

Zmiana gospodarcza 2020-2021
IV Raport Łączny
w ramach projektu ISR

na zlecenie



Ministerstwo
Rozwoju i Technologii





Autor:

Piotr Boguszewski

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	9
WPROWADZENIE	17
I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH PANDEMII	20
I.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	20
I.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ	32
I.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI	37
I.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ	39
I.5 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW	41
II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE	44
II.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	44
II.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE	44
II.3 KRÓTKOOKRESOWA PROGNOZA PKB	46
III. UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – STAN AKTUALNY	49
III.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	49
III.2 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE W POLSCE	49
IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	55
IV.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	55
IV.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA	55
IV.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	60
V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	62
V.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	62
V.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	62
V.3 TOP 8	63
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI	76
LITERATURA	80
SPIS TABEL	81
SPIS RYSUNKÓW	81

„Zmiana Gospodarcza 2020-21 IV Raport łączny” jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych wyniki następujących edycji raportów: „Zmiana gospodarcza 2020-2021. IV Raport w ramach projektu ISR – komponent mikroekonomiczny” (przygotowany przez Zespół w składzie: dr **Kamil Fijorek**¹, prof. UEK dr hab. **Jarosław Kaczmarek**², dr **Konrad Kolegowicz**³) oraz „Zmiana gospodarcza 2020-2021. IV Raport w ramach projektu ISR – komponent makroekonomiczny” (przygotowany przez Zespół w składzie: mgr **Anna Gomola**⁴, prof. UEK dr hab. **Mateusz Pipień**⁵). 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 Boguszewskiego**⁶, podobnie jak opracowanie całości tekstu.

¹ Katedra Statystyki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

² Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

³ Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

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

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

⁶ Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

SYNTEZA

Większość elementów sytuacji makroekonomicznej Polski w 2021 r. w sferze realnej należy oceniać pozytywnie. Dostępne szacunki PKB za III kw. i dane o wyższych częstościach za październik i listopad zeszłego roku pokazują, że dzięki programom pomocowym Rządu, elastycznej polityce Banku Centralnego oraz działaniom dostosowawczym samych przedsiębiorstw, dynamika rozwoju gospodarczego była wysoka, a tempo wzrostu PKB za cały rok najprawdopodobniej wyraźnie przekroczyło 5% (r/r).

Specyficzna okazała się natomiast, w świetle wstępnych danych GUS, struktura tego wzrostu w III kw. 2021 r. Na jego dynamikę wciąż pozytywnie oddziaływał wzrost spożycia ogółem (kontrybucja ok. 2,8 pp), w tym samych gospodarstw domowych (wkład ok. 2,7 pp), ale nie był to już główny, jak w większości kwartałów po 2015 r., czynnik. Nie tylko pierwsze miejsce zajęła tu bowiem akumulacja, ale i z rekordowym, przynajmniej od 2006 r. wkładem, wynoszącym aż 5,2 pp. Ocena makroekonomicznych skutków tej „zmiany miejsc” jest niejednoznaczna. Z jednej strony relatywnie mniejsza rola „motoru” spożycia jest, zwłaszcza w warunkach wyraźnie podwyższonej inflacji, czynnikiem sprzyjającym stabilizacji – w III kw. zauważalnie spadła dynamika konsumpcji. Przesunięcie struktury wzrostu w kierunku akumulacji dopełniałoby ten pozytywny obraz w sytuacji, gdyby wynikał on głównie z rosnącej roli inwestycji. Ostatnie dane nie wskazują jednak na taki scenariusz – nakładom inwestycyjnym można bowiem przypisać wkład na poziomie jedynie 1,5 pp, aż 3,7 pp – wzrostowi zapasów. Należy naturalnie zwrócić uwagę, że samą dynamikę inwestycji należy uznać za korzystną – w III kw. osiągnęła ona poziom ok. 6,3% r/r (s.a.) i wynik ten, w sytuacji utrzymującego się ryzyka, tak w polskiej gospodarce, jak i globalnie należy ocenić pozytywnie. Tym bardziej, że o ile w poprzednim kwartale dynamika ta była kw/kw głęboko ujemna (-11,7%), to w III kw. 2021 r. już zdecydowanie dodatnia – 2,4% kw/kw.

Bardziej skomplikowana jest kwestia interpretacji wysokiej dynamiki i kontrybucji zapasów w III kw. 2021 r. Wydaje się, że funkcjonuje tu kilka mechanizmów, których ostateczna rola jest w świetle wstępnych i niekompletnych danych trudna do ostatecznej oceny. Po pierwsze, wzrost popytu na zapasy jest związany z obserwowanymi w okresie wychodzenia ze skutków początkowych fal pandemii zakłóceniami funkcjonowania łańcuchów dostaw. Braki części i podzespołów utrudniały, a niekiedy wręcz uniemożliwiały, funkcjonowanie szeregu branż (m.in. przemysłu motoryzacyjnego). Zmusiło to część przedsiębiorstw do tworzenia „przezornościowych” buforów zapasów, w tym do odchodzenia w zarządzaniu zapasami od strategii *just in time* na rzecz podejść *just in case*. Po drugie, dynamiczny wzrost produkcji, w tym bardziej zapasochłonnej niż usługi przemysłowej, generalnie wymaga także stosownego wzrostu zapasów surowców i materiałów do produkcji. Po trzecie, część ekonomistów uważa, że do wzrostu zapasów przyczynia się obserwowany od pewnego czasu wysoki wzrost ich cen, implikujący także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. W stosunku do tego poglądu można mieć jednak kilka zastrzeżeń. Przede wszystkim, firmy stosujące przez wiele lat strategię *just in time* mają techniczne i fizyczne ograniczenia potencjału magazynowego. Strategie „chomikowania” zapasów są też kosztowne; zwłaszcza w okresie rosnących stóp procentowych, gdyż jednocześnie zamrażają część środków finansowych. Wreszcie na rynku globalnym obserwujemy zarówno spadki cen części surowców i materiałów, jak i należy oczekiwać normalizacji dostaw szeregu deficytowych obecnie dóbr zaopatrzeniowych; tym bardziej, że wprawdzie prognozy wzrostu PKB w Polsce i globalnie na obecny rok wciąż są dobre, ale jednak nieco gorsze niż formułowane wcześniej. W dodatku działania niektórych krajowych banków centralnych, w tym NBP, istotnie zmniejszą, jeśli nie odwrócą, wcześniejsze tendencje deprecjacyjne kursów. W efekcie firmy mogą odnotować ujemne tzw. *holding gains*. Analizując problem zapasów nie można też pominąć kwestii *stricte* statystycznych,

związanych z możliwymi błędami w pomiarze PKB; zwłaszcza w warunkach szokowych wzrostów niektórych cen – zapasy do pewnego stopnia pełnią tu rolę rezydualnej kategorii pomiarowej.

Warto w kontekście omawiania tej kategorii zwrócić uwagę, że duży wzrost zapasów może mieć też pewne implikacje prognostyczne – dla kształtowania się koniunktury w najbliższym czasie, w tym dla sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Otóż można przypuszczać, że część firm ograniczy w nieodległej przyszłości intensywność procesów odbudowy zapasów. Przełoży się to na mniejszy popyt na część środków produkcji, a także możliwy spadek ich cen. Ograniczy to tempo wzrostu produkcji w niektórych branżach i zapewne ich wkład we wzrost PKB. Może także mieć wpływ na pogorszenie wyników finansowych części przedsiębiorstw – również ze względu na oddziaływanie wspomnianych ujemnych zysków z posiadania (*holding gains*).

W III kw. 2021 r. wyraźnie ujemny okazał się wpływ eksportu netto na PKB (-2,7 pp). Wymowa tego faktu też jest wieloznaczna. Przede wszystkim zwróćmy uwagę na to, że od kilku miesięcy, po dłuższym okresie nadwyżek, saldo obrotów bieżących jest ujemne, a różnica dynamik eksportu i importu – obecnie najwyższa od 2015 r. W zdrowej gospodarce sytuacja taka często jest naturalnym efektem wzrostu nakładów inwestycyjnych, w dużym stopniu związanych z koniecznością zakupu zagranicznych maszyn i urządzeń. Jak już wspomniano, w III kw. 2021 r. dynamika wzrostu inwestycji była dość wysoka (choć częściowo działał też efekt bazy). Obecnie trzeba wskazać jednak także na kolejny czynnik – wpływ bardzo wysokich cen surowców, istotnej pozycji w naszym imporcie. Choć dynamikę eksportu także należy uznać za solidną, to analizując perspektywy sprzedaży eksportowej istotne są nie tylko czynniki sprzyjające – m.in. korzystne kształtowanie się kursu złotego. Jest ono zresztą obecnie szczególnie ważne, gdyż część naszych firm jest tzw. czystymi eksporterami, tzn. takimi, w których działalności niewielkie jest znaczenie importu. W warunkach istotnego wzrostu krajowych cen czynników produkcji, w tym nośników energii, płac etc., eksporterzy ci osiągaliby niższe marże w przypadku zbyt mocnego kursu; zwłaszcza w przypadku niższej od krajowej inflacji za granicą. Na perspektywy wzrostu naszego eksportu niejednoznacznie może też działać stabilizacja sytuacji postpandemicznej. Z jednej strony obecnie, wskutek zerwanych łańcuchów dostaw, część naszych firm odczuwa spadek popytu na ich wyroby, wynikający z ograniczeń produkcji u ich zagranicznych partnerów w związku z brakiem komponentów. Z drugiej, konkurencyjność polskiego eksportu ma wciąż w wielu obszarach charakter cenowo-kosztowy, a polskie firmy często „zarabiały na kryzysach”. Normalizacja sytuacji może oznaczać spadek znaczenia tego typu przewag.

Mimo dobrych wyników makroekonomicznych w sferze realnej, sytuacja w działach gospodarki nadal jest zróżnicowana. Wyraźnie poprawia się w tych z nich, które istotnie były dotknięte skutkami ograniczeń postpandemicznych. Obok dobrze sobie radzących m.in. Przemysłu oraz Transportu widzimy bowiem m.in. dużą poprawę w grupie HORECA. Relatywnie słabiej, choć wciąż dobrze, radzą sobie natomiast niektórzy wcześniejsi beneficjenci kryzysu COVID-19 (m.in. część sektora IT), przy czym zmiany te są raczej wyrazem powrotu do „normalności” niż jakiegoś kryzysu.

Podjęte kroki stabilizacyjne spowodowały, że mimo poważnego negatywnego wstrząsu w sferze produkcyjnej w 2020 r., sytuacja na rynku pracy w 2021 r. pozostała stabilna i generalnie dobra. Stopa bezrobocia nadal maleje i w efekcie – kształtuje się niemal na poziomie przedkryzysowym. Na bardzo wysokim, choć odległym od historycznego maksimum, znajduje się uogólniony wskaźnik braku rąk do pracy, przy czym nie powinno to zmniejszać wrażliwości na te informacje, gdyż na niektórych subrynkach pracy deficyt ten osiąga już krytyczne rozmiary (np. w części transportu, ochrony zdrowia, edukacji). Bardzo wysoka jest też nominalna dynamika wzrostu wynagrodzeń. Wzrost wynagrodzeń realnych w przemyśle jest jednak dosyć słaby – zarówno w skali rocznej (ok. 1,9% r/r), jak i m/m. Wydaje się, że w świetle całokształtu danych z rynku pracy z pewnym dystansem należy traktować opinie części ekonomistów, dotyczące pojawienia się w polskiej gospodarce spirali cenowo-płacowej

(SPC). Gdyby zjawisko to faktycznie już wystąpiło, w sytuacji tak wyraźnego przyspieszenia inflacji w II poł. 2021 r. przy utrzymującym się deficycie rąk do pracy i tak niskim poziomie bezrobocia – wzrost nominalny płac byłby prawdopodobnie wyższy. Obecnie hamująco na podwyżki płac mogą działać: relatywnie słabe uzwiązkowienie w polskich firmach, układy zbiorowe pracy, wyznaczające jednak procedury i timing ich wzrostu, a także duża niepewność przedsiębiorców odnośnie do własnej sytuacji ekonomicznej i wysoki wzrost innych kosztów (w tym surowców i materiałów, części kosztów finansowych). Wydaje się także, że same gospodarstwa domowe dość ostrożnie oceniają skalę „indeksacji” wynagrodzeń w ramach SPC – wprawdzie źródłem ich dochodów nie są jedynie (a często – w ogóle) wynagrodzenia, współczynniki ufności konsumentów (tak bieżący, jak i wyprzedzający) od kilku miesięcy systematycznie spadają.

Silny wstrząs w sferze realnej, tak w Polsce, jak i w wielu innych gospodarkach, choć z dość dużym opóźnieniem, to jednak przełożył się na zmiany niektórych parametrów finansowych. Głównym skutkiem okazała się inflacja, której zarówno globalny, jak i krajowy poziom, są najwyższe od lat. Mechanizm tego zjawiska jest dość złożony i jego dokładniejszy opis wykracza poza ramy RŁ, ale warto zwrócić tu uwagę na kilka elementów. Po pierwsze, popandemiczne odbicie w większości gospodarek było V-kształtne. Oznacza to, że po okresie gwałtownego spadku aktywności gospodarczej równie szybko nastąpiła jej odbudowa. Globalny wzrost produkcji spowodował eksplozję popytu na surowce i materiały, w tym energię i komponenty. Jeśli uwzględnimy, że w fazie recesji firmy głęboko „ciąły” zapasy, ten wzrost popytu musiał być w dużej mierze zaspokojony z bieżącej produkcji. Tu jednak potencjał gospodarek ogranicza możliwe do osiągnięcia jej realne przyrosty. Mechanizmem równoważącym okazał się właśnie wzrost cen, a niekiedy także racjonowanie niektórych dóbr. Kolejnym czynnikiem propopytowym okazał się tzw. popyt odroczone, związany z nieponiesionymi wydatkami w okresach lockdownów i szerzej – głębszych zaostrzeń pandemii. Część dodatkowego popytu kreowały tzw. tarcze antycovidowe, szeroko stosowane praktycznie w większości gospodarek. Były one wprowadzane w nadzwyczajnych warunkach i niekiedy „nadmiarowo” z punktu widzenia osłabiania ograniczeń budżetowych podmiotów dotkniętych pandemią, w tym z konsekwencjami propopytowymi. Wreszcie część wzrostów cen wynika ze zmiany struktury popytu w okresie pandemii – który przesunął się z usług do grupy dóbr trwałego użytku, potęgując problem zakłóceń dostaw komponentów do ich wytwarzania i w rezultacie – presję na wzrost cen. Nie można wreszcie zapominać, że pandemia jest nadal aktywnym procesem, oddziałującym często negatywnie na stronę podażową gospodarki. Jednym z powodów bardzo dużego wzrostu cen frachtu jest m.in. chińska polityka „zero tolerancji dla COVID”, w efekcie której dochodzi m.in. do zamykania bardzo dużych portów przeładunkowych wyłącznie ze względu na wykrycie kilku czy kilkunastu nowych przypadków wirusa. Inflacja w Polsce w dużym stopniu ma charakter „importowany” i wynika z powyżej naszkicowanych mechanizmów globalnych. Dodatkowo, efektywność energetyczna naszej gospodarki jest w wielu obszarach stosunkowo niska, co jest czynnikiem ponadprzeciętnej ekspozycji na te wstrząsy. Nie można też zapominać, że wysoki wzrost PKB w Polsce w warunkach dobrej sytuacji na rynku pracy też może być czynnikiem wzmacniającym bodźce proinflacyjne.

Spora część powyższych przyczyn podwyższonej inflacji ma charakter przejściowy i po ich ustaniu jej stopa ma szansę na – w części samoistny – powrót do poziomów przedkryzysowych. Zadaniem banków centralnych jest tu natomiast kotwiczenie oczekiwań inflacyjnych tak, by po wygaśnięciu tych czynników nie działały sprzężenia zwrotne amplifikujące bodźce inflacyjne. Jest naturalnie kwestią otwartą, jak szybko może nastąpić powrót inflacji do naturalnych poziomów. Oczekuje się, że część zaburzeń w łańcuchach wartości zaniknie w połowie 2022 r., ale niektóre mogą zakłócać równowagę nawet jeszcze w 2023 r. Globalnym czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także dalszy przebieg pandemii COVID-19. W Europie specyficznym elementem są także geopolityczne aspekty związane z polityką

gazową Rosji. Wydaje się jednak, że normalizacja sytuacji gospodarczej w skali globalnej i racjonalizacja popytu na nośniki energii osłabi też siłę tej polityki na rynkach europejskich, w tym na polskim.

Złożonym problemem jest kwestia oddziaływania powyższych okoliczności na kondycję finansową przedsiębiorstw, w tym na poziom zagrożenia upadłością. Warto tu uczynić kilka uwag. Przede wszystkim, oddziaływanie podwyższonej inflacji na sam sektor jest zróżnicowane, podobnie jak i poglądy na ten temat. Zależy ono też m.in. od proporcji czynników kosztowych i popytowych. Zazwyczaj jednak jest tak, że w przypadku dużych firm o znaczącej pozycji na rynku jest ono korzystne, gdyż z jednej strony dość łatwo mogą one przenosić wzrost kosztów na ceny, z drugiej – dokonywać przy okazji szeregu działań restrukturyzacyjnych czy naprawczych, które łatwo „podłączyć” pod ogólne procesy gospodarcze i wzrost cen obserwowany w całej gospodarce. Zdecydowanie trudniejsza jest natomiast sytuacja mniejszych przedsiębiorstw. Odczuwając bowiem równie silny wzrost kosztów, często także pracy, posiadają jednak ograniczoną moc cenotwórczą. W efekcie, sytuacja finansowa tych przedsiębiorstw może szybko ulec pogorszeniu. Korzystając z „premier” inflacyjnej duże firmy mogą jednak zaciemniać zagregowany obraz kondycji finansowej całego sektora tak, że bez jednostkowych analiz pogorszenie sytuacji mniejszych firm jest w wynikach sumarycznych słabo widoczne.

Obie grupy firm są natomiast wrażliwe na stan popytu na rynku, który przy ograniczonej indeksacji płac, wynagrodzeń i świadczeń, realnie zmniejsza inflacja. W warunkach inflacji ma miejsce także wzrost kosztów finansowania; w tym stóp procentowych. W naszym kraju poziom lewarowania przedsiębiorstw niefinansowych jest jednak, zwłaszcza na tle gospodarek najwyżej rozwiniętych, niski. Bezpośrednie konsekwencje wzrostu ceny pieniądza dla sytuacji finansowej firm są więc tu na ogół dość ograniczone. Nie jest też w Polsce zbyt częste zjawisko istnienia tzw. firm zombie, a więc podmiotów funkcjonujących w oparciu o rolowanie niskooprocentowanego długu, a których faktyczna sytuacja ekonomiczna jest „ukrywana” przez niektórych z finansujących je pożyczkodawców. Silniejszy wzrost stóp procentowych może jednak działać na przedsiębiorstwa pośrednio – np. ze względu na możliwe umocnienie się waluty. Na aprecjację reagować mogą szczególnie silnie te przedsiębiorstwa, które funkcjonują w oparciu o konkurencyjność cenową, a także firmy o niskim poziomie tzw. naturalnego *hedgingu*. Negatywny wpływ na sytuację finansową krajowych podmiotów może mieć także wspomniana już różnica pomiędzy dynamiką inflacji krajowej i w gospodarkach, do których trafiają nasze produkty. W ramach tego przeglądu wspomnieć też należy o wpływie inflacji na sytuację przedsiębiorstw w dłuższym horyzoncie. Wydaje się, że w tym przypadku jest on negatywny dla znacznie większych grup firm. Inflacja zniekształca bowiem rachunek ekonomiczny w przedsiębiorstwach, zwłaszcza kosztów, utrudnia planowanie finansowe, zawieranie długookresowych umów itd. Te skutki mogą mieć też ujemny wpływ na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw.

Dalszy przebieg pandemii COVID-19 wciąż 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. Zawarte w poprzednim RŁ prognozy dotyczące przebiegu pandemii do końca 2021 r. potwierdziły się. Poziom mierzonych zakażeń sięgał przewidywanego poziomu 30 tys./d, przy – niestety – bardzo wysokim poziomie zgonów. Jednocześnie, mimo silnie napiętej sytuacji w systemie ochrony zdrowia, udało się uniknąć jego krytycznego obciążenia, skutkującego koniecznością wprowadzenia daleko idących restrykcji, z pełnym lockdownem włącznie. Ostrzejsze środki, jeśli były stosowane, to głównie lokalnie. Znacząca liczba osób była objęta natomiast kwarantanną (nawet ok. 700 tys.). W sumie więc poziom restrykcyjności polityki przeciwpandemicznej był niski – wskaźnik SI kształtował się w pobliżu pierwszego kwartyła jego rozkładu dla krajów europejskich. W sumie stosowane w Polsce podejście wydaje się mieć obecnie szereg elementów podobnych do tzw. *modelu szwedzkiego*.

Dane z drugiej połowy grudnia 2021 r. sugerowały przejście polskiej gospodarki przez maksimum IV fali – tak w liczbie nowych przypadków, jak i miar obciążenia systemu opieki zdrowotnej (SOZ). Gaśnięcie tej fali było bardzo dobrze widoczne m.in. w układzie terytorialnym, pokazującym zjawisko jej przesuwania się od powiatów, w których się rozpoczęła (wschodnich) na zachód. Niestety należy zasygnalizować problem odwrócenia się tych tendencji w pierwszych dniach stycznia 2022 r. Może to wynikać zarówno z przyczyn „statystycznych”, związanych z układem dni wolnych w Polsce pod koniec starego i na początku nowego roku, ale niestety również z tzw. efektem świąt – czyli wzmożonych kontaktów, połączonych z przemieszczaniem się dużych mas ludzi i w efekcie – wyższego poziomu nowych zakażeń. Gdyby to właśnie było przyczyną obserwowanego obecnie wzrostu zakażeń, wówczas istniałaby by groźba, że dotychczasowa fala pandemii w Polsce wygaśnie wolniej i może nałożyć się (superpozycja) na kolejną. Rodziłoby to bardzo niebezpieczną sytuację w SOZ, który musiałby poradzić sobie m.in. z taką kumulacją przypadków i związanych z nimi – ciężkich powikłań.

Próba odpowiedzi na powyższe pytanie jest bardzo trudna – mimo wielu badań wciąż kilka cech wariantu Omikron jest niejasnych. Nie budzi większych sporów jedynie jego dużo większa zakaźność w stosunku do wariantu Delta. W efekcie w skali globalnej w okresie ostatnich kilkunastu dni obserwujemy gwałtowny wzrost zakażeń – pochodzących głównie z Europy i USA. W niektórych krajach europejskich notuje się obecnie nawet po 200-300 tys. nowych zakażeń dziennie. Dyskusyjna jest natomiast kwestia jego zjadliwości oraz skuteczności dotychczasowych szczepień, dobieranych przecież do cech poprzednich wariantów oraz odporności ozdowieńczej.

Jeśli chodzi o problem zjadliwości, to większość danych wskazuje, że jest ona widocznie mniejsza w stosunku do wariantu Delta. Trudny jednak jest do „oszacowania” łączny efekt obu tych czynników – kluczowy z punktu widzenia ryzyka przeciążenia systemu SOZ. Powstaje bowiem pytanie, czy tak wysoka zakaźność, skutkująca wielką liczbą zakażonych, zostanie skompensowana niższym odsetkiem cięższych przebiegów klinicznych. Gdyby tak się nie stało, to na „niedogaszoną” IV falę nałożyłaby się V fala – z katastrofalnymi skutkami dla SOZ. Przed scenariuszem tym ostrzega wielu epidemiologów. Otwartą kwestią jest też skuteczność modelu typu szwedzkiego w sytuacji pojawienia się nowego wariantu. Jego potencjalną, ale wciąż nieweryfikowalną zaletą, mogłaby być wrażliwość nowej odmiany wirusa na przeciwciała u ozdowieńców, którzy wcześniej przechorowali wariant Delta. Gdyby tak faktycznie było, „zderzenie” czasowe obu fal pandemii – Delta i Omikron, nie tylko nie doprowadziłoby do kumulacji zakażeń, ale oddziaływanie to miałoby charakter subtrakcyjny, a nie addytywny. Prognozowanie dalszego przebiegu pandemii w oparciu wyłącznie o ten scenariusz jest jednak bardzo ryzykowne, gdyż w rezultacie jego niespełnienia mielibyśmy do czynienia z potężną falą nowych zakażeń, która niestety przełożyłaby się na duży wzrost hospitalizacji. Wprawdzie rozważane są plany poszerzenia bazy łóżkowej do 40, a nawet 60 tys. miejsc, ale dotychczasowe doświadczenia sugerują, że bardzo trudno byłoby to osiągnąć bez paraliżu innych obszarów SOZ. W dodatku najnowsze doświadczenia Włoch czy USA pokazują, że zakażenie wariantem Omikron dotyka wielu przedstawicieli służb publicznych, w tym pilotów, policjantów, a także personel medyczny. Reasumując, wydaje się, że w I poł. 2022 r. prawdopodobieństwo poważniejszych komplikacji zdrowotnych i gospodarczych, związanych z wariantem Omikron, jest istotnie większe niż w IV kw. 2021 r. ze względu na wariant Delta.

Ze względu na wciąż bardzo aktywną pandemię, nietypowe zachowanie wielu gospodarek w fazie wychodzenia z recesji 2020 r. oraz utrzymującą się w różnych obszarach dyskrecjonalną politykę ekonomiczną – prognozowanie wzrostu gospodarczego nadal jest bardzo trudne. Dotyczy to również prognoz PKB dla polskiej gospodarki. Przegląd prognoz zewnętrznych ośrodków wskazuje jednak na kilka wspólnych tendencji. Po pierwsze, większość z nich dokonała korekty w dół przewidywań na 2022 r., przy czym stosunkowo niewielkiej. Nawet po tych korektach przewidywania odnośnie PKB są

na ten rok nadal bardzo korzystne i oscylują wokół 4,3-4,5% r/r. Część ośrodków istotnie słabiej ocenia natomiast perspektywy wzrostu w 2023 r. Choć wciąż są to solidne możliwości rozwojowe, ale w tych przypadkach sytuujące się widocznie poniżej 4,0% r/r. Zgodnie z wieloletnim doświadczeniem zebrany w ramach projektu ISR sugeruje to, że w przyszłym roku można spodziewać się, *ceteris paribus*, nasilenia problemów finansowych firm i zwiększonej fali upadłości.

Po drugie, w analizach perspektyw rozwojowych dość powszechnie wskazuje się na gorsze przewidywania odnośnie do konsumpcji w br. Z jednej strony inflacja osłabi siłę nabywczą szeregu gospodarstw domowych; zwłaszcza biedniejszych. Dotyka ona bowiem w istotnym stopniu cen żywności oraz nośników energii – a więc pozycji, które w tej grupie ludności odgrywają kluczową rolę w strukturze wydatków.

Po trzecie, nadal nie jest jasna ścieżka realizacji KPO – ani z punktu widzenia skali dostępnych środków, ani rozkładu ich dopływu w czasie do polskiej gospodarki. Ma to wiele implikacji, w tym może oddziaływać hamująco na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Nawet w przypadku ich szybkiego uruchomienia dla części projektów inwestycyjnych może też oznaczać to konieczność przesunięcia ich realizacji na 2023 r. lub później.

Po czwarte, pandemia, utrzymujące się problemy z funkcjonowaniem łańcuchów dostaw, dość wysoka inflacja i wzrastający poziom niepewności są wymieniane jako główne czynniki przemawiające za pewnymi korektami w dół oczekiwanego wzrostu globalnego w br. Pomimo tych korekt prognozy dla Świata są wciąż raczej korzystne, a główne instytucje przewidują, że w 2022 r. globalne PKB zwiększy się o ok. 4,5% r/r. Wyraźniejsze spowolnienie jest natomiast oczekiwane w 2023 r.

Bardziej precyzyjne przełożenie powyższych uwarunkowań na scenariusz makroekonomiczny jest możliwe w ramach podejścia modelowego, zawartego w Raporcie Makro. W najnowszej edycji Raportu Makro zaprezentowano „bliźniacze” zestawy prognoz – bez-(BC) i z włączonym elementem cyklicznym (ZC). Z punktu widzenia metodyki opisu kategorii makroekonomicznych za takim podejściem przemawia m.in. fakt, że okres pandemiczny i post-pandemiczny wciąż charakteryzuje się obecnością dyskrecjonalnych działań polityki gospodarczej. Zmieniają one, również osłabiając, naturalny cykl gospodarczy. Wydaje się jednak, że znaczenie tych działań będzie malało. Obserwować będziemy więc powrót części zmiennych makroekonomicznych do ich naturalnych przebiegów. Ponieważ najsilniej instrumenty te były stosowane w 2020 r., a zwykle czas trwania stymulant fiskalny wynosi ok. 1,5-2 lat, można przypuszczać, że od drugiej połowy 2022 r. ścieżki BC będą przechodziły w ścieżki ZC.

Przedstawione scenariusze makroekonomiczne są ogólnie nadal optymistyczne; m.in. ze względu na dobre dane makroekonomiczne z III kwartału 2021 r. Scenariusz makroekonomiczny uzyskany na podstawie modelu łącznego bez komponentów cyklicznych wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w IV kwartale 2021 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 7,31%), 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 IV kwartale 2021 roku w porównaniu z projekcją z II raportu. Z wysokich, przekraczających wartość 7% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB będzie stabilizować się w 2023 r. na poziomie około 4,3% r/r, wskazując na odbudowę i powrót na ścieżkę dynamicznej ekspansji polskiej gospodarki obserwowanej w 2017 r. W tym aspekcie obecna prognoza jest zgodna ze scenariuszem z poprzedniej edycji raportu, a w okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r.

Prawdopodobieństwa ujemnych dynamik analizowanych kategorii stabilizują się w horyzoncie prognozy na poziomie około 0,13 w przypadku dynamiki PKB, wobec wartości 0,15 odnotowanej w poprzedniej edycji raportu. Przeważa zatem scenariusz wzrostu w kolejnych kwartałach, jednak ryzyko wyhamowania i dalszej recesji nadal pozostaje na poziomach ostrzegawczych. Prognoza dynamiki inwestycji konsekwentnie pozostaje najbardziej niepewna. Prawdopodobieństwo spadku inwestycji jest wysokie w całym horyzoncie prognozy i rosnąc stabilizuje się na poziomie 0,30 w II kwartale 2023 r., wobec wartości 0,28 uzyskanej w poprzedniej edycji raportu. Główne źródła wzrostu, to jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych też są narażone na spadki z prawdopodobieństwem sięgającym wartości około 0,18.

Model z włączonym komponentem cyklicznym daje pod pewnymi względami odmienny obraz sytuacji. W ramach tego podejścia w kolejnych kwartałach będziemy obserwowali wyhamowanie dynamiki PKB – do wartości 2,6% r/r. W ramach tego modelu należy też spodziewać się silnego ograniczenia popytu krajowego i spożycia gosp. domowych. Jeśli chodzi o aktywność inwestycyjną, to po okresie wzrostu tej aktywności od II półrocza 2022 r. należy oczekiwać hamowania inwestycji, przy czym prognoza ta obarczona jest dużą niepewnością.

W przypadku produkcji ścieżka centralna prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym wskazuje na wzrost z załamaniem dynamiki w lutym 2022 roku. Wyhamowanie tempa zmian produkcji oraz możliwy spadek r/r dotyczy okresu do września 2022. Pod koniec horyzontu prognozy należy oczekiwać dodatnich, ale bardzo małych, dynamik wzrostu produkcji. 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.

Według scenariusza mającego źródło w modelu z włączonym komponentem cyklicznym, odczyt dynamiki produkcji przemysłowej z października 2021 roku jest najwyższy i wyznacza górny punkt zwrotny oraz odwrócenie trendu. W całym horyzoncie prognozy do X 2022 roku należy spodziewać się malejących, ale nadal dodatnich, dynamik produkcji przemysłowej r/r.

Zgodnie z wynikami Raportu Mikro, sytuacja ekonomiczna dla zbiorowości ogółem w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (SPN) jest zróżnicowana. 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. Poprawa sytuacji w ostatnim okresie była tu skokowa, 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%).

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.

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. IV Raport w ramach projektu ISR – komponent makroekonomiczny*⁷,
- *Zmiana gospodarcza 2020-2021. IV Raport w ramach projektu ISR – komponent mikroekonomiczny*⁸.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15⁹ 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

⁷ Cytowanym w *Raporcie Łącznym* jako *Raport Makro*.

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

⁹ 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)¹⁰.

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 12 432 średnich i 3 452 dużych w III kw. 2021 r.). 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 III kw. 2021 r. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do III kw. 2021 r. łącznie. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej obserwacje zaktualizowano do października 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 IV kwartale 2021 r.

Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 31 grudnia 2021 r. (dla danych miesięcznych) i III kw. 2021 r. dla większości danych kwartalnych. W przypadku niektórych informacji, w tym dotyczących przebiegu pandemii COVID-19, i aktualizacji niektórych prognoz zewnętrznych, wykorzystano dane dostępne do 6 stycznia 2022 r.

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

¹⁰ Powyższe zagadnienia są szerzej omówione w *Raporcie metodologicznym*.

trudno interpretowalne – m.in. ze względu na zawieszenie działalności sądów, ale także programy pomocowe.

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.

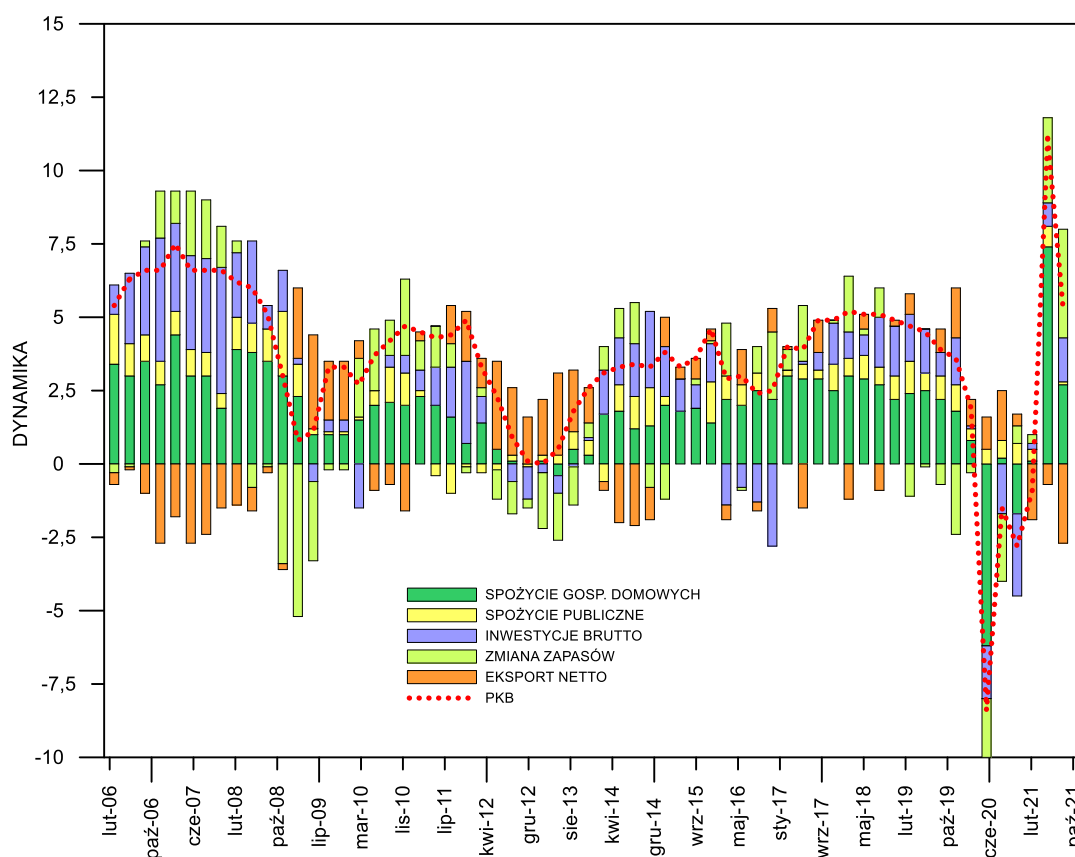
W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 8 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (tzw. Top 8). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak zestaw głównych charakterystyk finansowych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

I.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Większość elementów sytuacji makroekonomicznej Polski w 2021 r. w sferze realnej należy oceniać pozytywnie. Dostępne szacunki PKB za III kw. i dane o wyższych częstościach za październik i listopad zeszłego roku pokazują, że dzięki programom pomocowym Rządu, elastycznej polityce Banku Centralnego oraz działaniom dostosowawczym samych przedsiębiorstw dynamika rozwoju gospodarczego była wysoka, a tempo wzrostu PKB za cały rok najprawdopodobniej wyraźnie przekroczyło 5% (r/r). Tylko w samym III kw. 2021 r. produkt krajowy wzrósł o 5,5% r/r (s.a.).

Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce



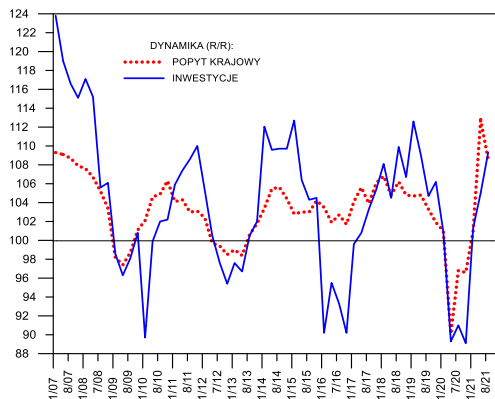
Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS (dane z bieżących szacunków wstępnych).

Specyficzna okazała się natomiast, w świetle wstępnych danych GUS, struktura tego wzrostu w III kw. 2021 r. Na jego dynamikę wciąż pozytywnie oddziaływał wzrost spożycia ogółem (kontrybucja ok. 2,8 pp), w tym samych gospodarstw domowych (wkład ok. 2,7 pp), ale nie był to już główny, jak w większości kwartałów po 2015 r., czynnik. Nie tylko pierwsze miejsce zajęła tu bowiem akumulacja, ale i z rekordowym, przynajmniej od 2006 r. wkładem, wynoszącym aż 5,2 pp.

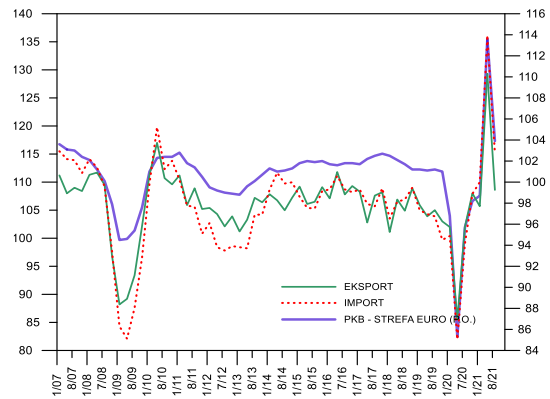
Ocena makroekonomicznych skutków tej „zmiany miejsc” jest niejednoznaczna. Z jednej strony relatywnie mniejsza rola „motoru” spożycia jest, zwłaszcza w warunkach wyraźnie podwyższonej inflacji, czynnikiem sprzyjającym stabilizacji – w III kw. zauważalnie spadła dynamika tej kategorii (por. Rysunek 2). Przesunięcie struktury w kierunku akumulacji dopełniałoby ten pozytywny obraz

w sytuacji, gdyby wzrost jej znaczenia wynikał głównie z rosnącej roli inwestycji. Ostatnie dane nie wskazują jednak na taki scenariusz – nakładom inwestycyjnym można bowiem przypisać wkład na poziomie jedynie 1,5 pp natomiast aż 3,7 pp wynika ze wzrostu zapasów. Należy naturalnie zwrócić uwagę, że samą dynamikę inwestycji należy uznać za korzystną – w III kw. osiągnęła ona poziom ok. 6,3% r/r (s.a.) i wynik ten, w sytuacji utrzymującego się ryzyka, tak w polskiej gospodarce, jak i globalnie należy uznać za niezły. Tym bardziej, że o ile w poprzednim kwartale dynamika ta była kw/kw głęboko ujemna (-11,7%), to w III kw. już zdecydowanie pozytywna – 2,4% kw/kw.

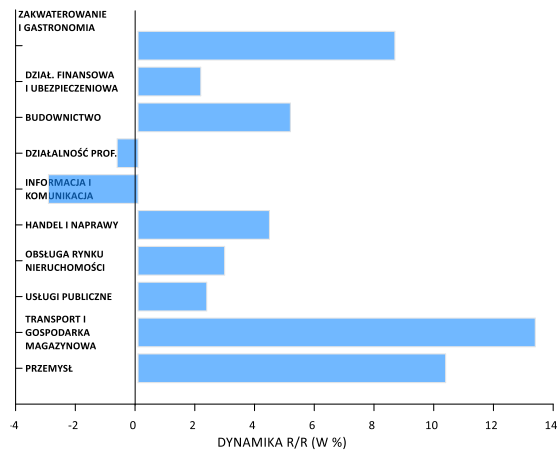
Rysunek 2 Dynamika r/r popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %)



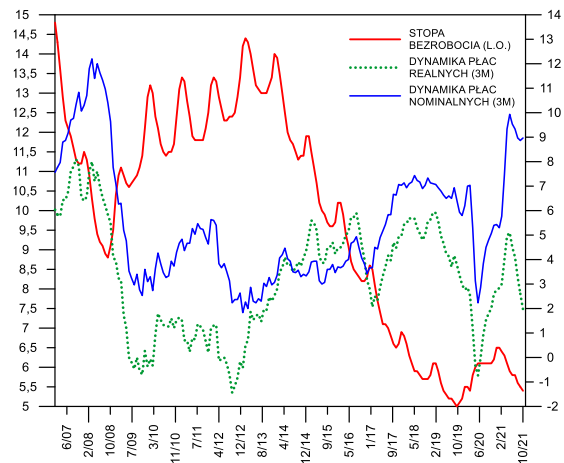
Rysunek 3 Dynamika eksportu i importu Polski oraz dynamika PKB w strefie euro (r/r)



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.

Bardziej skomplikowana jest kwestia interpretacji wysokiej dynamiki i kontrybucji zapasów. Wydaje się, że funkcjonuje tu kilka mechanizmów o trudnej do oceny ostatecznej roli. Po pierwsze, wzrost popytu na zapasy jest związany z obserwowanymi w okresie wychodzenia ze skutków początkowych fal pandemii zakłóceniami funkcjonowania łańcuchów dostaw. Braki części i podzespołów utrudniały, a niekiedy wręcz uniemożliwiały, funkcjonowanie szeregu branż (m.in. przemysłu motoryzacyjnego). Zmusiło to część przedsiębiorstw do tworzenia „przezornościowych” buforów zapasów, w tym do odchodzenia od strategii *just in time* na rzecz podejść *just in case* w zarządzaniu zapasami.

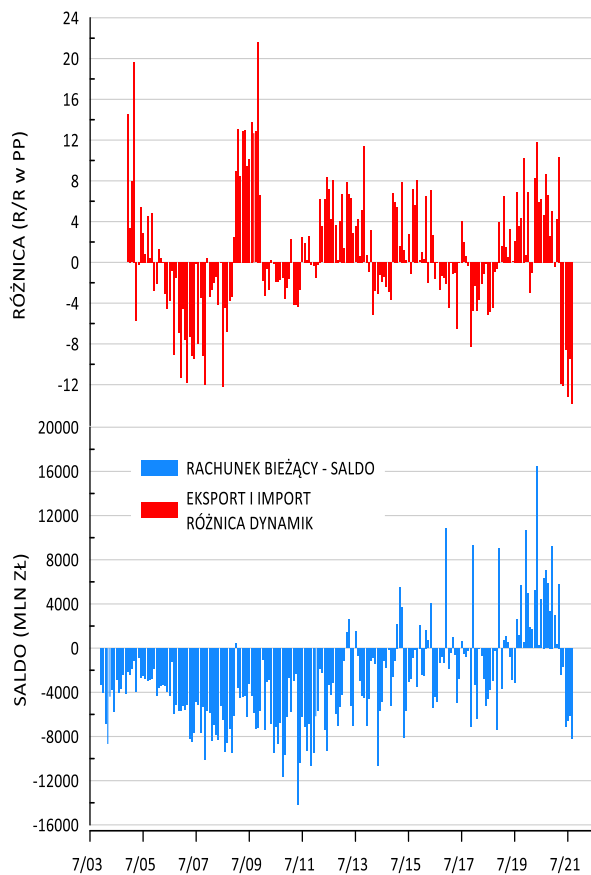
Po drugie, dynamiczny wzrost produkcji, w tym relatywnie zapasochłonnej przemysłowej (por. Rysunek 11), generalnie wymaga stosownego wzrostu i zapasów surowców i materiałów do produkcji. Po trzecie, część ekonomistów uważa, że do wzrostu zapasów przyczynia się wysoki wzrost ich cen, implikujący także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. W stosunku do tego poglądu można mieć jednak kilka zastrzeżeń. Przede wszystkim, firmy stosujące przez wiele lat strategię *just in time* mają techniczne i fizyczne ograniczenia potencjału magazynowego. Strategie „chomikowania” zapasów są też kosztowne; zwłaszcza w okresie rosnących stóp procentowych, gdyż jednocześnie zamrażają część środków finansowych. Wreszcie na rynku globalnym obserwujemy zarówno spadki cen części surowców i materiałów (por. Rysunek 31), jak i należy oczekiwać normalizacji dostaw szeregu deficytowych obecnie dóbr zaopatrzeniowych; tym bardziej, że wprawdzie prognozy wzrostu PKB na obecny rok wciąż są dobre, ale jednak nieco gorsze niż formułowane wcześniej. W dodatku działania niektórych banków centralnych, w tym NBP, istotnie zmniejszą, jeśli nie odwrócą wcześniejszych tendencji kursowych. W efekcie firmy mogą odnotować ujemne tzw. *holding gains*.

Duży wzrost zapasów może mieć też pewne implikacje prognostyczne – dla kształtowania się koniunktury w najbliższym czasie, w tym dla sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Otóż można przypuszczać, że firmy ograniczą intensywność procesów odbudowy zapasów, co będzie oznaczało mniejszy popyt na część środków produkcji i możliwy także spadek ich cen. Ograniczy to tempo wzrostu produkcji w niektórych branżach. Może także mieć wpływ na pogorszenie wyników finansowych części przedsiębiorstw – również ze względu na oddziaływanie wspomnianych ujemnych zysków z posiadania (*holding gains*).

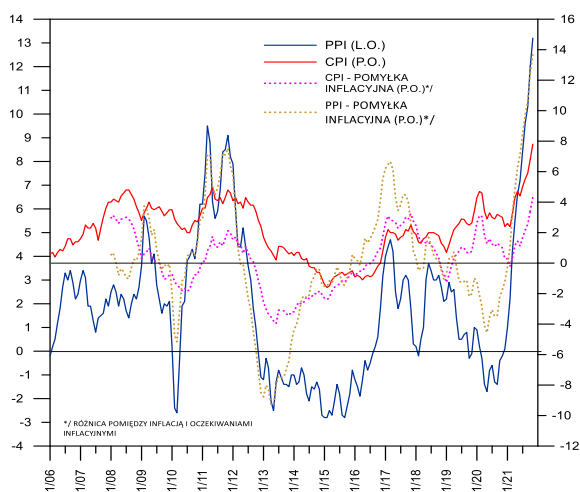
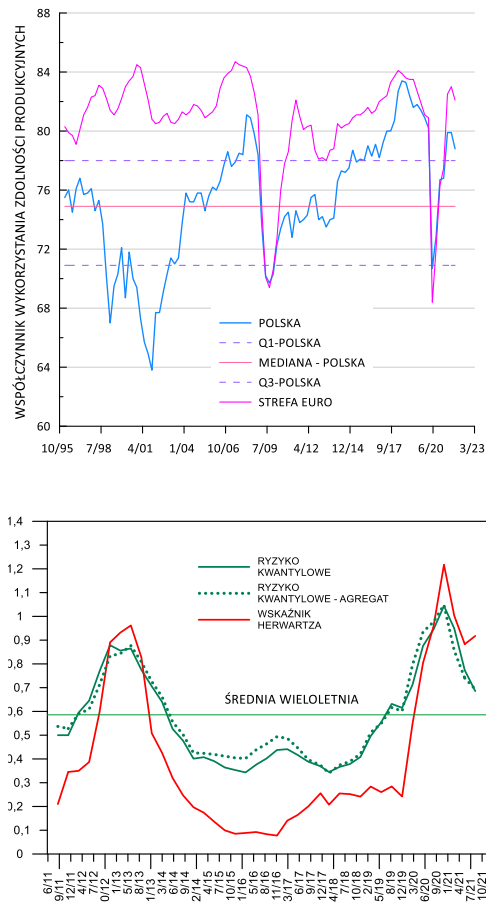
W III kw. 2021 r. wyraźnie ujemny okazał się wpływ eksportu netto na PKB (-2,7 pp). Wymowa tego faktu też jest wieloznaczna. Przede wszystkim zwróćmy uwagę na to, że od kilku miesięcy, po dłuższym okresie nadwyżek, saldo obrotów bieżących jest ujemne, a różnica dynamik eksportu i importu – obecnie najwyższa od 2015 r. W zdrowej gospodarce sytuacja taka często jest efektem wzrostu nakładów inwestycyjnych, w dużym stopniu związanych z koniecznością zakupu zagranicznych maszyn i urządzeń. Obecnie trzeba wskazać także na kolejny czynnik – wpływ bardzo wysokich cen surowców, istotnej pozycji w naszym imporcie, który m.in. z tego powodu wzrósł w III kw. o 15,2% r/r przy dynamice eksportu ok. 8,6% r/r. Choć dynamikę eksportu także należy uznać za solidną, to analizując perspektywy tej sprzedaży eksportowej istotne są nie tylko czynniki sprzyjające – m.in. korzystne kształtowanie się kursu złotego (por. Rysunek 9). Jest ono zresztą obecnie szczególnie ważne, gdyż część naszych firm jest tzw. czystymi eksporterami, tzn. takimi, w których działalności niewielkie jest znaczenie importu. W warunkach istotnego wzrostu krajowych cen produkcji sprzedanej (por. Rysunek 6), w tym nośników energii, płac etc. eksporterzy ci osiągaliby niższe marże w przypadku zbyt mocnego kursu, a niższej od krajowej inflacji za granicą. Na perspektywy wzrostu naszego eksportu niejednoznacznie może też działać stabilizacja sytuacji postpandemicznej. Z jednej strony obecnie, wskutek zerwanych łańcuchów dostaw, część naszych firm odczuwa spadek popytu na ich wyroby, wynikający z ograniczeń produkcji u ich zagranicznych partnerów związanych z brakiem komponentów. Z drugiej, konkurencyjność polskiego eksportu ma wciąż w wielu obszarach charakter cenowo-kosztowy, a polskie firmy często „zarabiały na kryzysach”. Normalizacja sytuacji będzie oznaczała spadek znaczenia tego typu przewag¹¹.

¹¹ Sygnalizuje to zjawisko np. przemysł meblarski, który obecnie korzysta m.in. na dużej różnicy cen przewozów z Azji i Europy do USA – por. T. Wiktorski, Branża meblarska – raport branżowy, 2022

Rysunek 6 Rachunek bieżący (górny panel) oraz inflacja cen konsumenta i producenta (CPI i PPI – dolny panel)



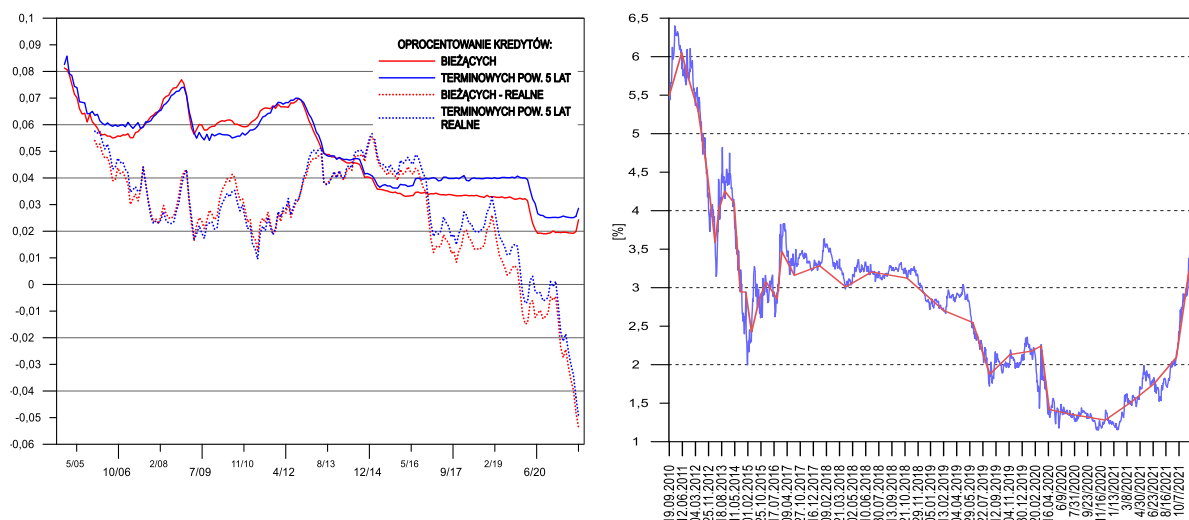
Rysunek 7 Wykorzystanie mocy produkcyjnych (górny panel) oraz niepewność prognoz PKB (dolny panel)



Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS, Eurostatu i NBP.

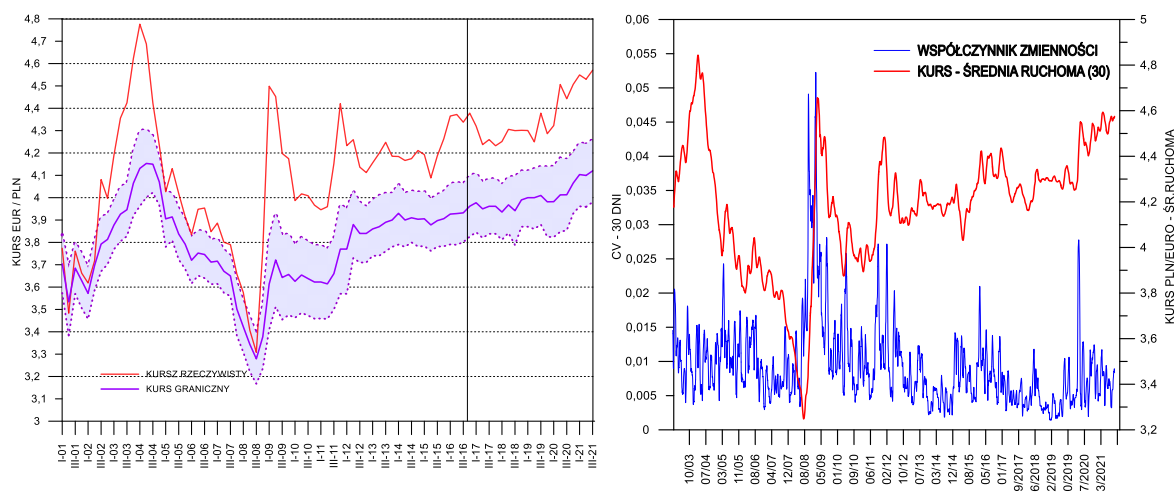
Mimo dobrych wyników makroekonomicznych w sferze realnej, sytuacja w działach gospodarki nadal jest zróżnicowana (por. Rysunek 4), wyraźnie poprawia się w tych z nich, które istotnie były dotknięte skutkami ograniczeń postpandemicznych. Obok dobrze sobie radzących m.in. Przemysłu oraz Transportu, widzimy dużą poprawę w grupie HORECA. Relatywnie słabiej, choć wciąż dobrze, radzą sobie natomiast niektórzy beneficjenci kryzysu COVID-19 (m.in. część sektora IT).

Rysunek 8 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 9 Kurs graniczny opłacalnego eksportu (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)

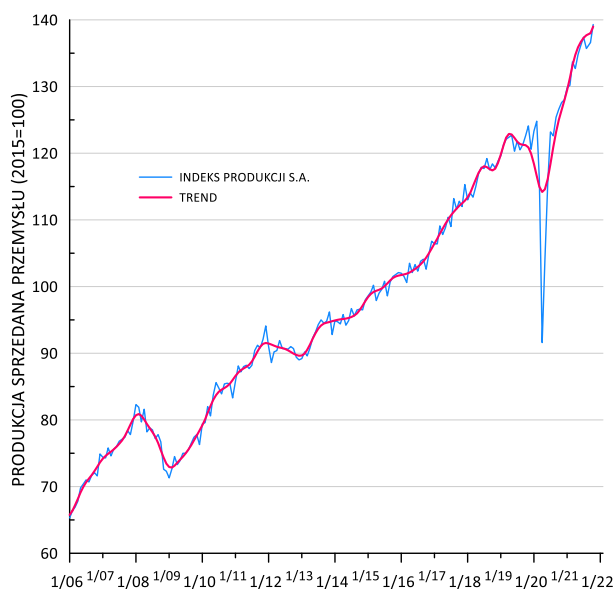


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

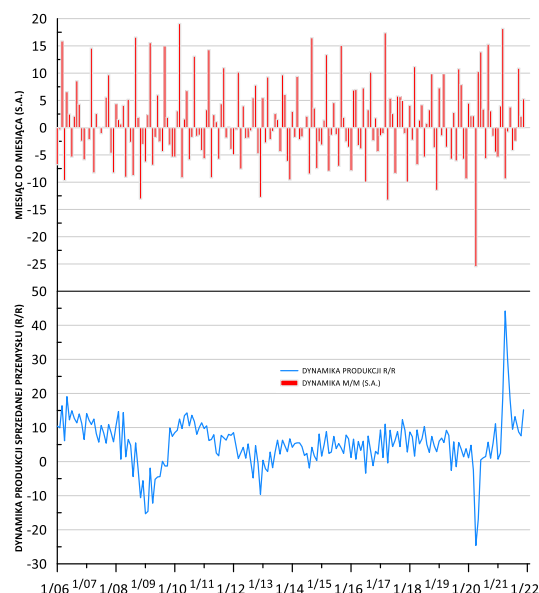
Podjęte kroki stabilizacyjne spowodowały, że mimo poważnego negatywnego wstrząsu w sferze produkcyjnej w 2020 r., sytuacja na rynku pracy w 2021 r. pozostała stabilna i generalnie dobra. Stopa bezrobocia nadal maleje i w efekcie kształtuje się na poziomie przedkryzysowym (por. Rysunek 5). Na bardzo wysokim, choć odległym od historycznego maksimum, znajduje się uogólniony wskaźnik braku rąk do pracy (por. Rysunek 17), choć na niektórych subrynkach pracy deficyt ten osiąga już krytyczne rozmiary (np. w części transportu, ochrony zdrowia, edukacji). Bardzo wysoka jest też nominalna dynamika wzrostu wynagrodzeń. Wzrost wynagrodzeń realnych w przemyśle jest jednak dosyć słaby – zarówno w skali rocznej (ok. 1,9% r/r), jak i m/m. Wydaje się, że w świetle całokształtu danych z rynku pracy ostrożnie należy traktować pojawiające się opinie części ekonomistów, dotyczące

pojawienia się w polskiej gospodarce spirali cenowo-płacowej (SPC). Gdyby zjawisko to faktycznie już wystąpiło, w sytuacji tak wyraźnego przyspieszenia inflacji w II poł. 2021 r. – przy utrzymującym się deficycie rąk do pracy i tak niskim poziomie bezrobocia – wzrost nominalny płac byłby prawdopodobnie wyższy. Obecnie hamująco na podwyżki płac mogą działać: relatywnie słabe uzwiązkowienie w polskich firmach, układy zbiorowe pracy, wyznaczające jednak procedury i timing ich wzrostu, a także duża niepewność przedsiębiorców odnośnie do własnej sytuacji ekonomicznej i wysoki wzrost innych kosztów (w tym surowców i materiałów, części kosztów finansowych). Wydaje się także, że same gospodarstwa domowe dość ostrożnie oceniają skalę „indeksacji” wynagrodzeń w ramach SPC – wprawdzie źródłem ich dochodów nie są jedynie (a często – w ogóle) wynagrodzenia, współczynniki ufności konsumentów (tak bieżący, jak i wyprzedzający) od kilku miesięcy systematycznie spadają.

Rysunek 10 Indeks produkcji przemysłu (2015=100) – wielkości s.a. oraz trend



Rysunek 11 Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu m/m (górny panel s.a.) oraz r/r (dolny panel)

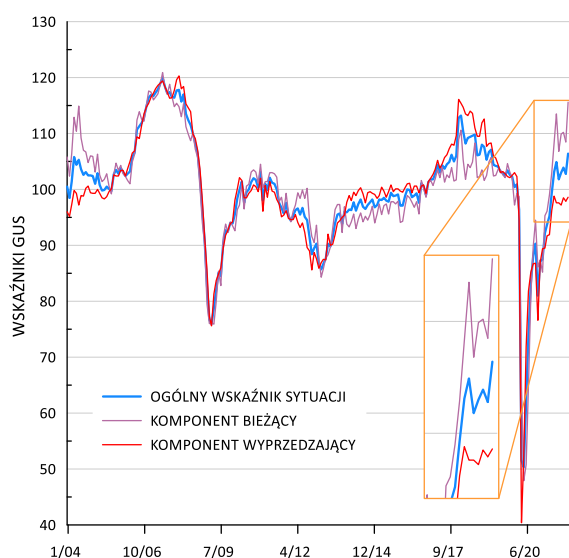


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

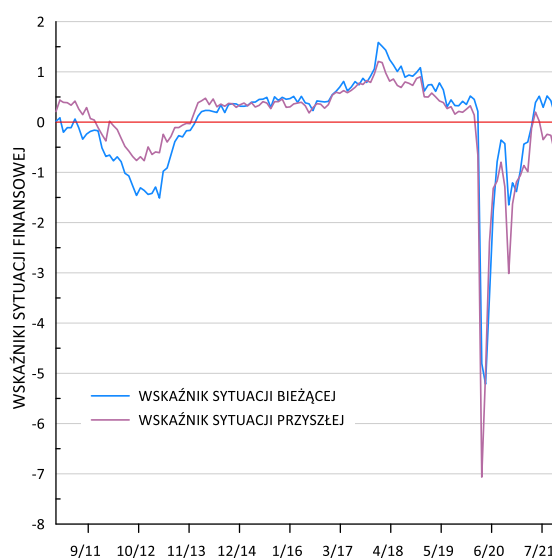
Silny wstrząs w sferze realnej, tak w Polsce, jak i w wielu innych gospodarkach, choć z dość dużym opóźnieniem, to jednak przełożył się na zmiany niektórych parametrów finansowych. Głównym skutkiem okazała się inflacja, której zarówno globalny, jak i krajowy poziom, są najwyższe od lat. Mechanizm tego zjawiska jest dość złożony i jego dokładniejszy opis wykracza poza ramy RŁ, ale warto zwrócić uwagę na jego kilka elementów. Po pierwsze, popandemiczne odbicie w większości gospodarek było V-kształtne. Oznacza to, że po okresie gwałtownego spadku aktywności gospodarczej równie szybko nastąpiła jej odbudowa. Globalny wzrost produkcji spowodował eksplozję popytu na surowce i materiały, w tym energię i komponenty. Jeśli uwzględnimy, że w fazie recesyjnej firmy cięły zapasy, ten wzrost popytu musiał być w dużej mierze zaspokojony z bieżącej produkcji. Tu jednak potencjał gospodarek ogranicza możliwe do osiągnięcia jej realne przyrosty. Mechanizmem równoważącym okazał się właśnie wzrost cen, a niekiedy także racjonowanie niektórych dóbr. Kolejnym czynnikiem propopytowym okazał się tzw. popyt odroczone, związany z nieponiesionymi wydatkami w okresach lockdownów i szerzej – zaostżeń pandemii. Część dodatkowego popytu kreowały tzw. tarcze antycovidowe, szeroko stosowane praktycznie w większości gospodarek. Były one

wprowadzane w nadzwyczajnych warunkach i niekiedy „nadmiarowo”. Wreszcie część wzrostów cen wynika ze zmiany struktury popytu w okresie pandemii – który przesunął się z usług do grupy dóbr trwałego użytku, potęgując problem zakłóceń dostaw komponentów do ich wytwarzania i w rezultacie – presję na wzrost cen. Nie można wreszcie zapominać, że pandemia jest nadal aktywnym procesem, oddziałującym często negatywnie na stronę podażową gospodarki. Jednym z powodów bardzo dużego wzrostu cen frachtu jest m.in. chińska polityka „zero tolerancji dla COVID”, w efekcie której dochodzi m.in. do zamykania bardzo dużych portów przeładunkowych wyłącznie ze względu na wykrycie kilku czy kilkunastu nowych przypadków wirusa. Spora część powyższych przyczyn podwyższonej inflacji ma charakter przejściowy i po ich ustaniu jej stopa ma szansę na – w części samoistny – powrót do poziomów przedkryzysowych. Zadaniem banków centralnych jest tu natomiast kotwiczenie oczekiwań inflacyjnych tak, by po wygaśnięciu tych czynników nie działały mechanizmy utrwalające inflację. Jest naturalnie kwestią otwartą, jak szybko może to nastąpić. Oczekuje się, że część zaburzeń w łańcuchach wartości zaniknie w połowie 2022 r., ale niektóre mogą zakłócać równowagę nawet jeszcze w 2023 r. Globalnym czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także dalszy przebieg pandemii COVID-19. W Europie specyficznym elementem są także geopolityczne aspekty związane z polityką gazową Rosji. Wydaje się jednak, że powrót do normalności w skali globalnej i racjonalizacja popytu na nośniki energii zmieni też siłę tego argumentu na rynkach europejskich, w tym na polskim.

Rysunek 12 Ogólny wskaźnik sytuacji GUS oraz komponenty bieżący i wyprzedzający



Rysunek 13 Wskaźnik sytuacji finansowej – bieżący i przyszły



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Złożonym problemem jest kwestia oddziaływania powyższych okoliczności na kondycję finansową przedsiębiorstw, w tym na poziom zagrożenia upadłością. Warto tu uczynić kilka uwag. Przede wszystkim, oddziaływanie podwyższonej inflacji na sam sektor jest zróżnicowane. W przypadku dużych firm o znaczącej pozycji na rynku jest ono na ogół korzystne, gdyż z jednej strony dość łatwo mogą one przenosić wzrost kosztów na ceny, z drugiej – dokonywać przy okazji szeregu działań restrukturyzacyjnych czy naprawczych, które łatwo „podłączyć” pod ogólne procesy gospodarcze. Zdecydowanie trudniejsza jest natomiast sytuacja mniejszych przedsiębiorstw. Odczuwają one bowiem również silny wzrost kosztów, także często pracy, posiadając jednak ograniczoną siłę cenotwórczą. Obie grupy firm są jednak wrażliwe na stan popytu na rynku, który przy ograniczonej indeksacji płac i wynagrodzeń, realnie zmniejsza inflację. W warunkach inflacji ma miejsce także często

wzrost stóp procentowych, obserwowany w ostatnich miesiącach także w Polsce (por. Rysunek 8). W naszym kraju poziom lewarowania przedsiębiorstw niefinansowych jest, zwłaszcza na tle gospodarek najwyżej rozwiniętych, generalnie bardzo niski. Bezpośrednie konsekwencje tych procesów dla sytuacji finansowej firm są więc tu na ogół dość ograniczone. Nie jest też u nas częste zjawisko istnienia tzw. firm zombie, a więc funkcjonujących w oparciu o rolowanie niskooprocentowanego długu i których faktyczna sytuacja ekonomiczna jest „ukrywana” przez niektóre z finansujących je podmiotów. Wzrost stóp procentowych może jednak działać pośrednio – np. przez tzw. kanał stóp procentowych. Na umocnienie waluty reagować mogą szczególnie silnie te przedsiębiorstwa, które funkcjonują w oparciu o konkurencyjność cenową, a także firmy o niskim poziomie tzw. naturalnego *hedgingu*. Negatywny wpływ na sytuację finansową krajowych podmiotów może mieć także wspomniana już różnica pomiędzy dynamiką inflacji krajowej i w gospodarkach, do których trafiają nasze produkty. W ramach tego krótkiego przeglądu wspomnieć też należy o wpływie inflacji na sytuację przedsiębiorstw w dłuższym horyzoncie. Wydaje się, że w tym przypadku jest on negatywny dla znacznie większych grup firm. Inflacja zniekształca bowiem rachunek ekonomiczny w przedsiębiorstwach, zwłaszcza kosztów, utrudnia planowanie finansowe, zwieranie długookresowych umów itd. Już te skutki mogą mieć ujemny wpływ na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw.

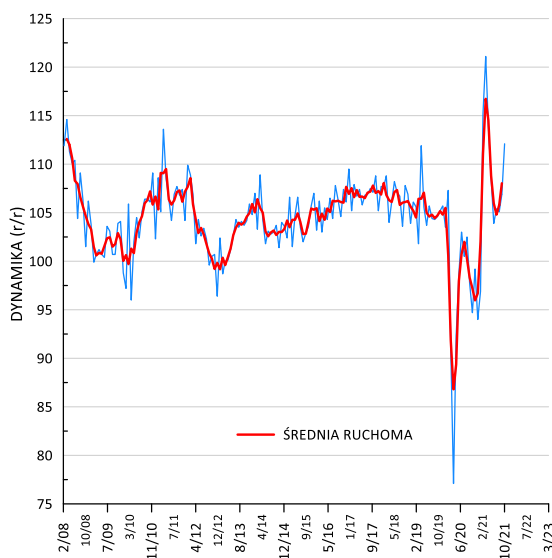
Analizując sytuację finansową przedsiębiorstw w 2021 r. wciąż należy też ostrożnie interpretować bardzo wysokie dynamiki niektórych kategorii – m.in. produkcji sprzedanej przemysłu. Na wyniki te mają bowiem wpływ trzy, niestety trudno separowalne, komponenty: tzw. statystyczny efekt bazy (związany z głębokimi pandemicznymi spadkami tych zmiennych w II kw. 2020 r.), efekt ekonomiczno-psychologiczny (związany z fazą cyklu gospodarczego oraz naturalnym i niezbędnym procesom odbudowy aktywności gospodarczej w okresie wychodzenia z pandemii) oraz właśnie inflacyjny. Wpływ tej „mieszanki” jest częściowo widoczny, jeśli zestawia się dane dotyczące dynamiki niektórych kategorii finansowych 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 13). Przy dobrych ocenach sytuacji bieżącej, tak ogólnej (por. Rysunek 12), jak i finansowej, wskaźniki aktualne są też wyraźnie lepsze od przyszłych – m.in. wskaźnik wyprzedzający sytuacji finansowej jest ujemny. Sugeruje to możliwość nawet wyraźniejszego pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw w nieodległej przyszłości.

Powyższe obserwacje są zgodne z wynikami analiz pozycji cyklicznej polskiej gospodarki, wykonanymi w ramach Raportu Makro. Obostrzenia pandemiczne, z niewielkimi wyjątkami, spowodowały silną recesję w większości działów produkcji. Obostrzenia pandemiczne, z niewielkimi wyjątkami, spowodowały silną recesję w większości działów produkcji (por. Rysunek 18). Większość działów znajduje się w fazie albo odbudowy, albo ekspansji. Odsetek działów pozostających w tym stanie jest porównywalny z sytuacją recesji z 2009 roku. Tak głębokiego spadku produkcji i wyhamowania aktywności ekonomicznej jak w okresie pandemii nie obserwowano od globalnego kryzysu finansowego. Głębokość recesji w wielu działach jest dodatkowo o wiele większa niż w czasie ostatniego silnego spowolnienia polskiej gospodarki. Obserwowana recesja jest jednak krótkotrwała. Ostatnie odczyty zegarów cykli wskazują, że większość działów nadal znajduje się w fazie ekspansji. W poprzedniej edycji raportu większość działów znalazło się w fazie odbudowy. Można zatem na podstawie dostępnych danych stwierdzić, że ekspansja w sektorze produkcji jest powszechna.

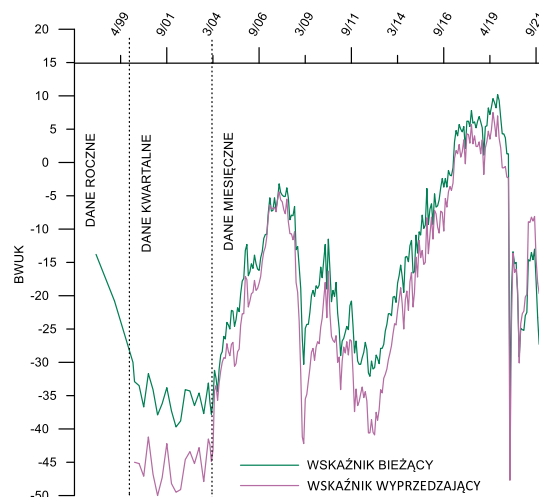
Od kilku miesięcy maleje odsetek działów znajdujących się w recesji i rośnie odsetek działów w odbudowie. Maleje odsetek działów znajdujących się w fazie wyhamowania. W poprzedniej edycji

raportu zwrócono uwagę, że utrzymuje się znaczący odsetek działań w fazie wyhamowania, co mogło stanowić przesłankę do istnienia ryzyka wystąpienia dalszej recesji i słabej odbudowy. Ryzyko to w świetle nowych danych jest nadal obecnie bardzo małe.

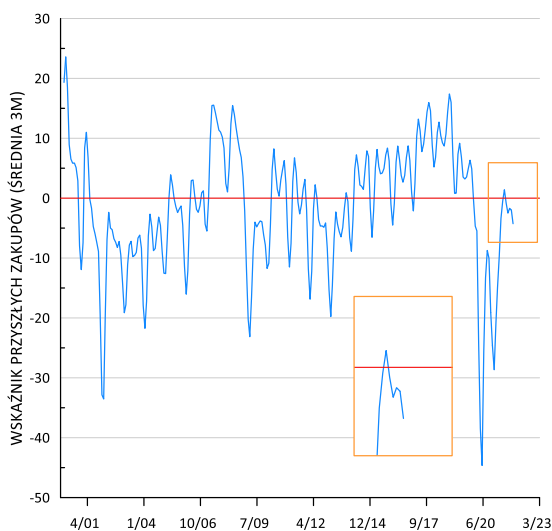
Rysunek 14 Dynamika sprzedaży detalicznej r/r



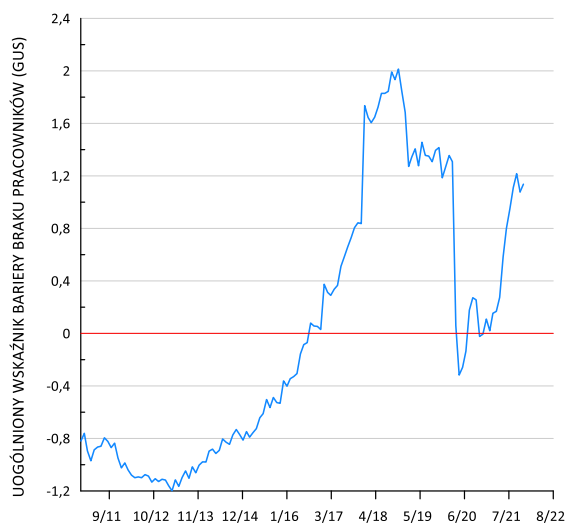
Rysunek 15 Wskaźniki bieżący i wyprzedzający ufności konsumentów GUS



Rysunek 16 Wskaźnik przyszłych zakupów gospodarstw domowych GUS

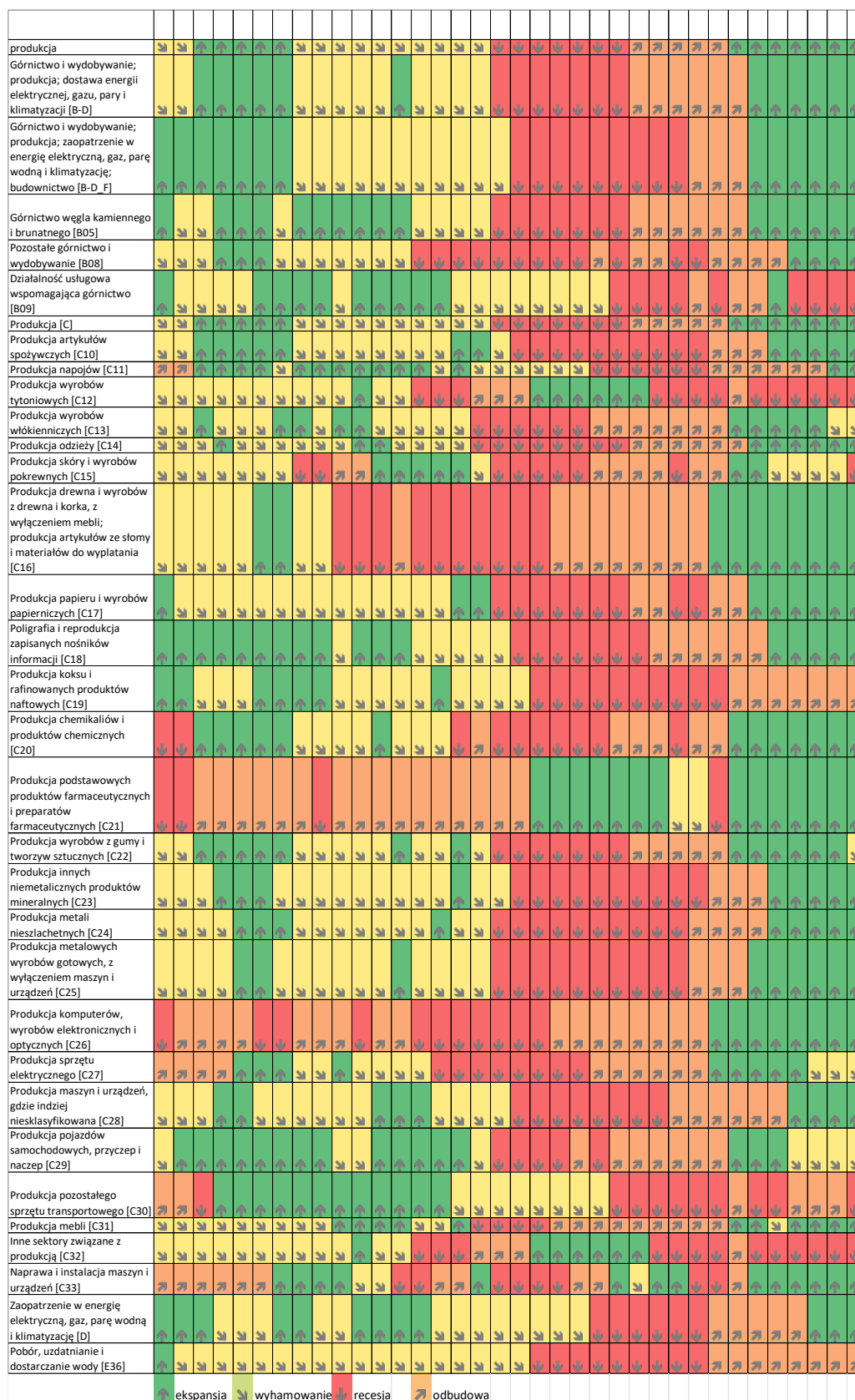


Rysunek 17 Uogólniony wskaźnik bariery braku rąk do pracy GUS



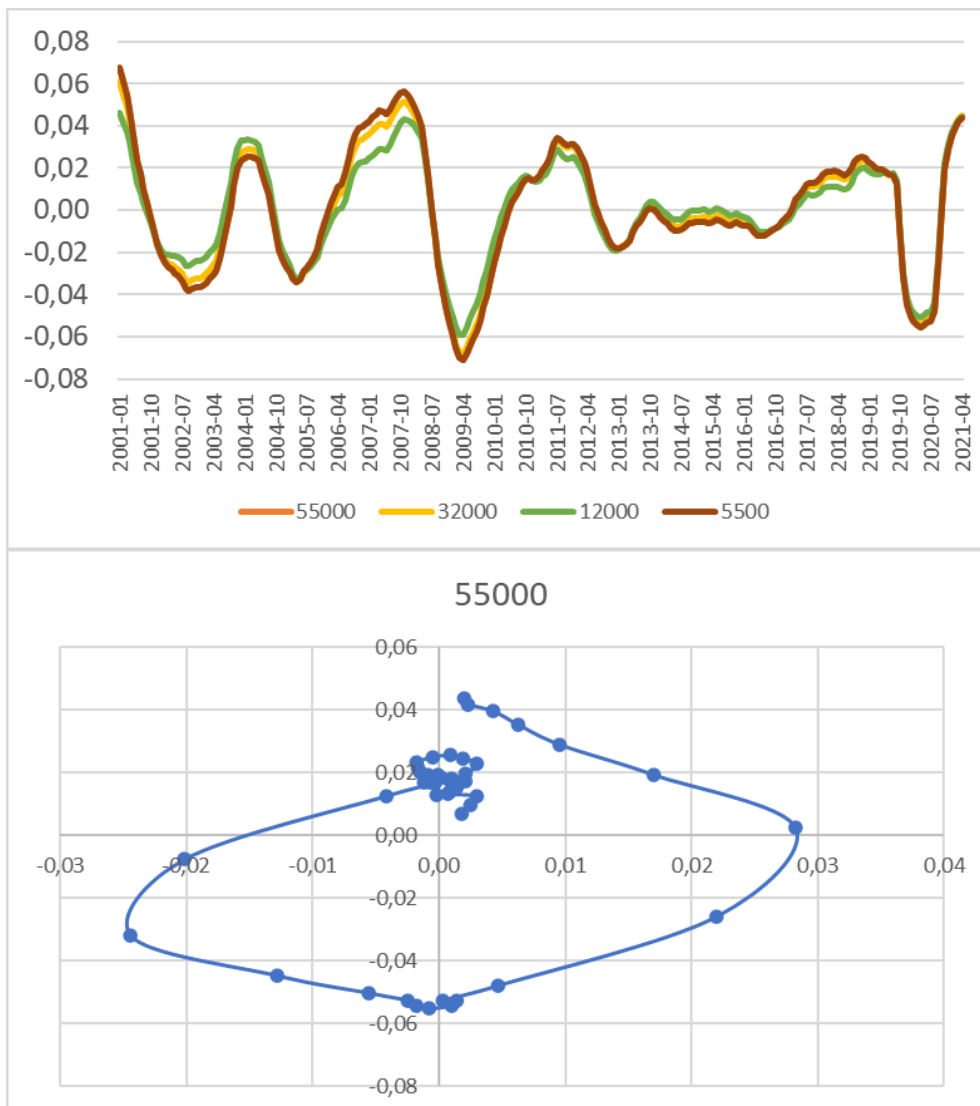
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 18 Fazy cyklu dla analizowanych działów produkcji w okresie od lutego 2018 do kwietnia 2021 r.



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 19 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do kwietnia 2021 r. (górny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do kwietnia 2021 r. – dolny panel)

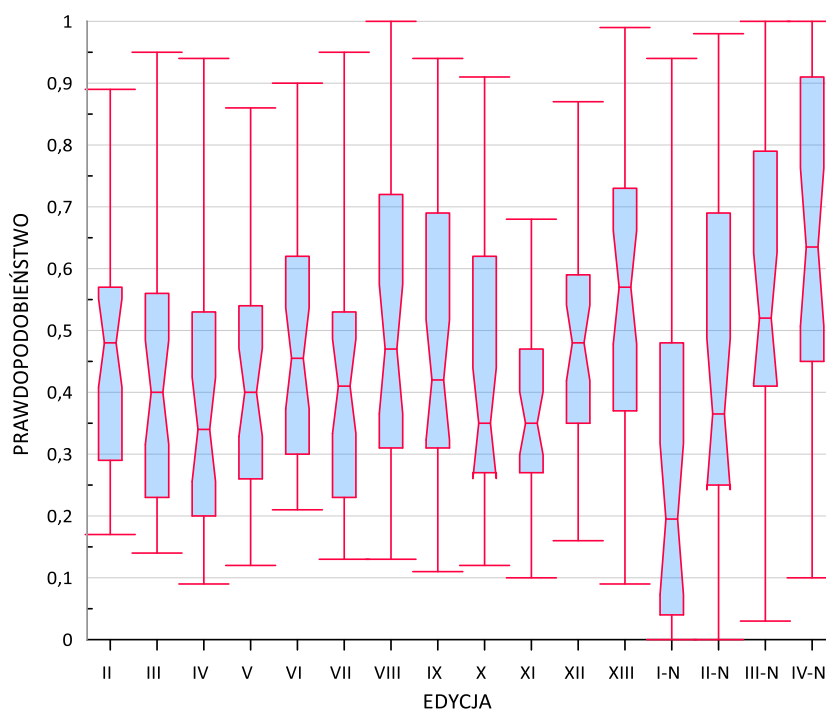


Źródło: Raport Makro.

W przypadku produkcji wysokie wartości prawdopodobieństwa jej spadku można nadal przypisać działowi górnictwo węgla kamiennego i brunatnego [B05]. Dodatkowo wskazywane w poprzedniej edycji raportu działy narażone najsilniej na spadek produkcji, to jest: produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [c15] oraz produkcja mebli [c31] poprawiły nieco swoją sytuację, chociaż spadek produkcji w kwietniu i maju 2022 r. jest w tych działach wysoce prawdopodobny.

Najniższa wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji jest w dziale: produkcja artykułów spożywczych [c10], gdzie nie przekracza wartości 0,1 w całym horyzoncie prognozy.

Rysunek 20 Rozkład maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy



Źródło: Raporty Makro.

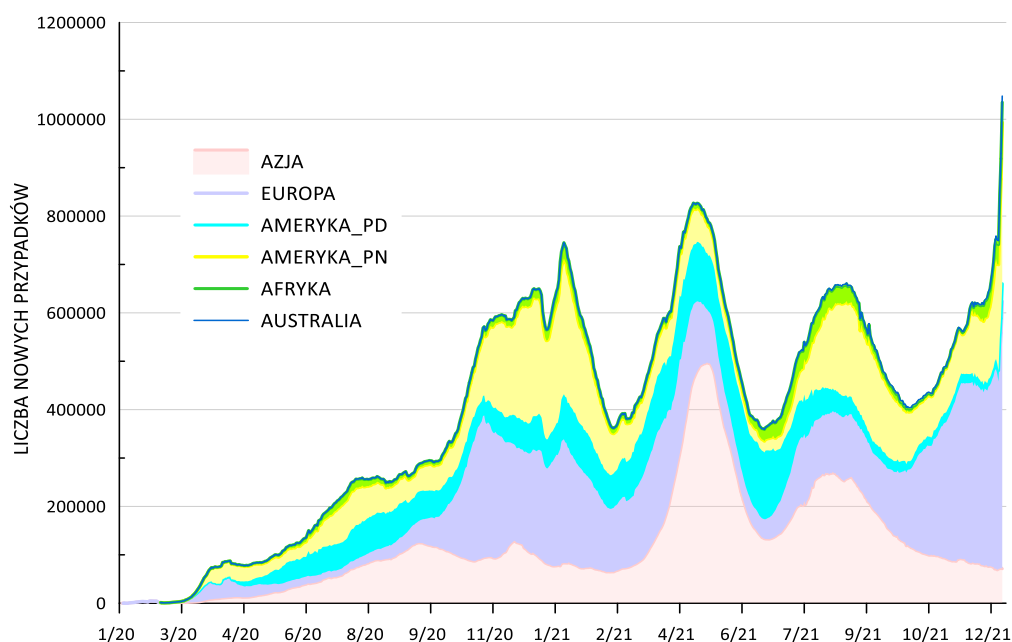
W przypadku handlu szanse na spadek sprzedaży detalicznej r/r są znacznie mniejsze w całym analizowanym horyzoncie, w porównaniu z działami produkcji. Najwyższa wartość prawdopodobieństwa ujemnej dynamiki wynosi 0,5 i odnosi się do lipca 2022 r. dla działu: handel detaliczny żywności, napojów i wyrobów tytoniowych. W pozostałych działach handlu w całym horyzoncie prognozy szanse na rozwój i wzrost są wyższe od szans na spadek i wyhamowanie aktywności. Analizując wartości prawdopodobieństw realizacji poniżej maksimum ścieżki centralnej, należy stwierdzić, iż działy handlu osiągną szczyt aktywności raczej na początku horyzontu prognozy, to jest wiosną 2022. Aktywność w działach będzie po tym okresie stopniowo maleć. Silny trend spadkowy w przypadku znakomitej większości analizowanych działów wskazuje na wyhamowanie handlu. Jest to nowy wniosek w porównaniu z wynikami analiz z poprzednich raportów.

W budownictwie prawdopodobieństwa ujemnej dynamiki rosną do końca 2021 roku, osiągając w grudniu wartość 0,41 (budownictwo ogółem), po czym konsekwentnie maleją do końca horyzontu prognozy; zarówno w przypadku agregatu ogółem, jak i w dwóch analizowanych działach. Bardziej zagrożony spadkiem wydaje się dział budownictwa obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Budownictwo mieszkaniowe jest mniej zagrożone spadkiem; branża będzie się rozwijać w ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy, choć z niewielkim tempem wzrostu. Opisany wyżej efekt nie zmienił się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Nowe dane z sierpnia, września i października 2021 r. nie zmieniły zasadniczo perspektyw rozwojowych dla budownictwa, które nadal będzie się dobrze rozwijać.

I.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ

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

Rysunek 21 Nowe zachorowania na COVID-19 (nowe przypadki na milion mieszkańców) – struktura geograficzna (Świat)



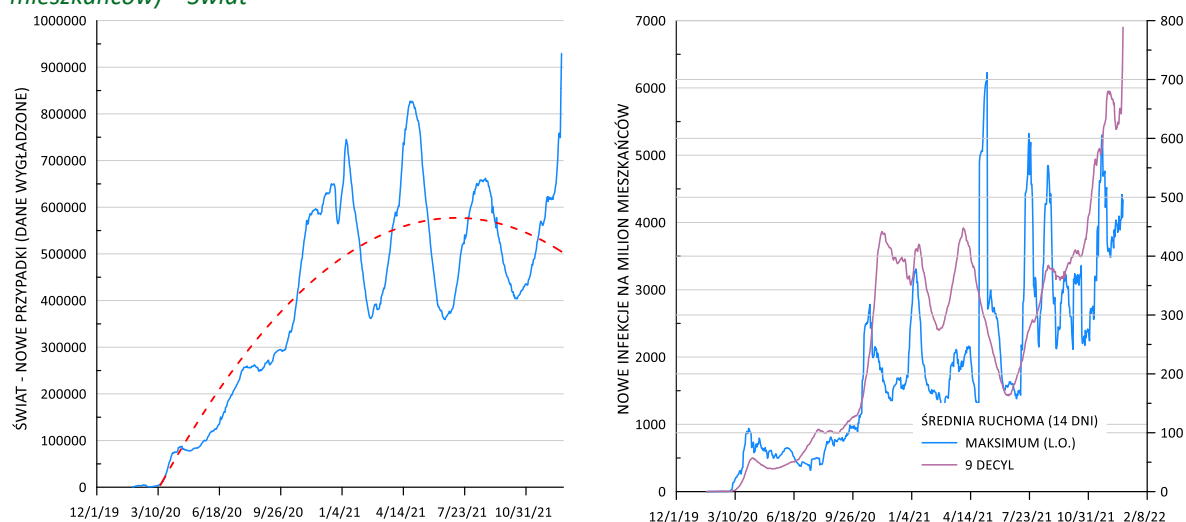
Źródło: Obliczenia własne na podstawie <https://ourworldindata.org/coronavirus>.

Zawarte w poprzednim RŁ prognozy dotyczące przebiegu pandemii do końca 2021 r. potwierdziły się. Poziom mierzonych zakażeń sięgał przewidywanego poziomu 30 tys./d, przy – niestety – bardzo wysokim poziomie zgonów. Jednocześnie, mimo bardzo napiętej sytuacji w systemie ochrony zdrowia, udało się uniknąć jego krytycznego obciążenia, skutkującego koniecznością wprowadzenia daleko idących restrykcji, z pełnym lockdownem włącznie. Ostrzejsze środki, jeśli były stosowane, to głównie lokalnie. Znacząca liczba osób objęta była kwarantanną (nawet ok. 700 tys.). Przez krótki okres zamykane były natomiast szkoły; także niektóre wyższe. W sumie więc poziom restrykcyjności polityki przeciwpandemicznej był niski – wskaźnik SI kształtował się w pobliżu pierwszego kwartyła jego rozkładu dla krajów europejskich (por. Rysunek 27). W sumie stosowane w Polsce podejście wydaje się mieć obecnie szereg elementów podobnych do tzw. *modelu szwedzkiego*. W kraju, w którym poziom szczepień jest jednym z gorszych w Europie, a skłonność do zachowywania dyscypliny antycovidowej – problematyczna, kurs na wzmocnienie odporności poszczepiennej nabytą (także w grupach nieszczepionych), może być oceniany jako nie pozbawiony istotnych elementów racjonalności. Choć przeprowadzenie stosownych szacunków jest bardzo trudne – bo wciąż nie jest do końca jasne, jak długo utrzymują się oba rodzaje odporności i jednocześnie szacunki zachorowań są zapewne znacząco problematyczne (raczej istotnie niedoszacowane), można spotkać się z ocenami, że ok. 75-80% populacji powinno posiadać odporność na COVID-19. Jest to odsetek zbliżony do progu odporności populacyjnej dla wariantu Delta. Również dane z drugiej połowy grudnia sugerowały przejście przez maksimum IV fali – tak w liczbie nowych przypadków, jak i miar obciążenia systemu opieki zdrowotnej (SOZ) – por. Rysunek 25. Gaśnięcie tej fali było bardzo dobrze widoczne m.in. w układzie terytorialnym,

pokazującym zjawisko jej przesuwania się od powiatów, w których się rozpoczęła (wschodnich) na zachód – por. Rysunek 23. Niestety, należy zasignalizować problem odwrócenia się tych tendencji w pierwszych dniach stycznia 2022 r. Może to wynikać zarówno z przyczyn „statystycznych”, związanych z układem dni wolnych w Polsce pod koniec starego i na początku nowego roku, ale niestety również z tzw. efektem świąt – czyli wzmożonych kontaktów rodzinnych, połączonych z przemieszczaniem się dużych mas ludzi. Gdyby to właśnie było przyczyną obserwowanego obecnie wzrostu zakażeń, wówczas istniałaby groźba, że dotychczasowa fala pandemii w Polsce wygaśnie wolniej i może nałożyć się (superpozycja) na kolejną. Rodziłoby to bardzo niebezpieczną sytuację w SOZ, który musiałby poradzić sobie m.in. z taką kumulacją przypadków i związanych z nimi – ciężkich powikłań.

Skuteczność strategii opartych na modelu szwedzkim zależy od szeregu czynników. Wymienić tu można m.in.: długość utrzymywania się odporności nabytej, zmienność wirusa, ogólnego poziomu zdrowia społeczeństwa oraz potencjału i nowoczesności SOZ. Najnowsze doświadczenia związane z globalnym przebiegiem pandemii nie są korzystne dla Polski z punktu widzenia tych kryteriów. Od pewnego czasu (kwestią dyskusyjną jest – od jakiego) charakter pandemii uległ istotnej zmianie – wariant Omikron bardzo szybko wypiera dotychczas dominującą Deltę. Z jakimi wiąże się to skutkami?

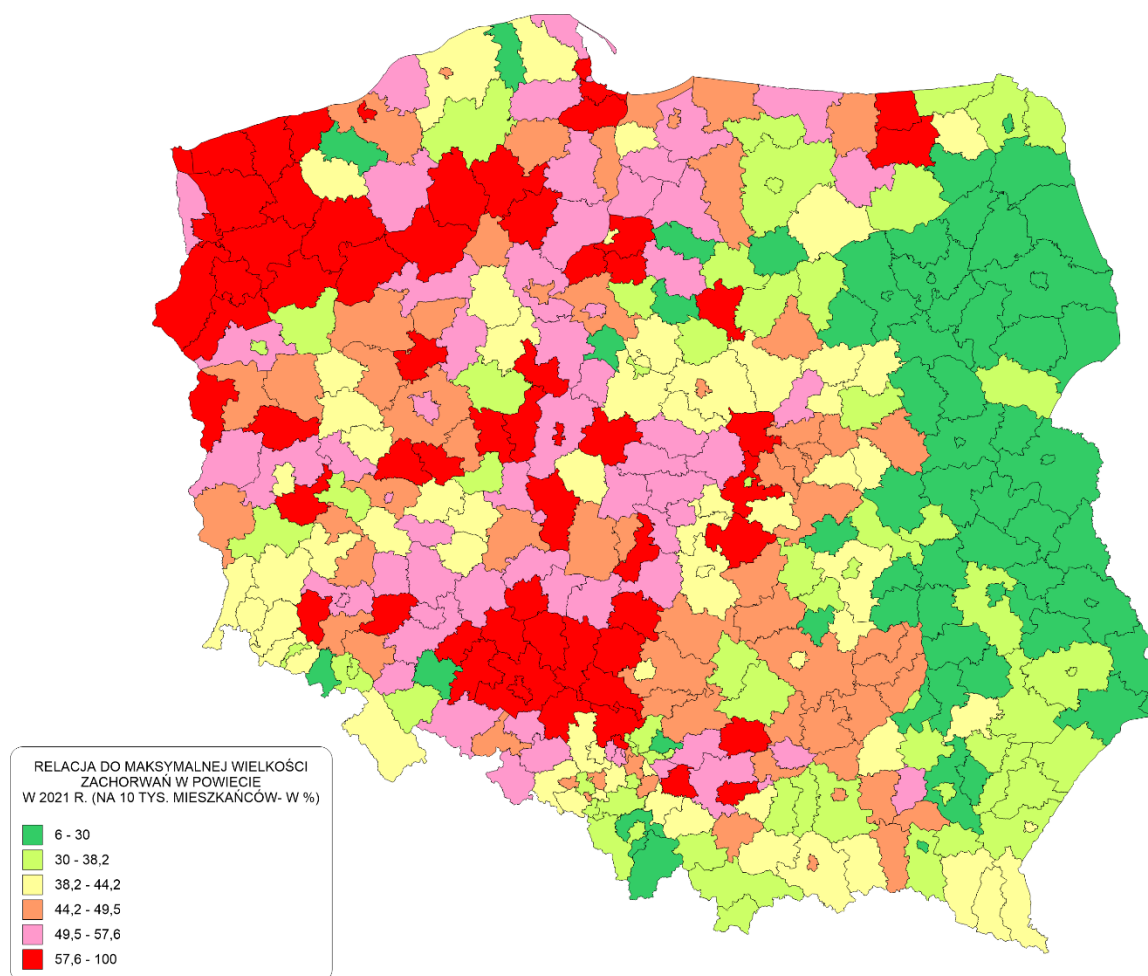
Rysunek 22 Nowe zachorowania na COVID-19 (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat



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

Próba odpowiedzi na powyższe pytanie jest bardzo trudna – mimo wielu badań wciąż kilka cech tego patogenu jest niejasnych. Nie budzi większych sporów jedynie jego dużo większa zakaźność w stosunku do wariantu Delta. W efekcie w skali globalnej w okresie ostatnich kilkunastu dni obserwujemy gwałtowny wzrost zakażeń – pochodzących głównie z Europy i USA (por. Rysunek 21). W niektórych krajach europejskich notuje się obecnie nawet po 200-300 tys. nowych zakażeń dziennie. Dyskusyjną jest natomiast kwestia jego zjadliwości oraz skuteczności dotychczasowych szczepień, dobieganych przecież do cech poprzednich wariantów oraz odporności ozdrowieńczej.

Rysunek 23 Relacja zachorowań na COVID-19 w 51 tyg. roku do maksymalnej w2021 r.
(na 10 tys. mieszkańców – w %)

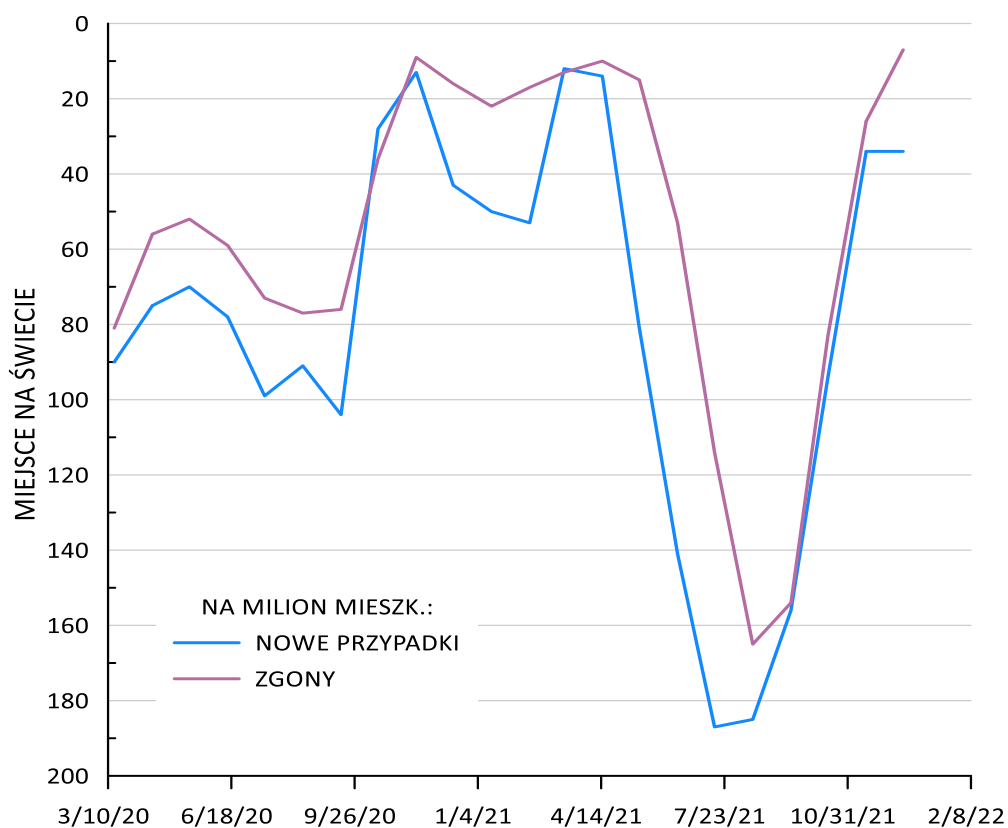


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Zdrowia.

Jeśli chodzi o problem zjadliwości, to większość danych wskazuje, że jest ona widocznie mniejsza w stosunku do wariantu Delta. Wynika to prawdopodobnie z powinowactwa tego wariantu do górnego odcinka dróg oddechowych przy raczej słabszym oddziaływaniu na części dolne, zwłaszcza płuca. Trudny jednak jest do „oszacowania” łączny efekt obu tych czynników – kluczowy z punktu widzenia ryzyka przeciążenia systemu SOZ. Powstaje bowiem pytanie, czy tak wysoka zakaźność, skutkująca wielką liczbą zakażonych, zostanie skompensowana niższym odsetkiem cięższych przebiegów klinicznych. Gdyby tak się nie stało, to na „niedogaszoną” IV falę nałożyłaby się V fala – z katastrofalnymi skutkami dla SOZ. Przed scenariuszem tym ostrzega wielu polskich epidemiologów.

Problemem wariantu Omikron jest też kwestia skuteczności dotychczasowych szczepień. Obecnie wydaje się, że ich efektywność w zakresie ochrony przed zakażeniem nie jest bardzo duża. Dane z krajów o wysokim odsetku zaszczepionych sugerują natomiast lżejszy przebieg samej infekcji, w tym niższe ryzyko hospitalizacji, w tym konieczności stosowania procedur intensywnej terapii. Pewną nadzieję na poprawę rezultatów walki także z wariantem Omikron dają też wprowadzane do leczenia nowe substancje oddziałujące przyczynowo. Raczej nie staną się one jednak powszechne w bardzo krótkim czasie.

Rysunek 24 Nowe zachorowania i nowe zgony na COVID-19 na milion mieszkańców – pozycja Polski

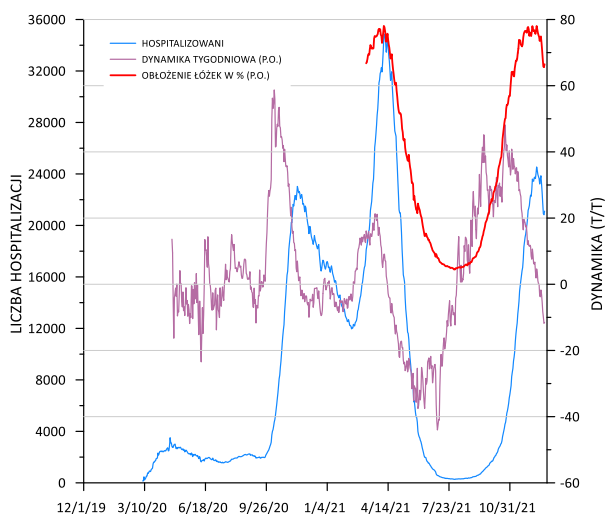


Źródło: Obliczenia własne na podstawie <https://ourworldindata.org/coronavirus>.

Z punktu widzenia oceny SOZ bardzo istotny okazuje się, w świetle najnowszych badań, nowy czynnik – słabo dotychczas akcentowany. Pokazują one bowiem, że wirus SARS-CoV-2 może przybierać latentne formy, lokujące się w stanie uśpionym w wielu narządach, a nie tylko w układzie oddechowym (m.in. w sercu, tkance nerwowej itd.). Spadek odporności z jakiegokolwiek powodu może je aktywować powodując różnego typu niedomagania tych narządów, z koniecznością hospitalizacji/rehabilitacji włącznie. Według tych badań ryzyko takiego przebiegu istnieje także w przypadku zakażeń bez- lub skąpoobjawowych. Byłaby to sytuacja podobna, choć dużo groźniejsza, do infekcji wirusem *herpes simplex*.

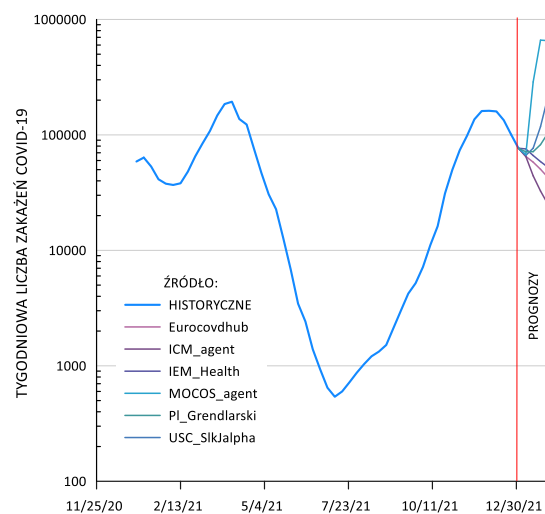
Ze względu na powyższe okoliczności, w tym nie tylko relatywnie niską liczbę szczepień, ale i wektorowość niektórych z nich (Omikron słabiej na nie reaguje) oraz spory upływ czasu jaki w przypadku wielu zaszczepionych upłynął od zakończenia pierwszego, pełnego cyklu szczepienia, prognozowanie przebiegu tej pandemii w Polsce jest bardzo trudne. Nie ułatwia tego dodatkowo niski poziom testowania i odsetek sekwencjonowania próbek. W efekcie nie jest jasne, w jakim stopniu wirus Omikron jest już obecny w naszym kraju. Na bazie dostępnych danych część ośrodków przewiduje jednak (por. Rysunek 26), że pod koniec stycznia 2022 r. liczba zakażonych może osiągnąć nawet ok. 90 tys. infekcji dziennie.

Rysunek 25 Hospitalizowani z powodu COVID-19 w Polsce i bufor wolnych łóżek (dane wygładzone)



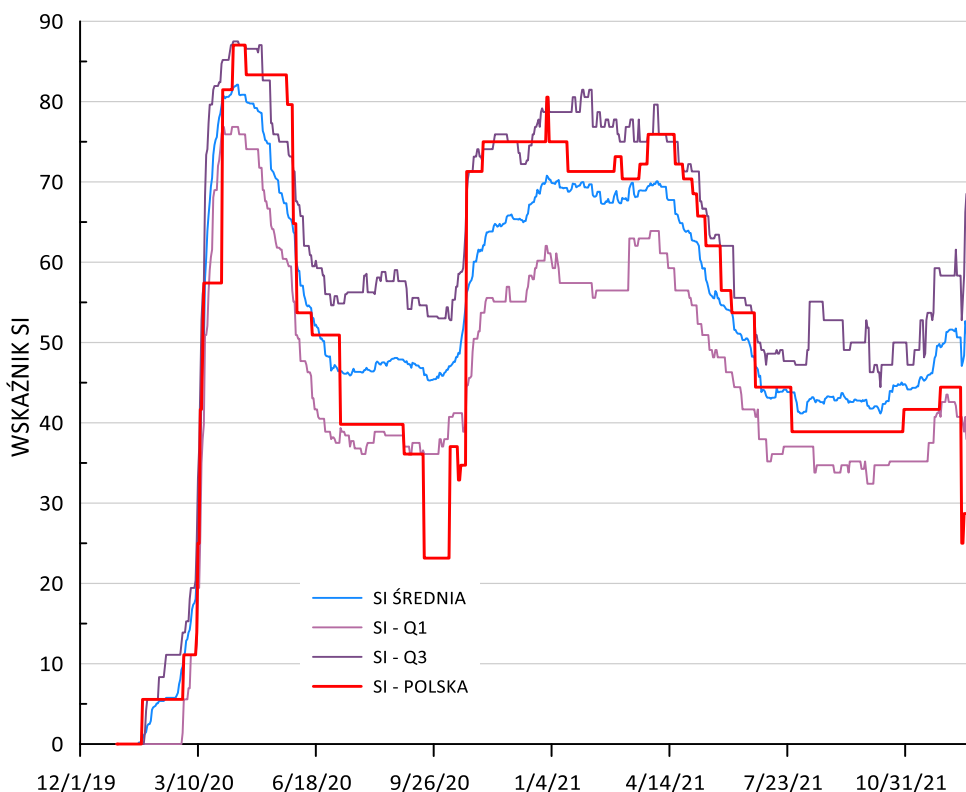
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ.

Rysunek 26 Prognozy tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce (skala logarytmiczna)



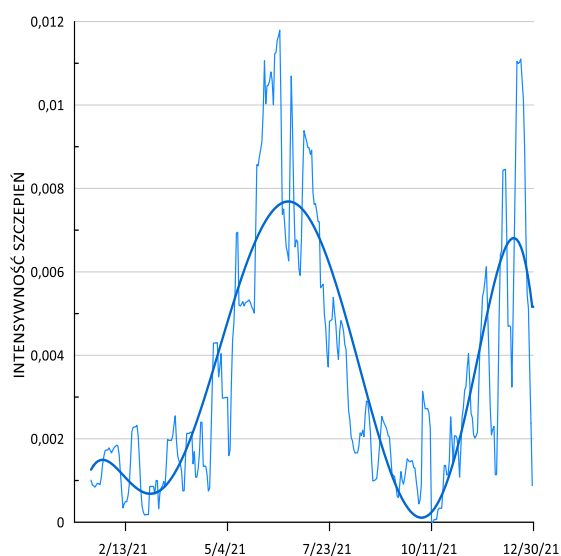
Źródło: Zestawienie na podstawie: <https://covid19forecasthub.eu>.

Rysunek 27 Indeks restrykcyjności (SI) polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE



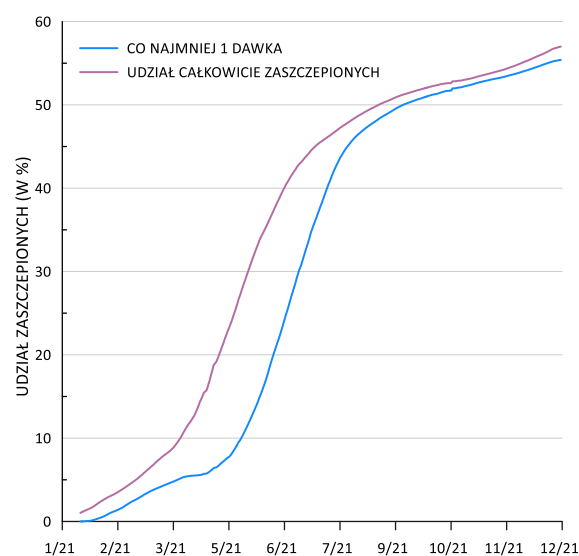
Źródło: www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/oxford-covid-19-government-response-tracker.

Rysunek 28 Intensywność szczepień



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ.

Rysunek 29 Udział zaszczepionych na COVID-19 co najmniej 1 dawką



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MZ.

W przypadku realizacji takiego scenariusza ryzyko osiągnięcia krytycznej sytuacji w SOZ wydaje się dość duże. Obecnie szacuje się, że system ten dysponuje ok. 32 tys. tzw. łóżek covidowych. Trzeba jednak podkreślić, że przy ich zajętości na poziomie ok. 60% już obserwowaliśmy symptomy słabej kondycji SOZ. Jeśli przeanalizować dane dotyczące pozycji Polski pod względem zgonów i zakażeń na 1 mln ludności (por. Rysunek 24), to widzimy m.in. zjawisko rozwierających się nożyc pod względem liczby zakażonych i zgonów na 1 mln mieszkańców. Przy 34. pozycji w zakażeniach jesteśmy na 7. (na Świecie) pod względem zgonów. Wprawdzie Ministerstwo Zdrowia planuje zwiększyć liczbę łóżek do 40 tys., a w przypadku najgorszego scenariusza – do 60 tys., ale łatwiej to uczynić sprzętowo niż osobowo. Działania takie będą zapewne wymagały przesuwania personelu i innych zasobów, co z kolei pogorszy dostępność do opieki medycznej w przypadku innych schorzeń. Biorąc pod uwagę nasze wcześniejsze doświadczenia wydaje się, że te 30-35 tys. łóżek to maksymalny w Polsce potencjał leczniczy.

1.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI

W obecnych warunkach – ze względu na wciąż bardzo aktywną pandemię, nietypowe zachowanie wielu gospodarek w fazie wychodzenia z recesji 2020 r. oraz utrzymującą się w różnych obszarach dyskrecjonalną politykę ekonomiczną – prognozowanie wzrostu gospodarczego nadal jest bardzo trudne. Dotyczy to również prognoz PKB dla polskiej gospodarki (por. Rysunek 9). Wprawdzie poziom niepewności jest niższy niż w 2020 r., ale nadal wyraźnie ponadprzeciętny. Oceniając poniższe prognozy warto też uważać na to, że zazwyczaj są one sporządzane w różnych momentach, a natura szoku COVID-19 i reakcje polityki gospodarczej powodują, iż szybko zmieniają się okoliczności istotne dla ich interpretacji. Pamiętając o tych ograniczeniach warto zwrócić uwagę na kilka wspólnych ich elementów.

Po pierwsze, większość ośrodków dokonała korekty w dół przewidywań na 2022 r., przy czym stosunkowo niewielkiej. Nawet po tych korektach przewidywania odnośnie PKB są na ten rok nadal bardzo korzystne i oscylują wokół 4,3-4,5% r/r. Część ośrodków istotnie słabiej ocenia natomiast

perspektywy wzrostu w 2023 r. Choć wciąż są to solidne możliwości rozwojowe, ale w tych przypadkach sytuujące się widocznie poniżej 4,0% r/r.

Po drugie, w analizach perspektyw rozwojowych dość powszechnie wskazuje się na gorsze przewidywania odnośnie do konsumpcji w br. Z jednej strony inflacja osłabi siłę nabywczą szeregu gospodarstw domowych; zwłaszcza biedniejszych. Dotyka ona bowiem w istotnym stopniu cen żywności oraz nośników energii – a więc pozycji, które w tej grupie ludności odgrywają kluczową rolę w strukturze wydatków. Choć Polski Ład będzie zapewne neutralny fiskalnie dla dominującej grupy gospodarstw domowych, zwiększy jednak obciążenia wśród bogatszych konsumentów, w niektórych grupach firm itd. Sumaryczne oddziaływanie na sektor przedsiębiorstw jest jednak obecnie trudne do ustalenia, bo niektóre rozwiązania programu mogą też istotnie obniżyć część danin (np. rozwiązania w ramach tzw. estońskiego CIT-u).

Tabela 1 Wybrane prognozy zewnętrzne dynamiki PKB Polski na lata 2021-23 (w % r/r)

ŹRÓDŁO PROGNOZY	2021	2022	2023
Narodowy Bank Polski – Projekcja	5,3	4,9	4,9
Narodowy Bank Polski – Ankieta Makroekonomiczna ^{1/}	4,7	4,4	3,4
MFW / World Economic Outlook	5,2	4,5	
Komisja Europejska	4,9	5,2	4,4
EBOR	4,9	4,8	
Wybrane polskie banki komercyjne (średnia)	5,1	4,5	
Polski Instytut Ekonomiczny	5,4	4,3	4,5
Bank Światowy	4,5	4,7	
Fitch	6,4	4,3	3,5
Standard&Poor's	5,2	5,0	3,3
Moody's	4,5	4,5	

1/ Mediana

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

Po trzecie, nadal nie jest jasna ścieżka realizacji KPO – ani z punktu widzenia skali dostępnych środków, ani rozkładu ich dopływu w czasie. Ma to wiele implikacji, w tym może oddziaływać hamująco na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Nawet w przypadku ich szybkiego uruchomienia dla części projektów inwestycyjnych może też oznaczać to konieczność przesunięcia ich realizacji na 2023 r.

Po czwarte, ze względu na podwyższoną inflację w polskiej gospodarce następuje zaostrzenie polityki pieniężnej. Rodzi to szereg opisanych już w RŁ skutków, ale jednym z nich może być wzmocnienie złotego. To może utrudniać eksport niektórych produktów. W dodatku ze względu na nieznaną harmonogram wdrażania KPO nie jest jasne, jaki będzie wspólny efekt aprecjacyjny obu tych procesów.

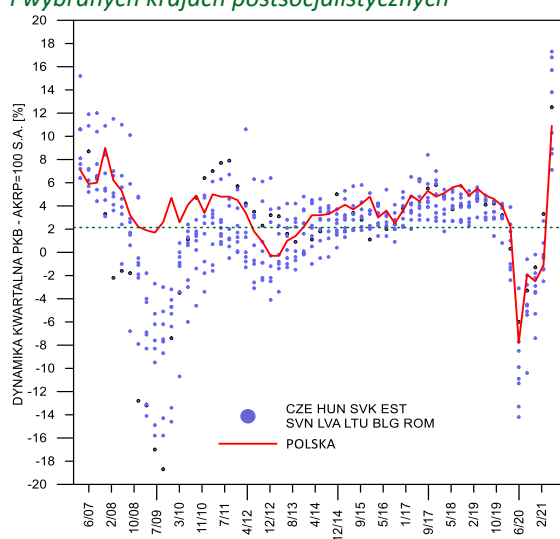
Po piąte, panuje dość powszechne przekonanie odnośnie do utrzymywania się napięć na krajowym rynku pracy, przekładających się na ograniczenia potencjału podażowego polskiej gospodarki.

Po szóste, mniej korzystne są też prognozy dla gospodarki światowej. Zwraca się tu uwagę głównie na wciąż trwającą pandemię i uporczywość problemu niesprawnych łańcuchów dostaw.

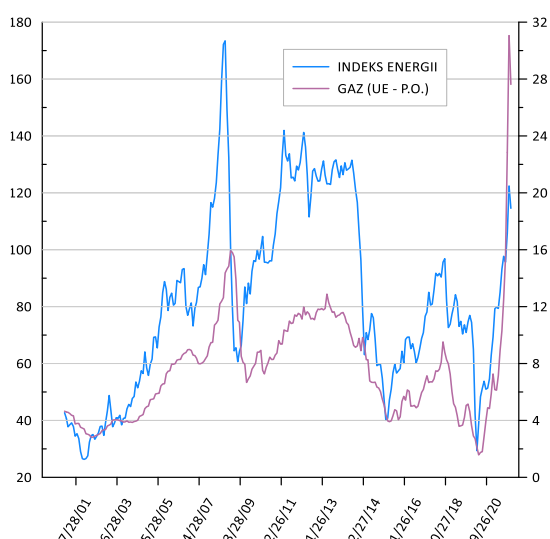
I.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Prognozy stanu gospodarki światowej nadal obarczone są znaczną – aczkolwiek wyraźnie poniżej maksimum historycznego – niepewnością. Niepewność ta w ostatnich miesiącach ponownie jednak rośnie (por. Rysunek 32, Rysunek 33). Oceny poszczególnych instytucji wciąż są często modyfikowane; m.in. ze względu na bardzo dużą niepewność co do dalszego przebiegu pandemii COVID-19. Niepewność ta przelewa się też coraz pełniej na sferę finansową, m.in. w postaci rosnącej globalnie inflacji, wynikającej nie tylko z procesów odbudowy popytu, ale także elementów przezornościowych i spekulacyjnych. Pamiętając o powyższych uwarunkowaniach należy podkreślić, że główne ośrodki prognostyczne wciąż przewidują relatywnie dobrą kondycję ekonomiczną, tak gospodarki globalnej, jak i poszczególnych krajów w horyzoncie najbliższego roku. Słabsze są przewidywania na 2023 r.

Rysunek 30 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



Rysunek 31 Indeks cen energii i ceny gazu ziemnego



Źródło: zestawienie na podstawie danych OECD, Banku Światowego.

Tabela 2 Wybrane prognozy dynamiki PKB w gospodarce światowej – lata 2021-23 (w % r/r)

ŹRÓDŁO	OBSZAR	2021F	2022F	2023F
Bank Światowy	Świat	5,6	4,3	3,1
	Strefa Euro	4,2	4,4	2,4
	USA	6,8	4,2	2,3
IMF ^{1/}	Świat	5,9	4,9	
	Strefa Euro	5,0	4,3	
	Niemcy	3,1	4,6	
	USA	6,0	5,2	1,9
OECD	Świat	5,6	4,5	3,2
	Strefa Euro	5,2	4,3	2,5
	Niemcy	2,9	4,1	2,4
	USA	5,6	3,7	2,4

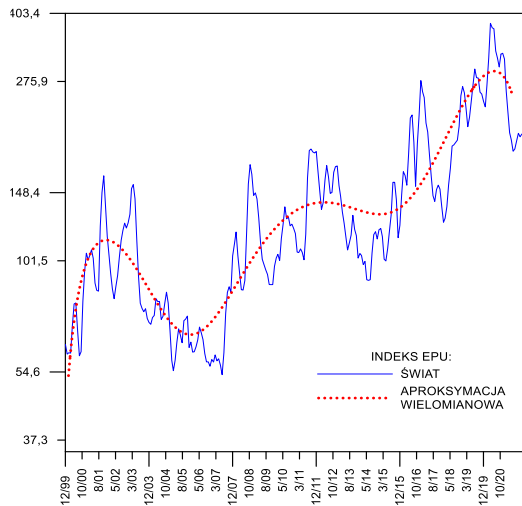
1/ Ze względu na niepewność związaną z dalszym przebiegiem pandemii COVID-19 IMF przesuwając aktualizację prognoz makroekonomicznych na późniejszy termin.

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

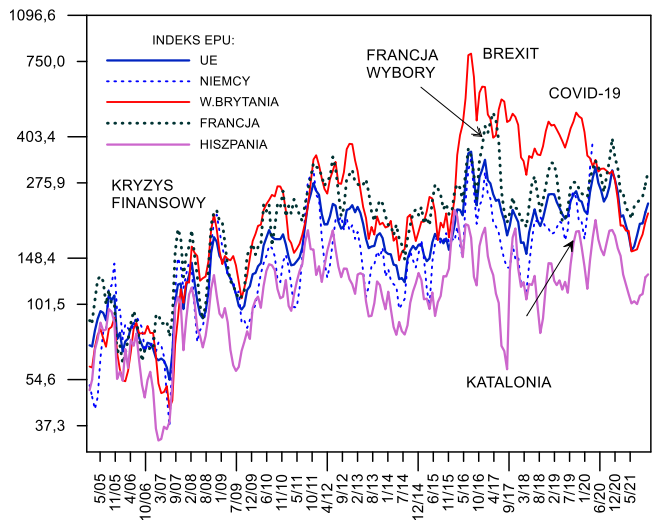
Bardzo pozytywnym prognozom dla gospodarki światowej nie towarzyszą już tak korzystne odczyty danych o wyższych częstotliwościach. Rekordowy PMI dla strefy euro wykazuje tendencję spadkową. Pojawiają się negatywne sygnały z gospodarki Niemiec – spadki indeksów ZEW i IFO. Głównymi

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 31), nieco jednak ostatnio słabnące. Stan otoczenia gospodarczego generalnie sprzyjać będzie kondycji polskiej gospodarki, ale w mniejszym stopniu niż dotychczas.

Rysunek 32 Wskaźnik EPU – Świat

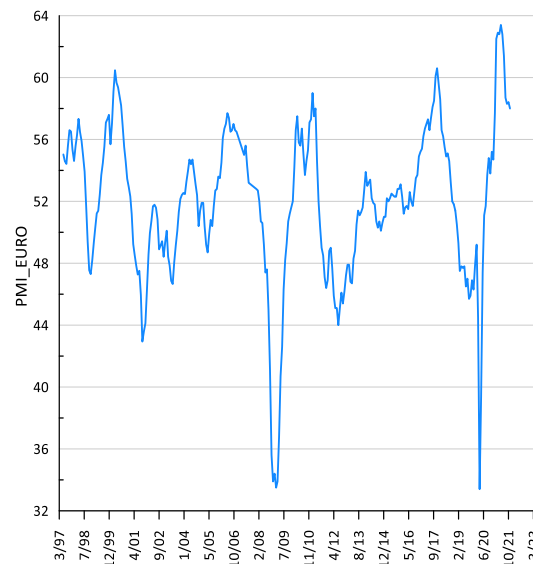


Rysunek 33 Wskaźnik EPU – Europa

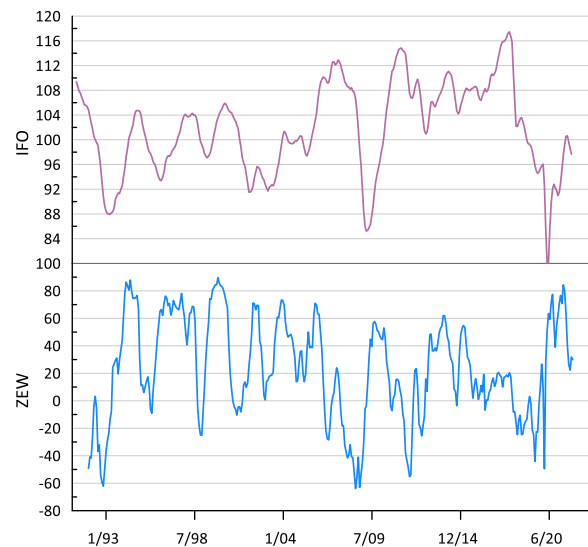


Źródło: zestawienie na podstawie danych EPU.

Rysunek 34 PMI – Strefa Euro



Rysunek 35 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO



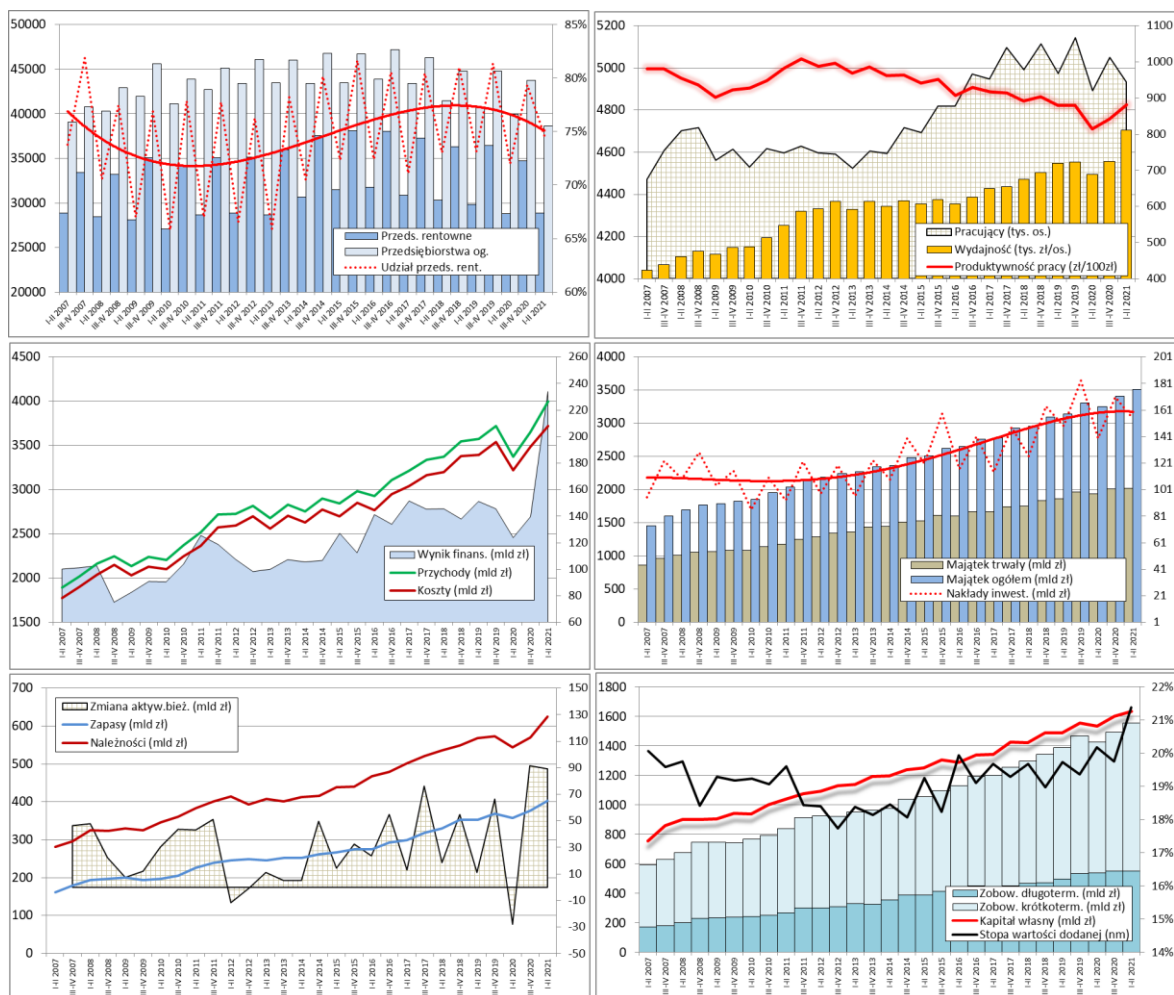
Źródło: zestawienie własne na podstawie danych IHS Markit, IFO, ZEW.

I.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.

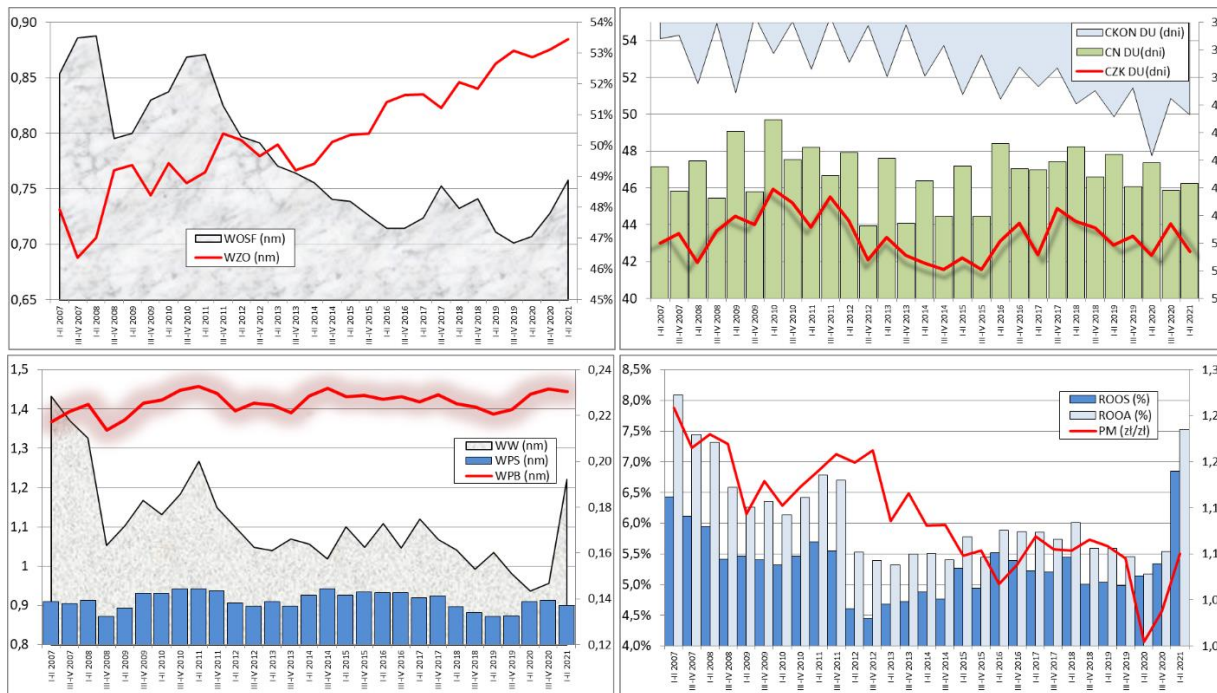
Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio krótkoterminowy spadek udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Długoterminowo malejąca produktywność pracy wzrosła w ostatnim okresie, a wobec średniookresowej stagnacji, krótkoterminowo i spektakularnie powiększyło się pole wyniku finansowego. Przyrasta 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 36 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)



Źródło: Raport Mikro.

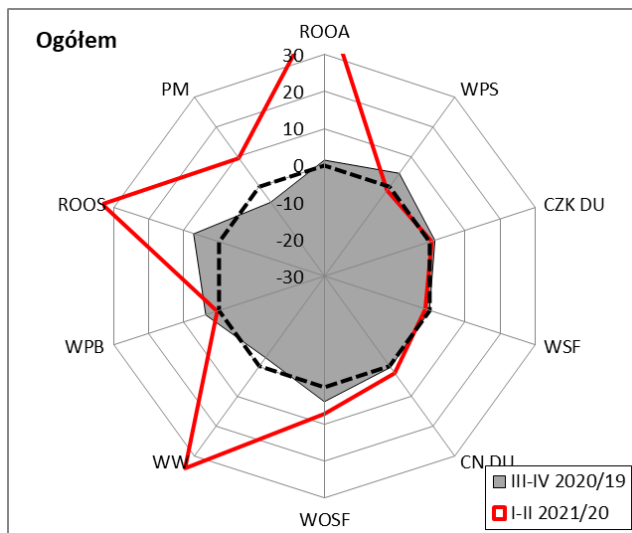
Rysunek 37 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)



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 38 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); WSF – wskaźnik samofinansowania; CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótkoterminowych; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; WPS – wskaźnik płynności podwyższonej; WW – wskaźnik wypłacalności; ROOS – rentowność operacyjna sprzedaży; ROOA – rentowność operacyjna aktywów; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału). Wskaźniki ujęte jako stymulanty (CN w razach). 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 36).

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 38. 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.¹²

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.

¹² *Vide: II. Szczegółowe wyniki z badań w obszarze mikroekonomicznym.*

II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

II.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 III kwartału 2021 r., to jest 71 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 października 2021 r., zaś prognoza wykonana jest na dwanaście miesięcy, to jest od sierpnia 2021 do lipca 2022 r.

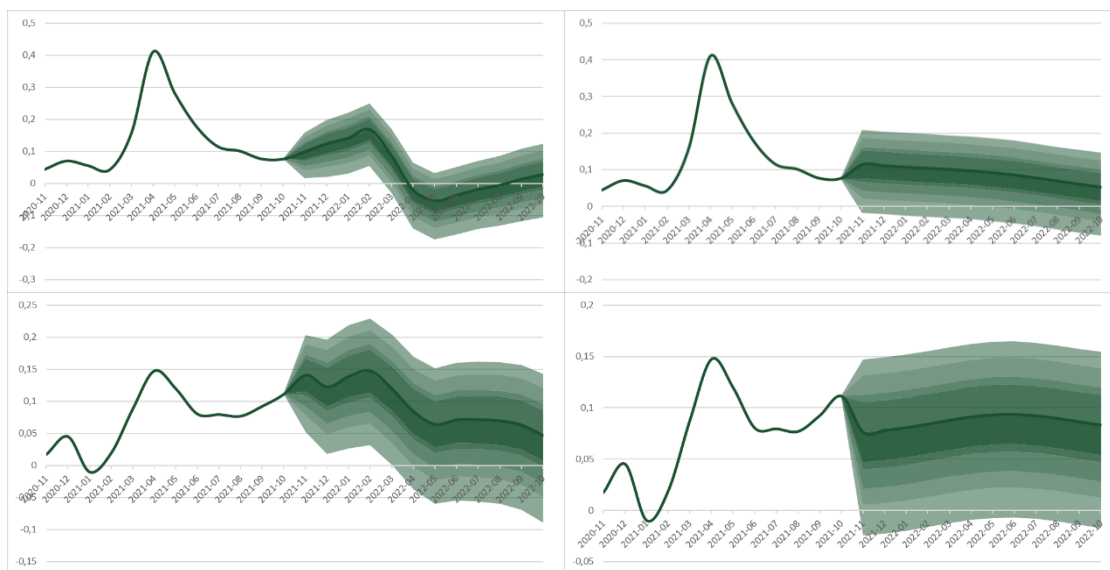
W ostatniej edycji Raportu Makro zaprezentowano też „bliźniaczy” zestaw prognoz – bez (BC) i z włączonym elementem cyklicznym (ZC). Z punktu widzenia metodyki opisu kategorii makroekonomicznych za takim podejściem przemawia m.in. fakt, że okres pandemiczny i post-pandemiczny charakteryzuje się wciąż obecnością dyskrejonalnych działań polityki gospodarczej. Zmieniają one, również osłabiając, naturalny cykl gospodarczy. Wydaje się jednak, że znaczenie tych działań będzie malało. Obserwować będziemy więc powrót części zmiennych makroekonomicznych do ich naturalnych przebiegów. Ponieważ najsilniej instrumenty te były stosowane w 2020 r., a zwykle czas trwania stymulant fiskalnych wynosi ok. 1,5-2 lat, można przypuszczać, że od drugiej połowy 2022 r. ścieżki BC będą przechodziły w ścieżki ZC.

II.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE

Rysunek 39 ilustruje prognozy BC i ZC dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskane na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Ścieżka centralna prognozy BC wskazuje na wzrost wielkości produkcji z załamaniem dynamiki w lutym 2022 r. Wyhamowanie tempa zmian produkcji oraz możliwy spadek r/r dotyczy okresu do września 2022 r. Pod koniec horyzontu prognozy należy oczekiwać dodatnich, ale bardzo małych, dynamik wzrostu produkcji. W świetle tej prognozy 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 0,84 (wobec 0,64 wskazywanej w poprzedniej edycji raportu). Wyhamowanie, o którym mowa oraz możliwy scenariusz spadku mają charakter krótkotrwały i będą po części efektem odłożonych w czasie efektów wysokiej bazy produkcji z wiosny 2021 r. W tym sensie scenariusz prognostyczny nie uległ zmianie w porównaniu z tym, który omawiano w poprzedniej edycji raportu.

W przypadku sprzedaży detalicznej w całym horyzoncie prognozy należy spodziewać się wzrostu, jednak o słabnącej dynamice. Najsilniejszy, kilkunastoprocentowy wzrost sprzedaży powinien nastąpić na przełomie 2021 i 2022 r. Od marca 2022 r. należy spodziewać się silnego spowolnienia. Nowe obserwacje bardzo zmodyfikowały zarówno przebieg ścieżek centralnych, jak i rozproszenie wykresu wachlarzowego. Obecnie mamy do czynienia ze ścieżką wskazującą na wyhamowanie. Zgodnie z tą prognozą szanse na spadek w handlu są bardzo niskie, osiągając najwyższą wartość na końcu horyzontu prognozy.

Rysunek 39 Prognoza produkcji sprzedanej przemysłu [%] r/r bez komponentu cyklicznego (lewy, górny panel) i z elementem cyklicznym (prawy, górny panel) oraz prognoza sprzedaży detalicznej bez komponentu cyklicznego (lewy, dolny panel) i z elementem cyklicznym (prawy, dolny panel); dane miesięczne



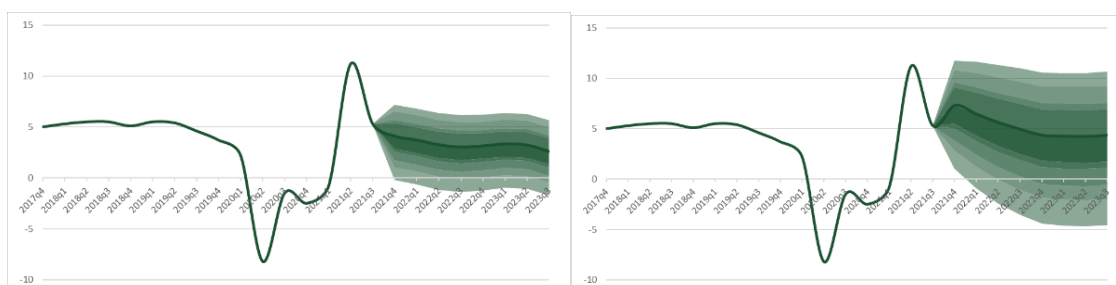
Źródło: Raport Makro. Na wykresach zaprezentowano krańce przedziałów ufności odpowiednio 0,99; 0,95; 0,8; 0,5.

W przypadku dynamiki produkcji przemysłowej, przebieg prognoz BC i ZC jest bardzo podobny w obydwu wariantach dostępnych danych i dla wspólnego horyzontu wskazuje na wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej w całym horyzoncie prognozy. Według tego scenariusza odczyt z października 2021 r. jest najwyższy i wyznacza górny punkt zwrotny i punkt odwrócenia trendu. W całym horyzoncie prognozy do X 2022 r. należy spodziewać się malejących, ale nadal dodatnich, dynamik produkcji przemysłowej r/r. Zasadniczo odmiennym scenariuszem charakteryzują się prognozy ZC wykonane dla dynamiki sprzedaży detalicznej. Dane z okresu pandemii (od I 2020 do X 2021) miały na tyle silny wpływ na własności składowych cyklicznych, że modyfikacji uległ przebieg komponentu cyklicznego w interesującym nas okresie pandemii. Zmianie podlegały częstotliwości, jak również przesunięcia fazowe i amplituda. W efekcie przebieg komponentu cyklicznego jest nieco inny w obydwu wariantach estymacji. Ważniejszą obserwacją jest to, że obydwie zestawy danych generują inny scenariusz prognostyczny dla części wspólnej horyzontu prognoz. Ścieżka prognoz mająca punkt zaczepienia w końcówce 2019 r. (obserwacja z grudnia) wskazywała na odwrócenie trendu na początku 2020 r. i cykliczne wyhamowanie trwające do jesieni 2020 r. Następnie od X 2021 r. miała występować kolejna zmiana trendu i ekspansja trwająca do końca horyzontu prognozy, czyli do X 2022 r. Dane z okresu pandemii (I 2020 r. do X 2021 r.) zasadniczo zmieniły ten scenariusz. Należy obecnie spodziewać się wzrostu dynamik sprzedaży do wartości około 10% r/r przypadającej na czerwiec 2022 r., po czym powinno nastąpić odwrócenie trendu i wyhamowanie dynamiki sprzedaży r/r do końca horyzontu prognozy.

II.3 KRÓTKOOKRESOWA PROGNOZA PKB

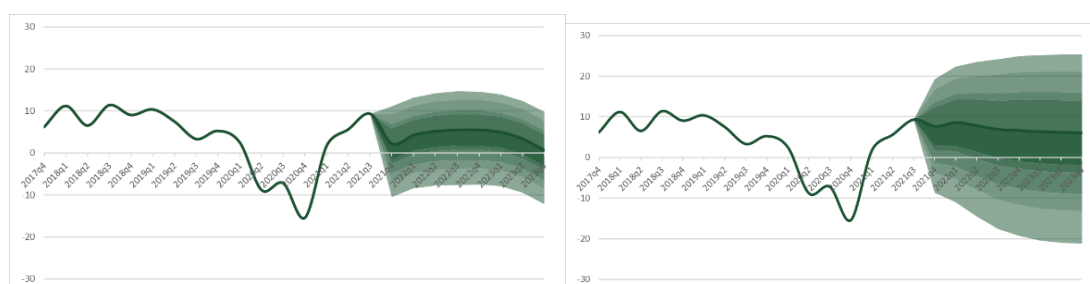
Rysunek 40 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres sześciu kwartałów – także w wariacie BC oraz ZC. Nakreślony scenariusz makroekonomiczny dla wariantu BC jest nadal optymistyczny ze względu na dobre dane makroekonomiczne z III kwartału 2021 r. Wzrost gospodarczy powoli powraca do tempa sprzed pandemii i po okresie silnych wahań należy spodziewać się odczytów wzrostu bardziej stabilnych. 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 mają one swe źródło w efektach obliczeniowych. Ostatnie obserwacje z III kwartału 2021 nie podlegają już temu efektowi i uznać je można za względnie regularne, za czym może przemawiać odpowiadający tym obserwacjom scenariusz prognostyczny zaprezentowany w poprzedniej edycji raportu.

Rysunek 40 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Rysunek 41 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)

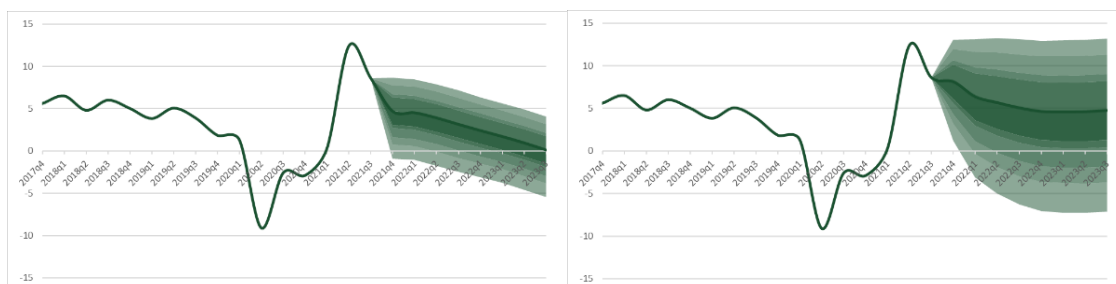


Źródło: Raport Makro.

Obecnie scenariusz makroekonomiczny wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w IV kwartale 2021 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 7,31%), 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 IV kwartale 2021 roku w porównaniu z projekcją z II raportu. Z wysokich, przekraczających wartość 7% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB będzie stabilizować się w 2023 r. na poziomie około 4,3% r/r, wskazując na odbudowę i powrót na ścieżkę dynamicznej ekspansji polskiej gospodarki obserwowanej w 2017 r. W tym aspekcie obecna prognoza jest zgodna ze scenariuszem

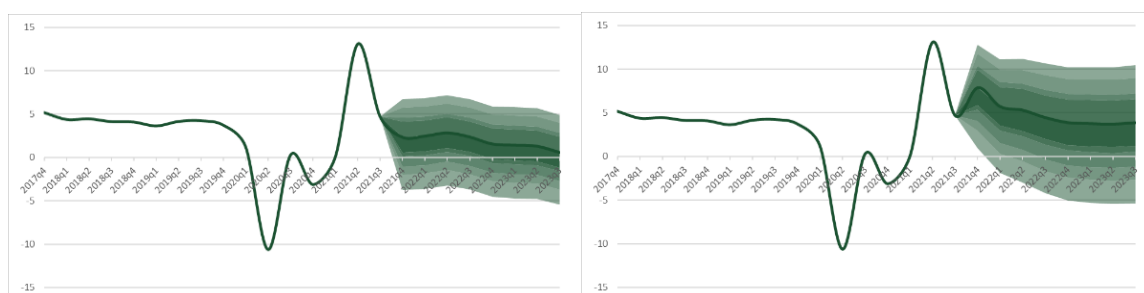
z poprzedniej edycji raportu. W okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r.

Rysunek 42 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)



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

Rysunek 43 Spożycie gospodarstw domowych – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)



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

Dane z trzeciego kwartału 2021 r. nie zmieniły ścieżek centralnych prognoz popytu krajowego i spożycia gospodarstw domowych. Zostały one bowiem bardzo precyzyjnie określone przez scenariusz zawarty w poprzedniej edycji raportu. Obecnie nasze prognozy tych kategorii stabilizują się w II kwartale 2023 r. w okolicach wartości 4,6% r/r (popyt krajowy) i 3,7% r/r (spożycie gospodarstw domowych). W tabeli 2.5 (w Raporcie Makro) zawarto dokładne wartości odpowiadające ścieżce centralnej prognoz. Stabilizacja następuje po konsekwentnym wyhamowaniu tempa wzrostu tych kategorii w całym horyzoncie prognozy.

Silne rozproszenie wykresów wachlarzowych, na które zwrócono uwagę w poprzednich edycjach raportu, utrzymuje się też obecnie. Należy ten efekt interpretować jako występowanie dużej niepewności prognoz, w szczególności co do spodziewanego powyżej scenariusza. Silne wahania wzrostu oraz jego zapaść w okresie pandemii mają nadal duży wpływ na dynamikę badanych szeregów czasowych. Wspomniany w poprzedniej edycji raportu niski poziom identyfikacji cech tej dynamiki przez pryzmat stosowanych dotychczas modeli utrzymuje się nadal. Słaba identyfikacja manifestuje się dużą niepewnością estymacji parametrów oraz w konsekwencji silnym rozproszeniem prognoz. Zastosowany model reagował bardzo gwałtownie na nowe obserwacje, zmieniając scenariusz w kolejnych edycjach z silnego odbicia (II raport makroekonomiczny) na wyhamowanie (III raport). W obecnej edycji analiz ten efekt uległ wygaszeniu. Prognozy pozostają względnie stabilne i nie zmieniają się tak zasadniczo jak w poprzednich edycjach raportu.

Opisany scenariusz stabilnej i powolnej odbudowy będzie się realizował w sytuacji, gdy kurs EUR/PLN ulegnie w najbliższych czterech kwartałach umocnieniu do wartości około 4,36 od II kwartału 2022 (rysunek 2.2 i tabela 2.10 w Raporcie Makro). 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. Wykres wachlarzowy na rysunku 2.1 (w Raporcie Makro) dopuszcza ujemne wartości stóp procentowych, ponieważ nie narzucono restrykcji dodatniości. Jego rozproszenie dopuszcza z pewnym prawdopodobieństwem utrzymywanie się stóp procentowych na obecnym niskim poziomie w całym horyzoncie prognozy. Zgodnie z tabelą 2.7 (w Raporcie Makro) szanse na niskie stopy procentowe i brak ich podwyżek maleją od wartości 91% w IV kwartale 2021 r. do 50% w III kwartale 2022 r., gdzie zgodnie ze wskazaniem modelu należy spodziewać się wyższej stawki WIBOR3M niż obecnie.

Uwzględnienie komponentu cyklicznego dość istotnie modyfikuje powyższy obraz. W ramach podejścia ZC jest widoczne, że okres pandemii, zapoczątkowany w I kwartale 2020 roku nałożył się na cykliczne spowolnienie, którego głębokość do poziomu około 2,5% dynamiki PKB przewidywały prognozy zbudowane na podstawie danych do IV kwartału 2019 r. W 2021 r. miała nastąpić odbudowa PKB z dynamiką około 4% w I kwartale 2021 i kolejna fala spowolnienia i wyhamowanie tempa wzrostu do około 2,5% w III kwartale 2023 roku. Podobny przebieg mają prognozy punktowe uzyskane dla dynamik popytu krajowego, też na podstawie danych dostępnych do IV kwartału 2019 roku.

Tabela 3 Wartości ścieżek centralnych prognoz dla analizowanych dynamik zmiennych realnych – model z włączonym (górny wiersz) i wyłączonym (dolny wiersz) komponentem cyklicznym

	IVQ2021	IQ2022	IIQ2022	IIIQ2022	IVQ2022	IQ2023	IIQ2023	IIIQ2023
Dynamika PKB	4,111	3,7255	3,2474	3,0284	3,1366	3,3277	3,2275	2,6097
	7,3096	6,4527	5,6299	4,9618	4,366	4,2669	4,2339	4,3483
Nakłady brutto na śr. trwałe	2,1641	4,2218	5,1323	5,431	5,4579	4,9352	3,3634	0,6443
	7,6303	8,5536	7,79	6,8959	6,6262	6,3172	6,1644	6,0458
Popyt krajowy	4,691	4,52	3,9082	3,1449	2,4092	1,7094	0,956	0,112
	8,1277	6,3676	5,6717	5,0645	4,64	4,5853	4,6097	4,7545
Spożycie gosp. dom.	2,3469	2,4908	2,8498	2,3801	1,5766	1,434	1,3207	0,6131
	7,8885	5,7303	5,321	4,4778	3,9029	3,7856	3,7273	3,8885
Indukowany popyt zewnętrzny	3,5311	2,931	2,5866	2,9119	3,864	4,9461	5,4989	5,1075
	6,4914	6,5378	5,5882	4,8591	4,092	3,9485	3,8581	3,942

Źródło: Raport Makro.

Okres odbicia w inwestycjach od IV kwartału 2020 r. do III kwartału 2021 r. jest bardzo dobrze przewidziany przez komponent cykliczny zidentyfikowany dla tej kategorii. Model wykorzystujący dane do IV kwartału 2019 r. precyzyjnie przewidział ekspansję w inwestycjach trwającą do I kwartału 2022 r. Przebieg ścieżki podczas pandemii – co do kierunku i punktu zwrotnego – jest zgodny z rzeczywistością, jednak skala zapaści jaka miała miejsce w III kwartale 2020 r. była nie do przewidzenia. Jednocześnie niezależnie od wykorzystanego zestawu danych, obydwie wersje prognoz (ZC i BC) wskazują na II kwartał 2022 r. jako górny punkt zwrotny (z dynamiką inwestycji na poziomie około 15% r/r). Może to oznaczać hamowanie w kolejnych kwartałach dynamik występujące do końca horyzontu prognozy, gdzie jej wartość może przyjąć wartość nawet 0,6% r/r. Określenie II kwartału jako okresu szczytowego koniunktury, poprzedzonego możliwym odbiciem w najbliższych kwartałach płynie też z prognoz popytu krajowego. Niezależnie od wariantu wykorzystanych danych od połowy 2022 r. nastąpi hamowanie do końca horyzontu prognozy. Prognozy dla dynamiki spożycia gospodarstw domowych wskazują na konsekwentne hamowanie od IV kwartału 2021 r. do końca horyzontu prognozy, gdzie dla III kwartału 2023 r. przewidujemy wartość dynamik rocznych na poziomie około 0,6% r/r.

Ocenę niepewności omawianego scenariusza dopełniają zamieszczone wykresy wachlarzowe. Możliwe perspektywy wzrostu gospodarczego są bardziej precyzyjnie określone przez model z włączonym komponentem cyklicznym, w porównaniu z prognozą zaprezentowaną w poprzedniej części.

III. UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – STAN AKTUALNY

III.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 indikatorów „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)¹³ oraz regionalnego barometru upadłości (RBU)¹⁴ 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).

III.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%.

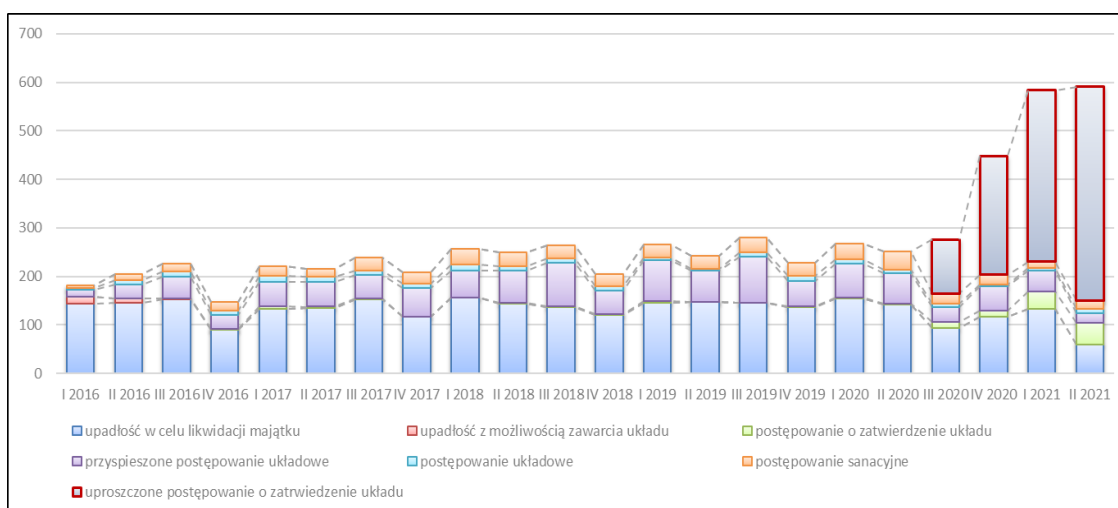
Znaczący wzrost r/r z 268 do 515 postępowań upadłościowych w I kw. 2021 r. spowodowany był turbulentną sytuacją rynkową wynikającą z ograniczeń panujących w związku z sytuacją pandemiczną i utrzymującą się od ponad 1,5 roku. Kolejna odsłona Tarczy Antykryzysowej ukazała zgodnie z ustawą z dnia 19 czerwca 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

¹³ Odsetek sądowych postępowań upadłościowych (OU) – stanowi relację liczby przedsiębiorstw, wobec których ogłoszono postępowania upadłościowe, do liczby przedsiębiorstw ogółem w przeliczeniu na 10 000.

¹⁴ 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.

znaczącą zmianę struktur postępowań wynikającą z dużego zainteresowania tą formą postępowania 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 44.

Rysunek 44 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

Wbrew wcześniejszym przypuszczeniom, pandemia COVID-19 nie wywołała katastrofalnego przyspieszenia skali zjawiska upadłości. W szczególności, dane dla największych gospodarek (por. Rysunek 45) wskazują na wciąż niski poziom tego zjawiska, choć w niektórych z nich (Niemcy, Wielka Brytania, Włochy) – także na pewne oznaki przyspieszenia.

Od ostatniego RŁ wciąż jest niewiele nowych, globalnych prognoz upadłości na 2022 r. o charakterze zbiorczym. Nadal też prognozowanie tego zjawiska jest bardzo trudne, gdyż m.in.:

- pandemia COVID-19, mimo wprowadzenia w krajach rozwiniętych szerokiego programu szczepień i innych działań profilaktycznych, nadal nie jest opanowana w wielu regionach Świata;
- ze względu na jej skutki, rządy często nadal podejmują dyskrecyjne działania ratunkowo-naprawcze wobec firm, niejednokrotnie wspomagając też te przedsiębiorstwa, które w zwykłych warunkach upadłyby;

- sądy i inne instytucje decyzyjne oraz rejestrowe często nie wróciły jeszcze do sprawności sprzed kryzysu;
- 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. Jednocześnie doprowadziło to do nasilenia problemu niedoborów surowców i materiałów na wielu rynkach, ograniczającego możliwości wzrostu produkcji oraz do wzrostu kosztów i spadku rentowności w tych firmach, dla których te surowce i materiały są czynnikami produkcji. W rezultacie rośnie więc też zagrożenie upadłością w tych podmiotach. Trudno jednak oszacować, jaki będzie łączny bilans obu powyższych procesów choć wydaje się, że przeważać mogą ich negatywne skutki;
- szybkie ożywienie po pierwszych falach pandemii jest jedną z przyczyn narastania globalnej inflacji. W takiej sytuacji szereg banków centralnych zaostrza politykę pieniężną. Będzie to prowadziło do wzrostu stóp procentowych – po okresie ich historycznie niskich poziomów. Może to być „godziną prawdy” dla tzw. firm zombie, dość stabilnie funkcjonujących w warunkach niskiej ceny pieniądza.

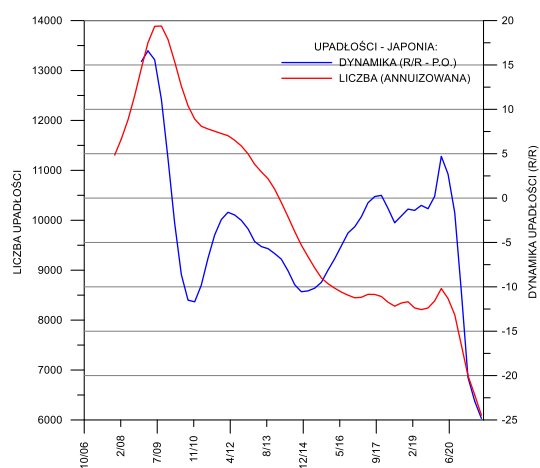
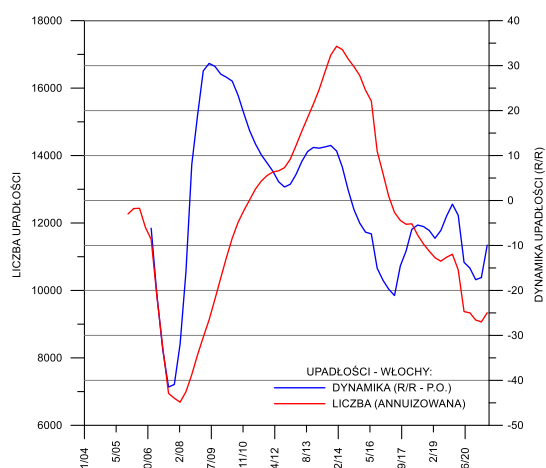
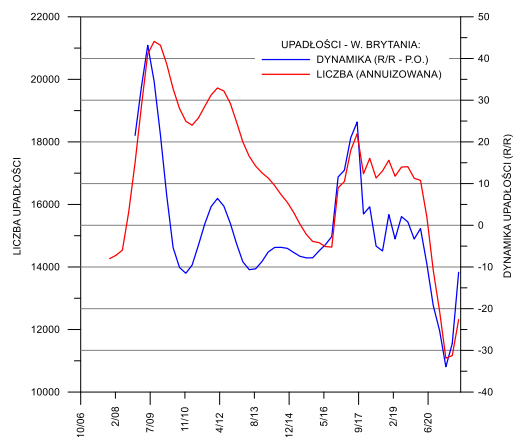
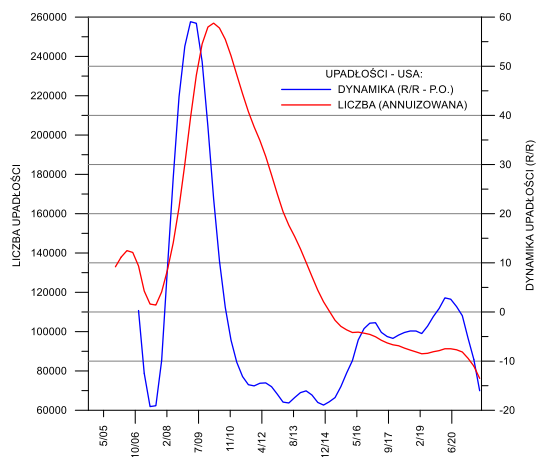
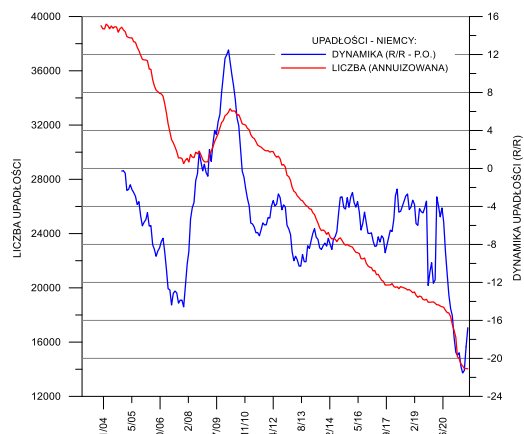
Mimo powyższych trudności, część ośrodków decyduje się na publikowanie prognoz na 2022 r. Jedną z charakteryzujących się szerszym zakresem podmiotowym jest opracowana przez grupę Alianz, Euler-Hermes¹⁵. W jej świetle należy spodziewać się, że globalny indeks niewypłacalności (GII), po dwóch latach spadku, wzrośnie w 2022 r. o ok. 15%. Proces ten nie będzie przebiegał jednak równomiernie w poszczególnych grupach krajów i samych krajach (por. Rysunek 46). Relatywnie wysokiej dynamiki upadłości należy spodziewać się w Europie Zachodniej, a także w Środkowo-Wschodniej. Sytuacja w Polsce, po okresie przyspieszenia w 2021 r., powinna być – w świetle tej prognozy – stabilna (nieznaczny wzrost indeksu).

Gorsze prognozy na 2022 r. formułuje w październiku 2021 r. Atradius¹⁶. W świetle tej analizy globalnie poziom upadłości w tym roku wzrośnie o ok. 33%. Główną przyczyną tego przyspieszenia ma być z jednej strony wycofanie lub znaczne ograniczenie pakietów pomocowych dla gospodarek, a z drugiej – zanikające działanie wcześniej udzielanego wsparcia. Autorzy Raportu zwracają także uwagę na fakt, że wbrew wcześniejszym oczekiwaniom nadal problemem są poważne zakłócenia w łańcuchach dostaw. W dodatku fazy cyklu koniunkturalnego są w opinii tej grupy ujemnie skorelowane z natężeniem zjawisk upadłości. W efekcie działania tych sił problem upadłości istotnie ma nasilić się w gospodarkach Włoch, Australii i Wielkiej Brytanii (wzrosty zbliżone do 33% w stosunku do poziomu przedpandemicznego). Wg tych szacunków w Polsce liczba upadłych firm wzrośnie niemal o 40% r/r. Jest to jednak wielkość wyraźnie niższa od obserwowanych w wielu krajach najwyżej rozwiniętych (por. Rysunek 47), ale i zdecydowanie wyższa niż w okresie przedpandemicznym (por. Rysunek 48).

¹⁵ Euler-Hermes, *Insolvencies: We'll be back*, October 2021.

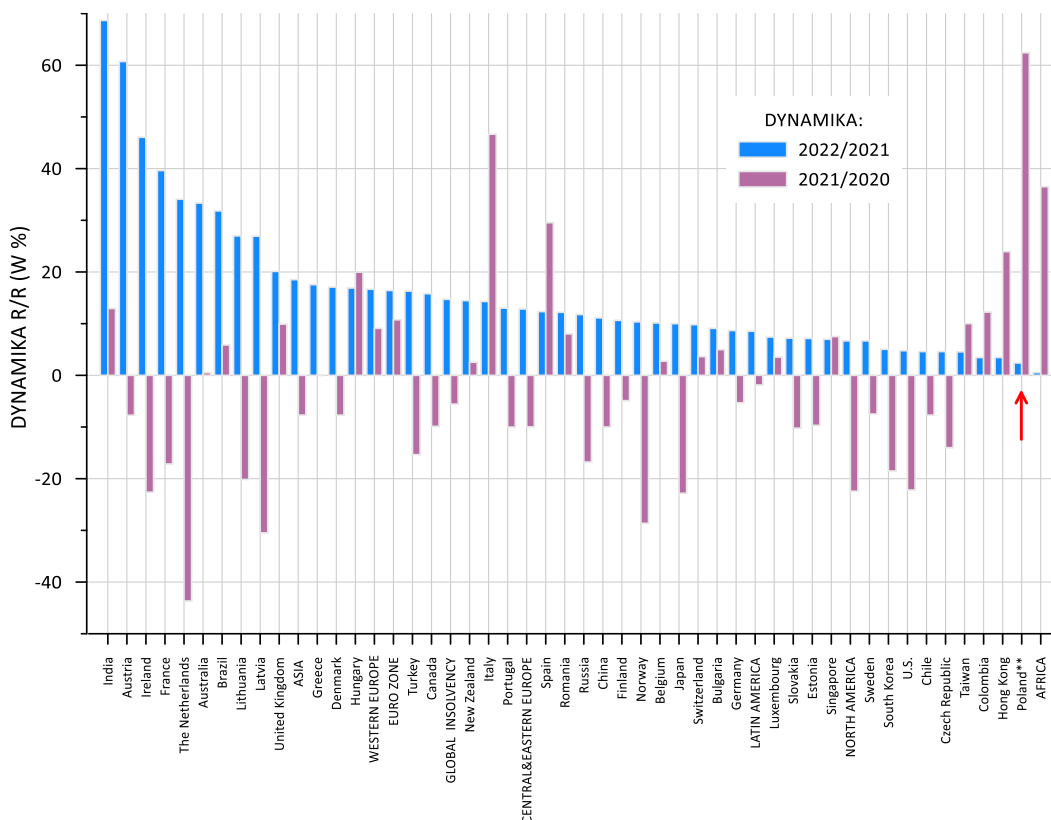
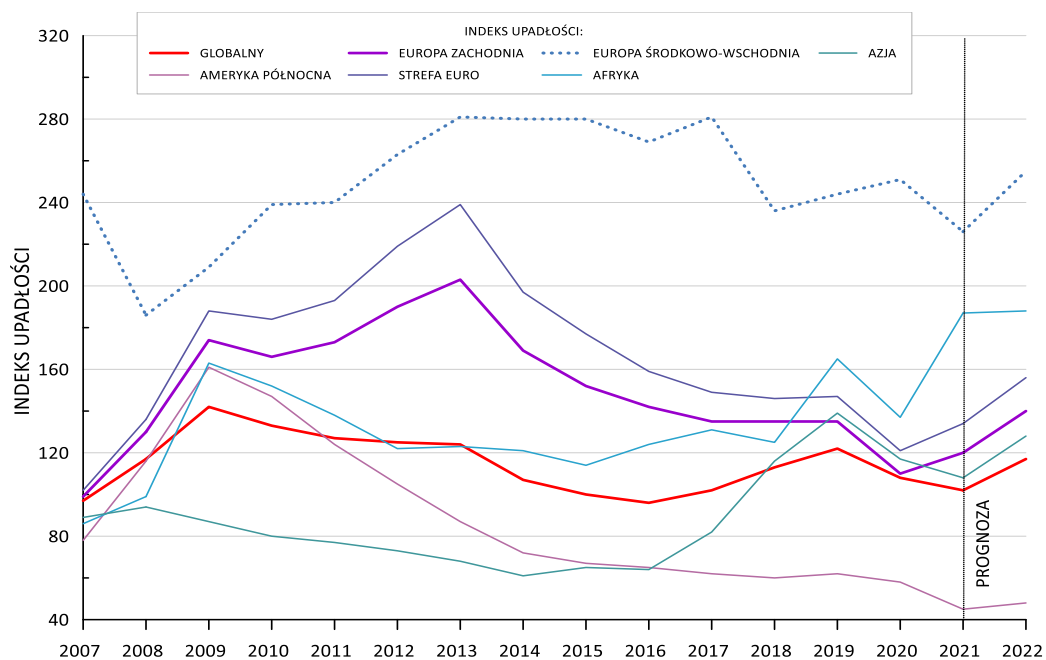
¹⁶ por. 2021: *A turn of the tide in insolvencies*. Atradius Economic Research – October 2021.

Rysunek 45 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)



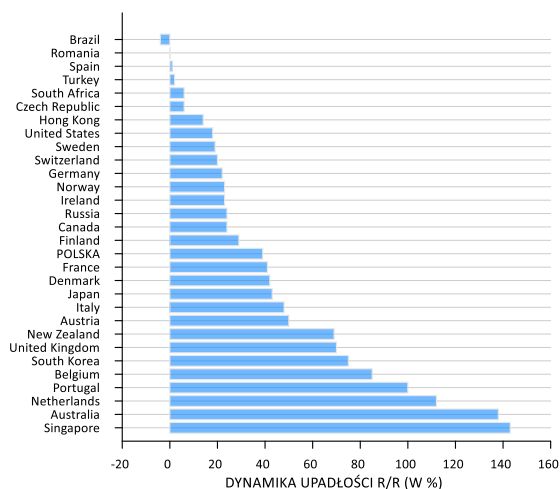
Źródło: obliczenia własne na danych Trading Economics i danych krajowych Urzędów Statystycznych.

Rysunek 46 Indeks upadłości globalny i w grupach krajów: wartość (górny panel) i dynamika (dolny panel). Stan obecny i prognozy

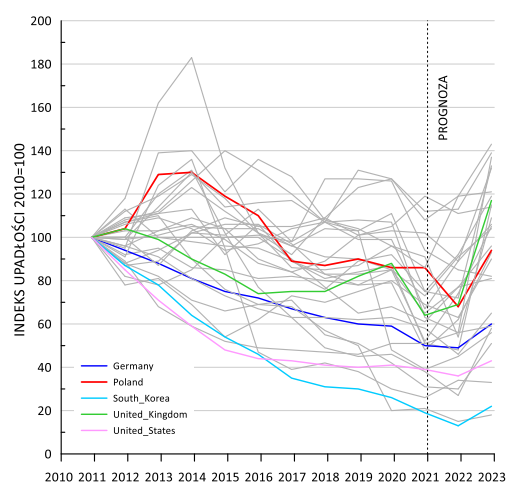


Źródło: obliczenia własne na danych Euler Hermes.

Rysunek 47 Prognoza dynamiki upadłości w wybranych gospodarkach – dynamika r/r



Rysunek 48 Prognoza upadłości na lata 2021-22 w wybranych krajach Świata – 2010=100



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

Warto też podkreślić, że według powyższej prognozy, w krajach, w których polityka fiskalna wciąż aktywnie będzie wspierała sektor przedsiębiorstw, wzrost upadłości będzie zdecydowanie słabszy. Można przypuszczać, że takie rozwiązania będą kontynuowane m.in. w USA.

IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

IV.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.

IV.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 znajdzie warunków dla ziszczenia się¹⁷.

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)¹⁸ – obie miary są wysoko skorelowane (współczynnik

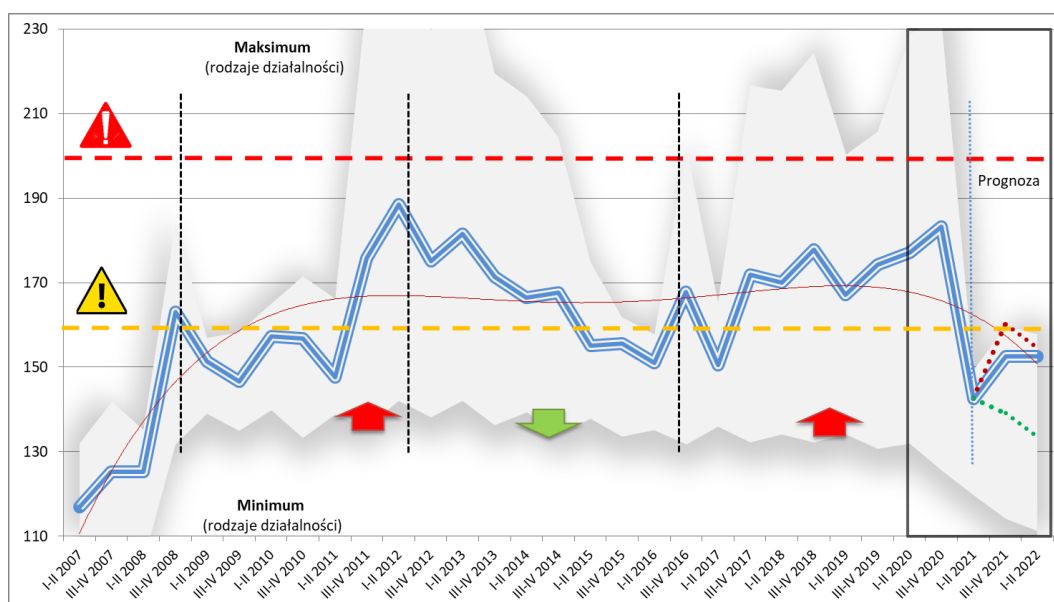
¹⁷ Ponieważ prognozowane wartości opisują możliwy stan analizowanych przedsiębiorstw w perspektywie dwóch lat (roczna prognoza wartości czynników kształtujących MW jako prawdopodobieństwo zagrożenia upadłością w kolejnym rocznym horyzoncie czasu), stąd przy wzroście zmienności ich sytuacji oraz uwzględniając SWO (prognoza ostrzegawcza, krótkoterminowa), prognozy te należy uznać wyłącznie jako wskazujące ogólnie możliwy kierunek dalszych zmian MW.

¹⁸ 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 49 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.

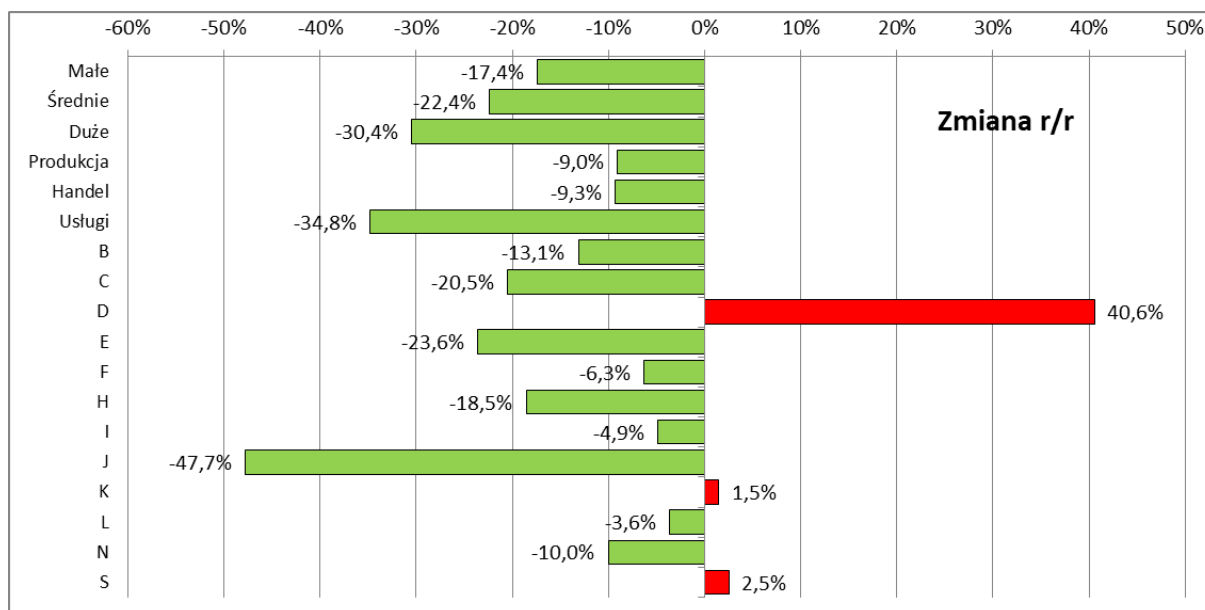


Uwagi: wartość „Ogółem” ustalona jako średnia ważona (liczbą pracujących) z wartości obliczonej dla poszczególnych rodzajów działalności. Uwzględniono korektę historycznego naliczenia wartości. Wartości dla scenariusza optymistycznego oznaczone są kolorem zielonym, a dla pesymistycznego – kolorem czerwonym (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 przechyla 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 50 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.

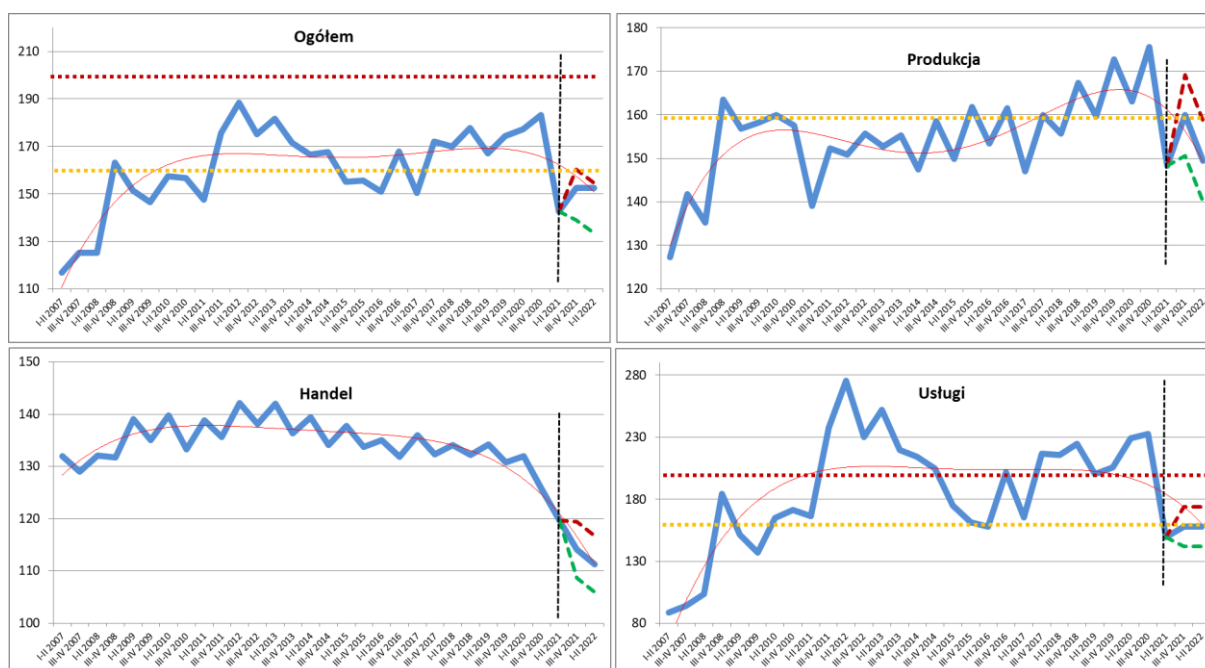
Źródło: Raport Mikro.

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 poziomy 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 51 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.

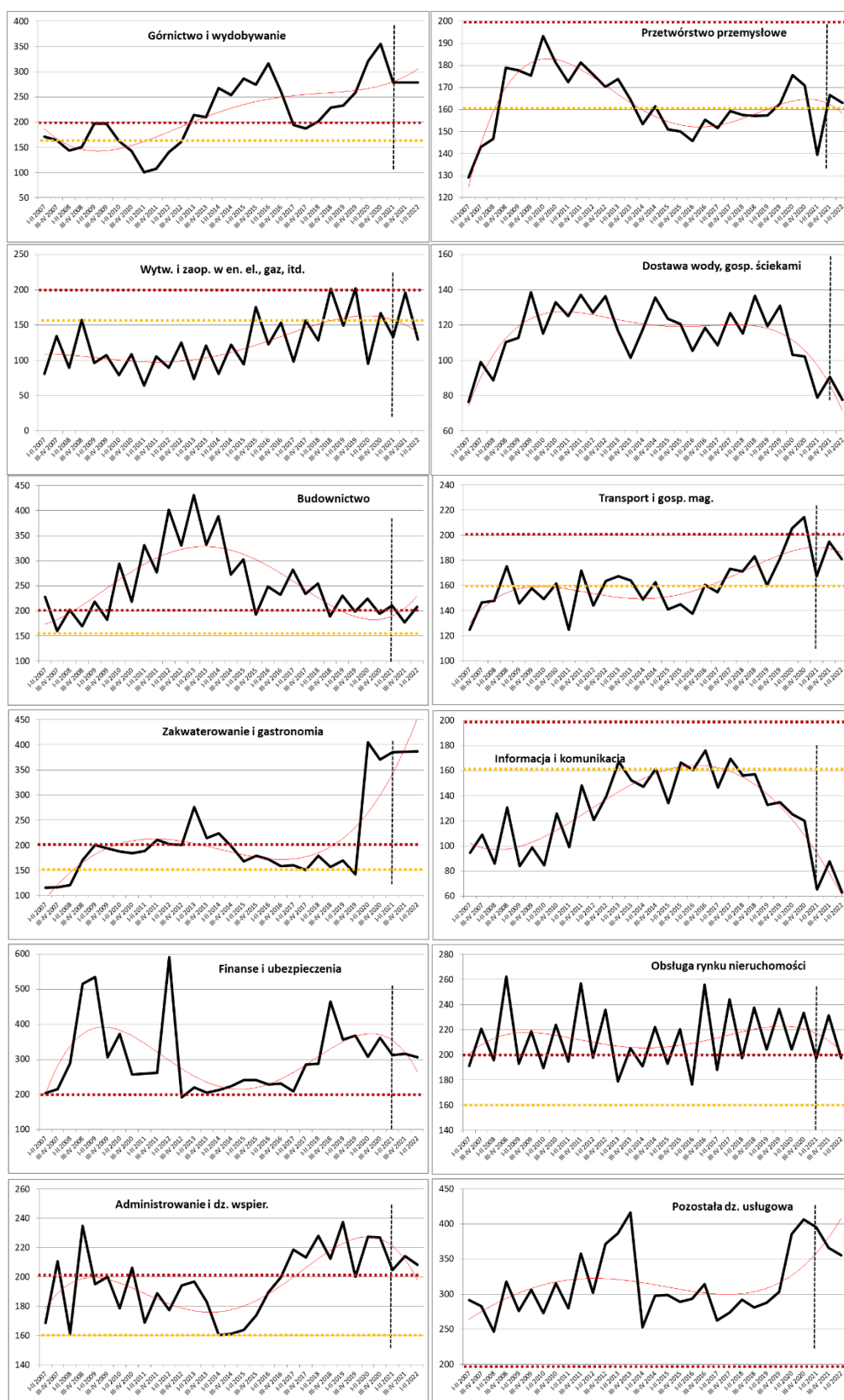
Spadek stopnia zagrożenia w I p. 2021 r. (o-19,2% r/r) był spowodowany korzystnym rozwojem sytuacji we wszystkich klasach wielkości przedsiębiorstw.

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 III kw. 2021 r. (-10,2% r/r), przy poprzednim także pozytywnym odczycie i skokowym dojściu do poziomu ostrzegawczego. W tych warunkach prognoza krótkookresowa nie daje wiarygodnych wskazań – brak zmian średniej wartości rocznej stopnia zagrożenia.

W III kw. 2021 r. w przedsiębiorstwach dużych także wystąpiła poprawa sytuacji oraz gwałtowne zejście poniżej progu ostrzegawczego (-25,1% r/r), co dla prognozy średniej wartości rocznej stopnia zagrożenia przynosi spadek o -6,3%. Pogorszenie sytuacji miało miejsce tylko w 4 z 12 sekcji PKD, tj. w finansach i ubezpieczeniach, pozostałej działalności usługowej, wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię oraz w obsłudze rynku nieruchomości.

Rysunek 52 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. 2021 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.

IV.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

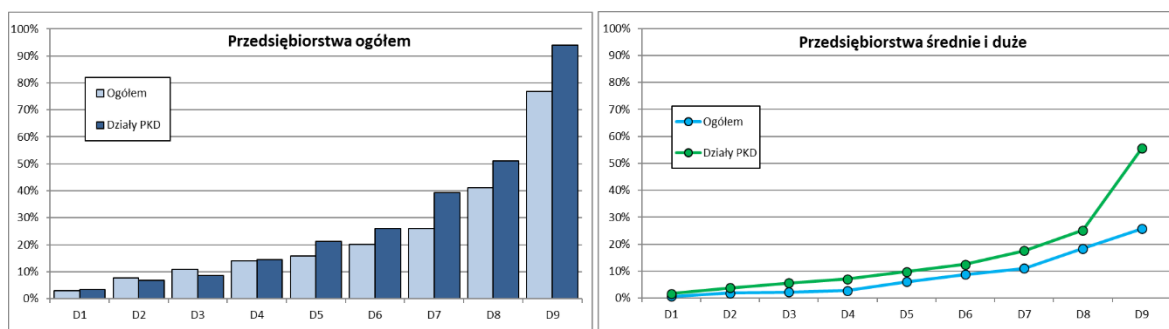
Ocena trafności prognoz punktowych stopnia zagrożenia wykorzystuje podejście zaprezentowane w *Raporcie metodologicznym* – dotyczy oceny skali oraz kierunku odchyień wygasłej prognozy względem realizacji zmiennej prognozowanej. Ze względu na wielość wykonywanych prognoz (przekroje względem rodzaju działalności, 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.

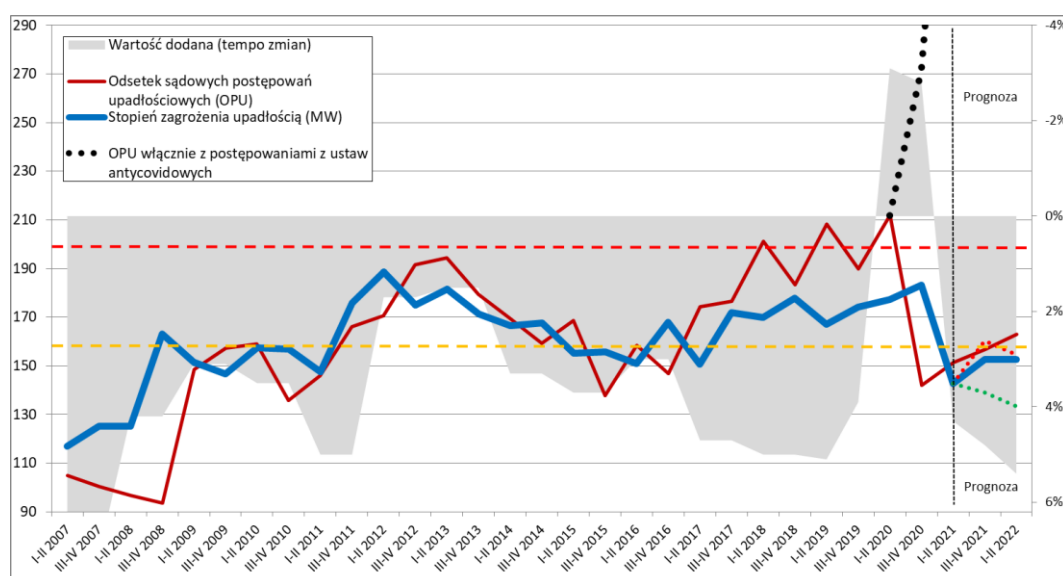
Dla wykonanych prognoz III kw. 2021 r. dla przedsiębiorstw średnich i dużych mediana wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 6,1% (dla średnich 6,3% i dla dużych 4,2%), a dla działów PKD była wyższa i wyniosła 9,8% (dla średnich 9,2% i dla dużych 10,2%).

Rysunek 53 Rozkład decylowy wartości bezwzględnej procentowych błędów prognoz stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w II p. 2021 r. (w %) – ogółem oraz w III kw. 2021 przedsiębiorstwa średnie i duże (prawy panel)



Źródło: Raport Mikro.

Rysunek 54 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 weryfikacją oceny zmian ogólnej kondycji analizowanych przedsiębiorstw wyrażonej miarą stopnia zagrożenia upadłością (MW), jest analiza porównawcza względem kształtowania się odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OPU)¹⁹ – 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 49).

¹⁹ Oceny należy dokonywać z uwzględnieniem różnic w treści merytorycznej obu miar oraz czynników oddziałujących na każdą z nich.

V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

V.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).

V.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
DZIAŁALNOŚĆ PRODUKCYJNA				
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	✓	✓	✓	
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	✓	✓		
DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA				
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSENIEM BUDYNKÓW			✓	
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ	✓	✓		
52 MAGAZYNOWANIE I DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA TRANSPORT	✓	✓		
55 ZAKWATEROWANIE	✓	✓	✓	
59 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z PRODUKCJĄ FILMÓW, NAGRAŃ WIDEO, PROGRAMÓW TELEWIZYJNYCH, NAGRAŃ DŹWIĘKOWYCH I MUZYCZNYCH	✓	✓	✓	
64 FINANSOWA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA, Z WYŁĄCZENIEM UBEZPIECZEŃ I FUNDUSZY			✓	
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	✓	✓	✓	

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

V.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
PRZEDSIĘBIORSTWA PRODUKCYJNE			
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		√	
PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE			
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSENIEM 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	√	√	√

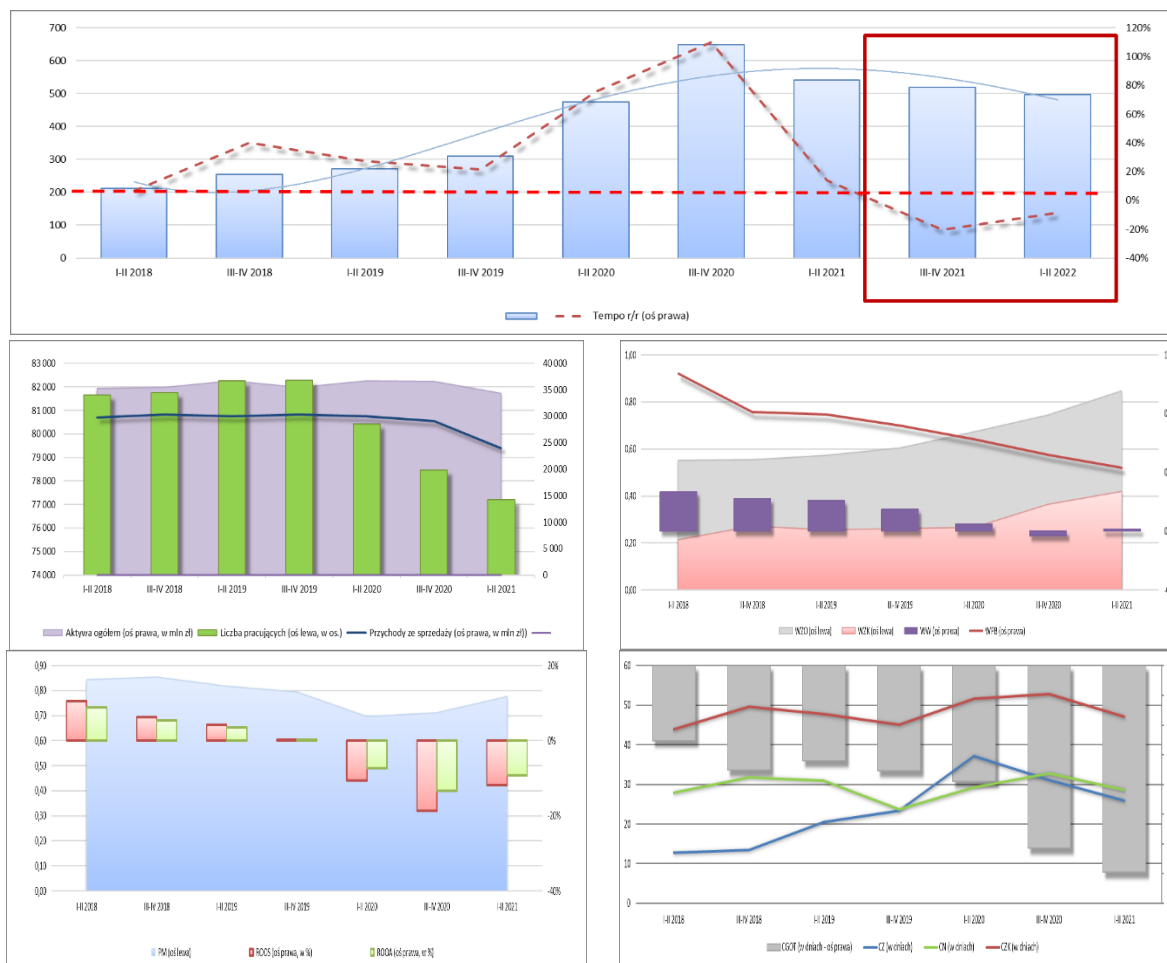
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, √ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.

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 – Wydobycie węgla kamiennego i brunatnego (lignitu)

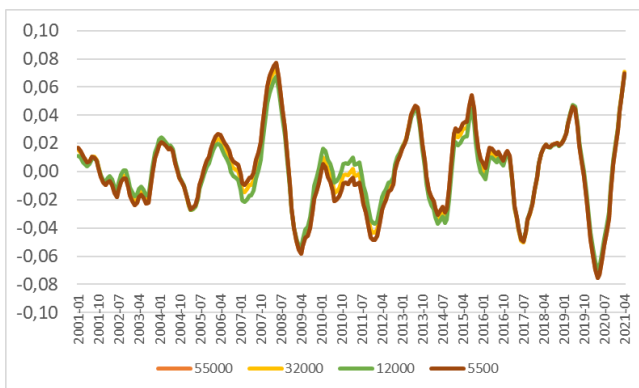
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 5



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.

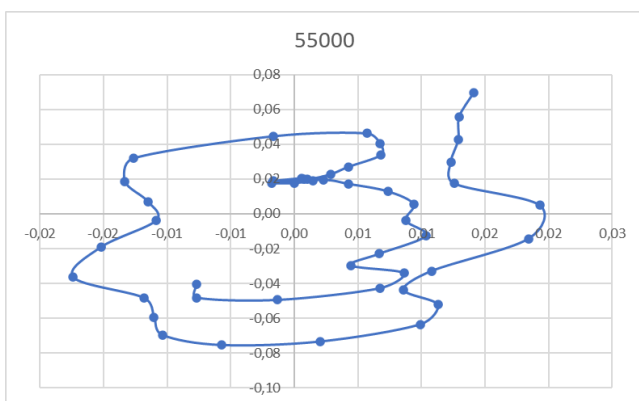
Źródło: Raport Mikro.

Dział PKD 5 – Wydobycie 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.

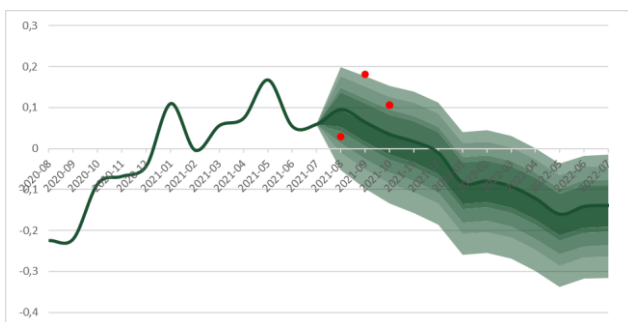
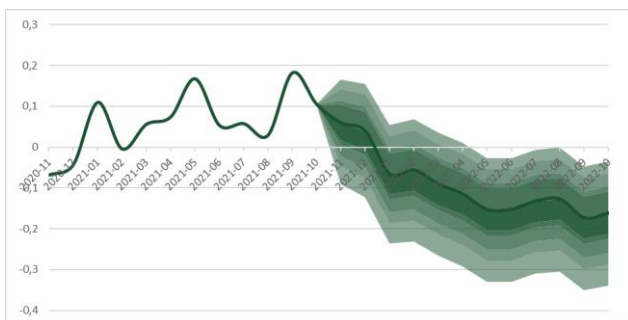


Komponent cykliczny dla analizowanego działu zwiększył swoją amplitudę w porównaniu do jego przebiegu w przeszłości.

Zegary cyklu charakteryzują się dużym stopniem 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 został zmodyfikowany przez nowe obserwacje, które wskazują na bardzo zmienną sytuację w analizowanym dziale. Trwająca obecnie ekspansja może przerodzić się w trwałe wyhamowanie i spadki produkcji już od początku przyszłego roku. W całym horyzoncie prognozy w roku 2022 produkcja będzie z dużym prawdopodobieństwem spadać. Brak oznak odwrócenia trendu i poprawy sytuacji. Analizowany dział jest szczególnie zagrożony głęboką recesją.



Dział PKD 9 – Działalność usługowa wspomagająca wydobywanie

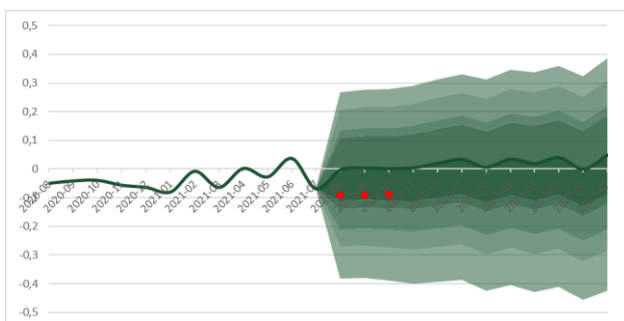
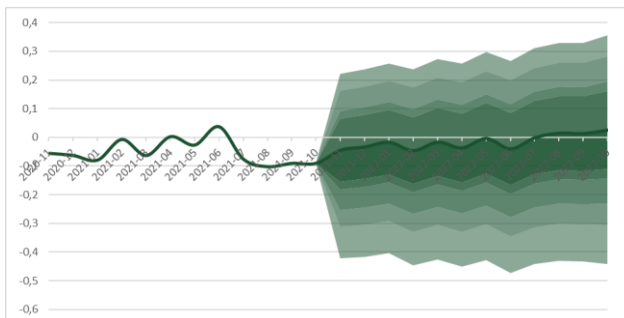
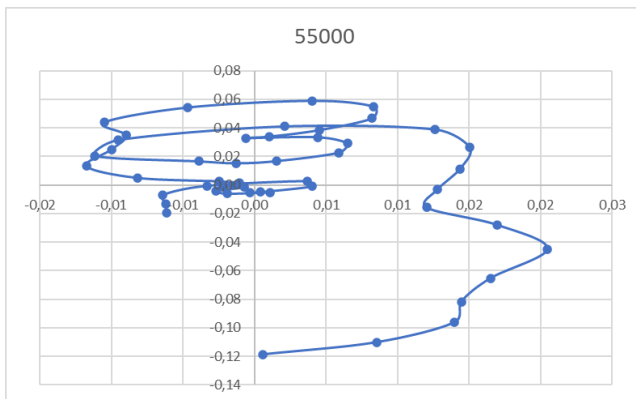
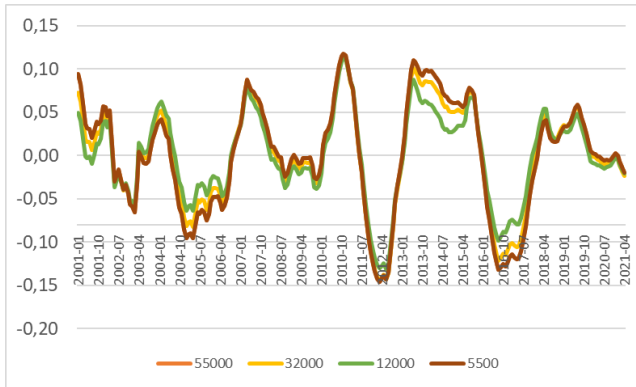
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 9



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.



Przebieg komponentu cyklicznego od połowy 2017 roku jest bardzo nieregularny. Niska amplituda wahań i bardzo szybko następujące po sobie zmiany trendu wskazują na zmienną i niepewną sytuację analizowanego działu.

Zegary cyklu są słabo 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 wariancie klasycznym znajdują się nadal pomiędzy trzecią a czwartą ćwiartką układu współrzędnych. Wskazuje to na możliwość odbudowy w tym dziale produkcji. W poprzednich edycjach raportu wskazywano na obecność na przemian recesji lub odbudowy. Wynik ten należy interpretować jako możliwą stagnację. Nowe obserwacje konsekwentnie nie zmieniają tego negatywnego obrazu.

Nowe obserwacje z sierpnia, września i października 2021 r. obniżyły ścieżkę centralną prognoz. Utrzymuje się jednak scenariusz dalszej stagnacji w dziale, ponieważ rozproszenie wykresów wachlarzowych jest na tyle duże, że daje 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.

Dział PKD 26 – Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych

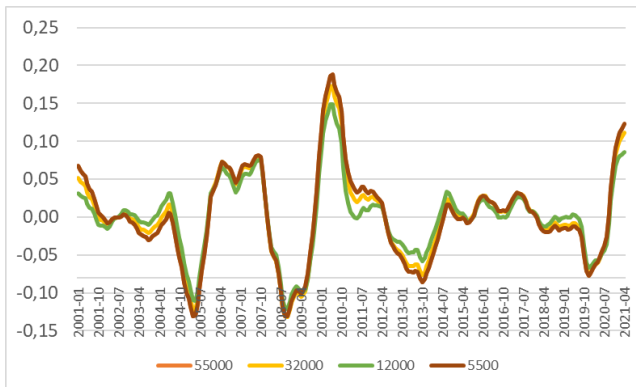
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2018 r. – I p. 2021 r.) – dział PKD 26



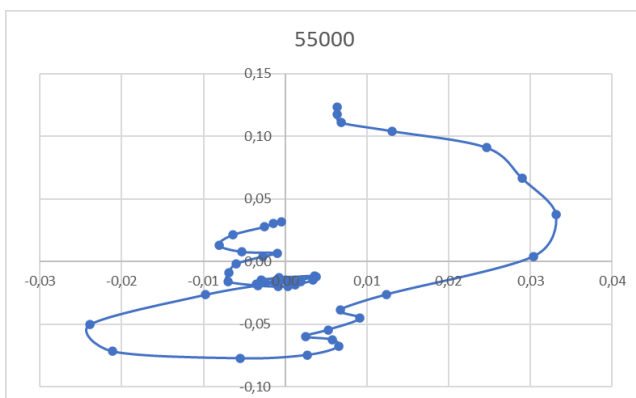
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

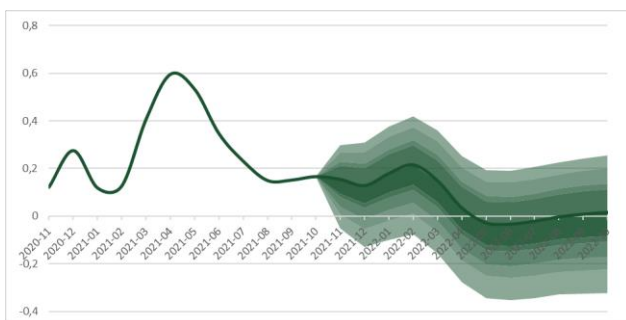
Dział PKD 26 – Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych – dział PKD zakwalifikowany do działalności produkcyjnej, dla którego zaobserwowano tendencję wzrostową miary stopnia zagrożenia od II p. 2020 r. z utrzymaną tendencją wzrostową w I p. 2021 r. (r/r, +18,99%). Prognoza na II p. 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%).



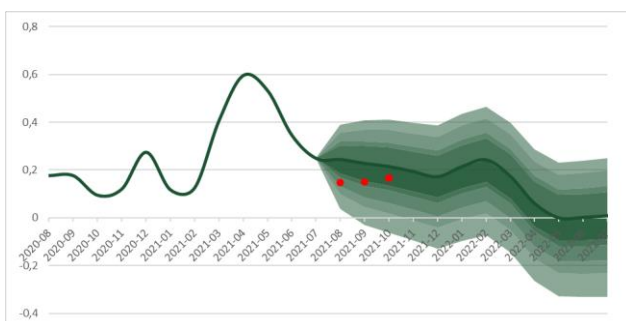
Przebieg komponentu cyklicznego charakteryzował się bardzo wygaszonymi fluktuacjami w latach 2014 do 2019. Obostrzenia pandemiczne w analizowanym dziale spowodowały krótkotrwałą recesję i następnie silne ożywienie oraz ekspansję, trwającą nieprzerwanie od 2019 roku. W ostatnich latach branża osiągnęła poziom rozwoju znacznie przekraczający długookresowe tempo. Obecnie na zegarze cyklu koniunkturalnego analizowany dział znajduje się konsekwentnie od wielu miesięcy w fazie ekspansji. Ostatnie obserwacje wskazują, że dział może doświadczyć w najbliższych miesiącach wyhamowania aktywności.



Prognozy wskazują na tendencje do hamowania rozwoju w tym dziale od marca 2022 roku. Do przełomu 2021 i 2022 spodziewać się należy solidnych wzrostów produkcji, zahamowanej gwałtownie w marcu i kwietniu przyszłego roku. Od maja 2022 dla analizowanego działu najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stagnacja, co oznacza powrót do sytuacji działu sprzed 2019 roku.

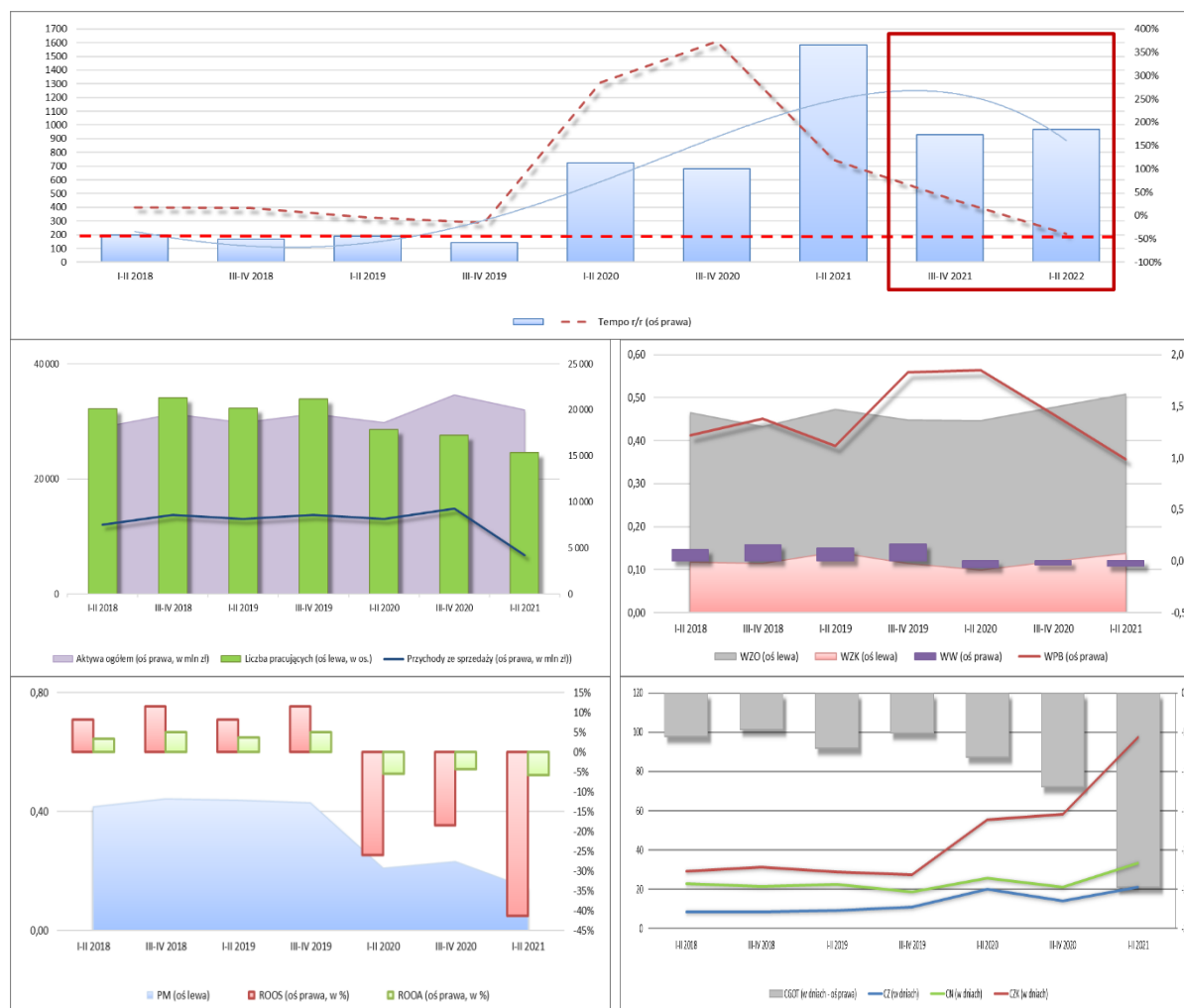


Nowe obserwacje z sierpnia, września i października 2022 roku obniżyły ścieżkę centralną, jednak nie zmieniły jakościowo poprzedniego scenariusza prognostycznego i w obecnej edycji raportu przedstawiamy jego kontynuację.



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



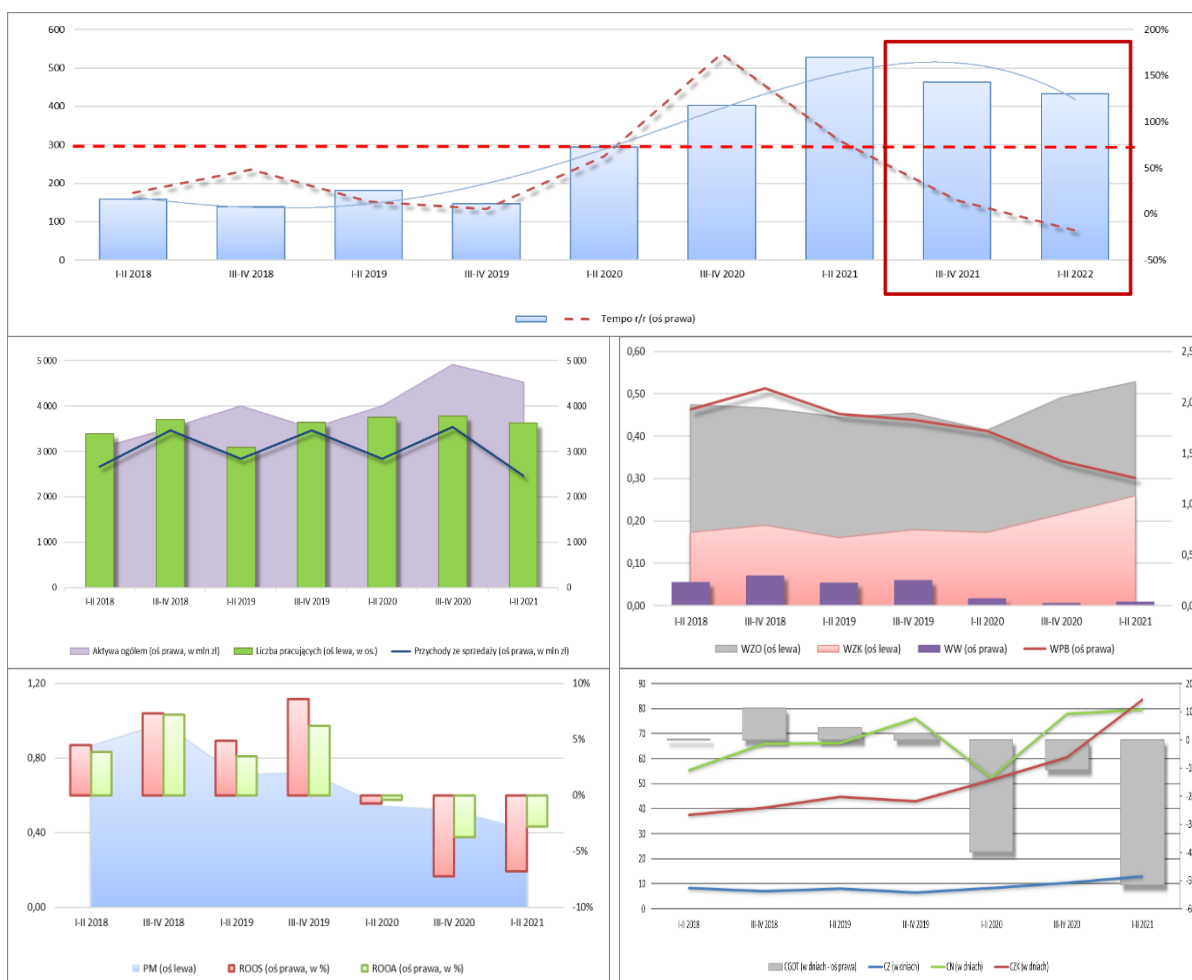
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału); 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 prognozują 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 pogorszenie 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



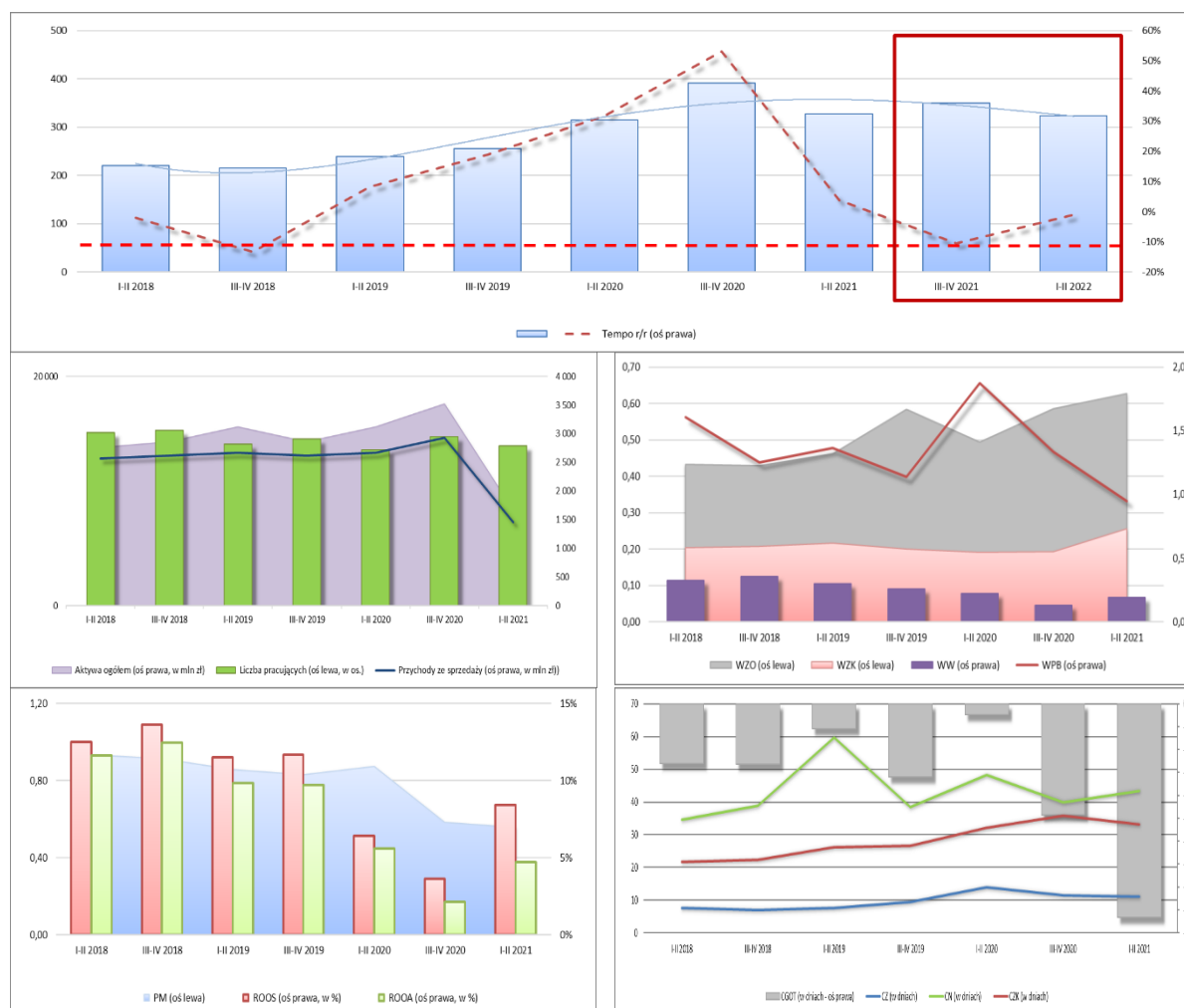
WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Crino 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 2021-23 (w % r/r)	38
Tabela 2 Wybrane prognozy dynamiki PKB w gospodarce światowej – lata 2021-23 (w % r/r).....	39
Tabela 3 Wartości ścieżek centralnych prognoz dla analizowanych dynamik zmiennych realnych – model z włączonym (górnym wiersz) i wyłączonym (dolny wiersz) komponentem cyklicznym.....	48
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w I p. 2021 r.....	60
Tabela 5. Lista działań 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.	63
Tabela 6. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie I p. 2020 r. – I p. 2021 r.....	64

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce.....	20
Rysunek 2 Dynamika r/r popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %).....	21
Rysunek 3 Dynamika eksportu i importu Polski oraz dynamika PKB w strefie euro (r/r)	21
Rysunek 4 Dynamika wzrostu VA w Polsce w wybranych sekcjach (r/r).....	21
Rysunek 5 Stopa bezrobocia, dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nomin. w przemyśle (w %)	21
Rysunek 6 Rachunek bieżący (górnym panel) oraz inflacja cen konsumenta i producenta (CPI i PPI – dolny panel).....	23
Rysunek 7 Wykorzystanie mocy produkcyjnych (górnym panel) oraz niepewność prognoz PKB (dolny panel).....	23
Rysunek 8 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz rentowność obligacji 10-letnich (prawy panel)	24
Rysunek 9 Kurs graniczny opłacalnego eksportu (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)...	24
Rysunek 10 Indeks produkcji przemysłu (2015=100) – wielkości s.a. oraz trend	25
Rysunek 11 Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu m/m (górnym panel s.a.) oraz r/r (dolny panel)	25
Rysunek 12 Ogólny wskaźnik sytuacji GUS oraz komponenty bieżący i wyprzedzający	26
Rysunek 13 Wskaźnik sytuacji finansowej – bieżący i przyszły	26
Rysunek 14 Dynamika sprzedaży detalicznej r/r	28
Rysunek 15 Wskaźniki bieżący i wyprzedzający ufności konsumentów GUS.....	28
Rysunek 16 Wskaźnik przyszłych zakupów gospodarstw domowych GUS	28
Rysunek 17 Uogólniony wskaźnik bariery braku rąk do pracy GUS	28
Rysunek 18 Fazy cyklu dla analizowanych działów produkcji w okresie od lutego 2018 do kwietnia 2021 r.	29
Rysunek 19 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do kwietnia 2021 r. (górnym panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do kwietnia 2021 r. – dolny panel).....	30
Rysunek 20 Rozkład maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy.....	31

Rysunek 21 Nowe zachorowania na COVID-19 (nowe przypadki na milion mieszkańców) – struktura geograficzna (Świat)	32
Rysunek 22 Nowe zachorowania na COVID-19 (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat	33
Rysunek 23 Relacja zachorowań na COVID-19 w 51 tyg. roku do maksymalnej w 2021 r. (na 10 tys. mieszkańców – w %).....	34
Rysunek 24 Nowe zachorowania i nowe zgony na COVID-19 na milion mieszkańców – pozycja Polski	35
Rysunek 25 Hospitalizowani z powodu COVID-19 w Polsce i bufor wolnych łóżek (dane wygładzone)	36
Rysunek 26 Prognozy tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce (skala logarytmiczna).....	36
Rysunek 27 Indeks restrykcyjności (SI) polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE.....	36
Rysunek 28 Intensywność szczepień	37
Rysunek 29 Udział zaszczepionych na COVID-19 co najmniej 1 dawką	37
Rysunek 30 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	39
Rysunek 31 Indeks cen energii i ceny gazu ziemnego	39
Rysunek 32 Wskaźnik EPU – Świat	40
Rysunek 33 Wskaźnik EPU – Europa	40
Rysunek 34 PMI – Strefa Euro	40
Rysunek 35 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO	40
Rysunek 36 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)	41
Rysunek 37 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (I p. 2007 r. – I p. 2021 r.)	42
Rysunek 38 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw ogółem w I p. 2021/2020 r. oraz II p. 2020/2019 r. (w %, r/r.....	42
Rysunek 39 Prognoza produkcji sprzedanej przemysłu [%] r/r bez komponentu cyklicznego (lewy, górny panel) i z elementem cyklicznym (prawy, górny panel) oraz prognoza sprzedaży detalicznej bez komponentu cyklicznego (lewy, dolny panel) i z elementem cyklicznym (prawy, dolny panel); dane miesięczne	45
Rysunek 40 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel).....	46
Rysunek 41 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)	46
Rysunek 42 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel).....	47
Rysunek 43 Spożycie gospodarstw domowych wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od III kw. 2021 r. do II kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)	47
Rysunek 44 Liczba upadłości ze względu na rodzaj postępowania w okresie I kw. 2016 r. – II kw. 2021 r.	50
Rysunek 45 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)	52
Rysunek 46 Indeks upadłości globalny i w grupach krajów: wartość (górny panel) i dynamika (dolny panel). Stan obecny i prognozy	53
Rysunek 47 Prognoza dynamiki upadłości w wybranych gospodarkach – dynamika r/r.....	54
Rysunek 48 Prognoza upadłości na lata 2021-22 w wybranych krajach Świata – 2010=100	54

Rysunek 49 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.....	56
Rysunek 50 Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w I p. 2021 r. (tempo w %, r/r) ..	57
Rysunek 51 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r.) według klas wielkości.....	58
Rysunek 52 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r. według wybranych sekcji PKD (działów GN)	59
Rysunek 53 Rozkład decylowy wartości bezwzględnej procentowych błędów prognoz stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w II p. 2021 r. (w %) – ogółem oraz w III kw. 2021 przedsiębiorstwa średnie i duże (prawy panel)	61
Rysunek 54 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – I p. 2022 r.	61