,95%). W I p. 2021 r. odnotowano również pogorszenie w zakresie sprawności działania (zmniejszenie produktywności majątku r/r, -36,25%).

## 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.

**RŁ** – Raport Łączny

**SPN** – sektor przedsiębiorstw niefinansowych

**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 2021-22 (w % r/r).....                                                                                                                                                                                                   | 30 |
| Tabela 2 Wybrane prognozy dynamiki PKB w gospodarce światowej – lata 2021-22/3 (w % r/r).....                                                                                                                                                                                             | 32 |
| Tabela 3 Wartości ścieżek centralnych prognoz dla analizowanych dynamik zmiennych realnych oraz błędy ex ante .....                                                                                                                                                                       | 41 |
| Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2020 r. ....                                                                                                                                                 | 51 |
| Tabela 5. Lista działów PKD wyodrębnionych na podstawie drzewa decyzyjnego wyboru według stopnia zagrożenia oraz kierunku tempa zmian: stopnia zagrożenia (MW), przychodów ze sprzedaży, pracujących wartości dodanej dużych według klas wielkości w II p. 2019 r. i w II p. 2021 r. .... | 54 |
| Tabela 6. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2020 r. – I p. 2021 r. ....                                                                                                                                                         | 55 |

## SPIS RYSUNKÓW

|                                                                                                                                                                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce .....                                                                                                                                                                  | 18 |
| Rysunek 2 Dynamika r/r popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %) .....                                                                                                                                                | 19 |
| Rysunek 3 Dynamika eksportu i importu Polski oraz dynamika PKB w strefie euro (r/r) .....                                                                                                                                  | 19 |
| Rysunek 4 Dynamika wzrostu VA w Polsce w wybranych sekcjach (r/r) .....                                                                                                                                                    | 19 |
| Rysunek 5 Stopa bezrobocia, dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nomin. w przemyśle (w %) .....                                                                                                                             | 19 |
| Rysunek 6 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz rentowność obligacji 10-letnich (prawy panel) .....                                                                             | 20 |
| Rysunek 7 Kurs graniczny opłacalnego eksportu (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel) ...                                                                                                                          | 20 |
| Rysunek 8 Indeks produkcji przemysłu (2015=100) – wielkości s.a. oraz trend .....                                                                                                                                          | 21 |
| Rysunek 9 Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu m/m (górny panel s.a.) oraz r/r (dolny panel) .                                                                                                                          | 21 |
| Rysunek 10 Ogólny wskaźnik sytuacji GUS oraz komponenty bieżący i wyprzedzający ( .....                                                                                                                                    | 22 |
| Rysunek 11 Wskaźnik sytuacji finansowej – bieżący i przyszły.....                                                                                                                                                          | 22 |
| Rysunek 12 Fazy cyklu dla analizowanych działów produkcji w okresie od lutego 2018 do stycznia 2021 r.....                                                                                                                 | 23 |
| Rysunek 13 Cykl odchylen dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do stycznia 2021 r. (górny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do stycznia 2021 r. – dolny panel) ..... | 24 |
| Rysunek 14 Rozkład maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy .....                                                                               | 25 |
| Rysunek 15 Nowe zachorowania na COVID-19 (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat .....                                                                                            | 26 |
| Rysunek 16 Nowe zachorowania i nowe zgony na COVID-19 na milion mieszkańców – pozycja Polski                                                                                                                               | 27 |
| Rysunek 17 Hospitalizowani z powodu COVID-19 w Polsce i bufor wolnych łóżek (dane wygładzone)                                                                                                                              | 28 |
| Rysunek 18 Prognozy tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce (skala logarytmiczna).....                                                                                                                                | 28 |
| Rysunek 19 Indeks restrykcyjności polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE .....                                                                                                                                    | 28 |
| Rysunek 20 Odsetek hospitalizacji a wiek .....                                                                                                                                                                             | 29 |
| Rysunek 21 Udział zaszczepionych na COVID-19 co najmniej 1 dawką.....                                                                                                                                                      | 29 |
| Rysunek 22 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....                                                                                                                             | 32 |
| Rysunek 23 Indeks cen energii i ceny węgla .....                                                                                                                                                                           | 32 |



|                                                                                                                                                                                                                                           |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Rysunek 24 Wskaźnik EPU – Świat .....</i>                                                                                                                                                                                              | <i>33</i> |
| <i>Rysunek 25 Wskaźnik EPU – Europa.....</i>                                                                                                                                                                                              | <i>33</i> |
| <i>Rysunek 26 PMI – Strefa Euro .....</i>                                                                                                                                                                                                 | <i>33</i> |
| <i>Rysunek 27 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO .....</i>                                                                                                                                                                         | <i>33</i> |
| <i>Rysunek 28 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.) .....</i>                                                                                                                                        | <i>34</i> |
| <i>Rysunek 29 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.) .....</i>                                                                                                                                      | <i>35</i> |
| <i>Rysunek 30 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw ogółem<br/>w I p. 2021/2020 r. oraz II p. 2020/2019 r. (w %, r/r).....</i>                                                                                  | <i>35</i> |
| <i>Rysunek 31 Produkcja sprzedana przemysłu [%] r/r (górny panel) oraz sprzedaż detaliczna [%] r/r;<br/>dane miesięczne: prognoza i analiza cykliczności (dolny panel) .....</i>                                                          | <i>38</i> |
| <i>Rysunek 32 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r.<br/>do II kw. 2023 r. ....</i>                                                                                                               | <i>39</i> |
| <i>Rysunek 33 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej<br/>w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. ....</i>                                                                                   | <i>39</i> |
| <i>Rysunek 34 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie<br/>od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. ....</i>                                                                                                     | <i>40</i> |
| <i>Rysunek 35 Spożycie gospodarstw domowych wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej<br/>w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. ....</i>                                                                                       | <i>40</i> |
| <i>Rysunek 36 Liczba upadłości ze względu na rodzaj postępowania w okresie I kw. 2016 r. –<br/>II kw. 2021 r. ....</i>                                                                                                                    | <i>43</i> |
| <i>Rysunek 37 Prognoza dynamiki upadłości w wybranych gospodarkach – dynamika r/r.....</i>                                                                                                                                                | <i>44</i> |
| <i>Rysunek 38 Indeks upadłości w wybranych krajach europejskich – średnia ruchoma (4 kw.) .....</i>                                                                                                                                       | <i>44</i> |
| <i>Rysunek 39 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)<br/>.....</i>                                                                                                                           | <i>45</i> |
| <i>Rysunek 40 Stopień zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.<br/>.....</i>                                                                                                                 | <i>47</i> |
| <i>Rysunek 41 Zmiany stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w I p. 2021 r. (tempo w %, r/r)...</i>                                                                                                                               | <i>48</i> |
| <i>Rysunek 42 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. –<br/>I p. 2022 r.) według klas wielkości .....</i>                                                                                | <i>49</i> |
| <i>Rysunek 43 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. –<br/>I p. 2022 r. według wybranych sekcji PKD (działów GN) .....</i>                                                              | <i>50</i> |
| <i>Rysunek 44 Rozkład decylny wartości bezwzględnej procentowych błędów prognoz stopnia<br/>zagrożenia upadłościami przedsiębiorstw w 2019 r. (w %) – ogółem oraz w I kw. 2021 przedsiębiorstwa<br/>średnie i duże (prawy panel).....</i> | <i>52</i> |
| <i>Rysunek 45 Stopień zagrożenia upadłościami oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań<br/>upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r. ....</i>                                                 | <i>52</i> |