

Zmiana gospodarcza 2020-2021

V Raport Łączny

w ramach projektu ISR

na zlecenie



Ministerstwo
Rozwoju i Technologii





Autor:

Piotr Boguszewski

SPIS TREŚCI

SYNTEZA.....	9
WPROWADZENIE.....	19
I. BIEŻĄCE UWARUNKOWANIA KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH PANDEMII	22
I.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	22
I.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ	37
I.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI	40
I.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ	43
I.5 POTENCJAŁ EKONOMICZNY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW.....	45
II. PERSPEKTYWY POLSKIEJ GOSPODARKI – PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE.....	48
II.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	48
II.2 GŁÓWNE TRENDY ROZWOJOWE PROCESÓW GOSPODARCZYCH W UJĘCIU ZAGREGOWANYM – SZEREGI MIESIĘCZNE	48
II.3 KRÓTKOOKRESOWA PROGNOZA PKB	51
III. UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – STAN AKTUALNY	55
III.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	55
III.2 POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWE W POLSCE	55
IV. MIKROEKONOMICZNA PROGNOZA ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	61
IV.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	61
IV.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ – SYTUACJA BIEŻĄCA I PRZEWIDYWANIA	61
IV.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ	66
V. OBSZARY ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ.....	68
V.1 UWAGI WPROWADZAJĄCE	68
V.2 ZAGROŻENIE UPADŁOŚCIĄ W DZIAŁACH PKD	68
V.3 TOP 3	69
SŁOWNICZEK POJĘĆ I DEFINICJI.....	76
LITERATURA	80
SPIS TABEL	81
SPIS RYSUNKÓW	81

„Zmiana Gospodarcza 2020-21 V Raport łączny” jest materiałem syntetyzującym i kompilującym, na tle ogólnych uwarunkowań gospodarczych wyniki następujących edycji raportów: „Zmiana gospodarcza 2020-2021. V 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. V 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

W IV kw. 2021 r. sytuacja makroekonomiczna Polski w sferze realnej była, w krótkiej perspektywie, bardzo dobra. PKB, po niższej dynamice w III kw. niż poprzednim, wzrósł aż o 7,6% r/r. Głównym czynnikiem tego wzrostu było jednak spożycie gospodarstw domowych (3,9 pp), przy nikłej kontrybucji nakładów na środki trwałe (1,1 pp) i głęboko ujemnej – eksportu netto (-2,5 pp). Rekordowo duży był natomiast wkład przyrostu środków obrotowych, sięgający 4,3 pp. Choć samo tempo wzrostu PKB należy uznać za bardzo wysokie, jego struktura nie jest do utrzymania w dłuższym horyzoncie; m.in. ze względu na niską aktywność inwestycyjną i znacznie odbiegający od wartości typowych – przyrost zapasów.

Wysokiej dynamice wzrostu towarzyszyła m.in. korzystna sytuacja na rynku pracy. Z jednej strony stopa bezrobocia spadła, na przestrzeni⁷ 2021 r., aż o 1,1 pp – do poziomu 5,4% i osiągając wielkość przedpandemiczną. Jednocześnie zatrudnienie w grudniu 2021 r. wzrosło o ok. 0,5% r/r. Obserwowano także wysoki nominalnie wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw – o ok. 11% r/r, który realnie był wyraźnie niższy (2,4% r/r w grudniu 2021 r.); także od tempa wzrostu PKB.

Spójna z powyższym obrazem jest także bardzo korzystna – tak w IV kw. 2021 r., jak i w całym roku – sytuacja sektora przedsiębiorstw niefinansowych (SPN), objętych sprawozdawczością F-01 GUS. W kwartale tym przychody sektora nie tylko przewyższyły wartości notowane przed wybuchem pandemii, ale również wartości wyznaczone przez długookresowe trendy, a jego zagregowany wynik finansowy wzrósł do najwyższego historycznie poziomu. Choć rezultaty te są częściowo efektem dynamicznego wzrostu cen w gospodarce, to także realne dynamiki tych kategorii były wysokie. Mimo bardzo szybkiego wzrostu kosztów wzrosła bowiem rentowność sprzedaży, przewyższając trzeci kwartył rozkładu. W świetle sprawozdań F-01 GUS i innych danych finansowych SPN charakteryzowała też wysoka płynność gotówkowa. Pozytywnie więc należało także ocenić zdolności firm do finansowania inwestycji ze środków własnych. Wprawdzie w IV kw. 2021 r. spadła dynamika wzrostu tych nakładów w grupie dużych i średnich przedsiębiorstw, głównie ze względu na mniejszą aktywność największych firm; w populacji objętej sprawozdawczością F-01 GUS przybyło nowych inwestorów, a firmy już realizujące inwestycje zwiększały intensywność przedsięwzięć rozwojowych.

Wyniki finansowe SPN osiągnięte w 2021 r. pokazują, że sektor ten w kolejny rok wszedł w dobrej, choć do pewnego stopnia zróżnicowanej branżowo, kondycji ekonomicznej, raczej sprzyjającej ograniczeniu w nim ryzyka upadłości. Dodatkowo należy też oceniać, na podstawie dostępnych danych o wyższej częstotliwości niż kwartalna, aktywność ekonomiczną polskiej gospodarki w I kw. 2022 r. I tak w okresie tym dynamika produkcji sprzedanej przemysłu (PSP) systematycznie przekraczała 17% r/r. Wprawdzie sytuacja w przetwórstwie przemysłowym nie była już tak korzystna, a duża dynamika wzrostu całej PSP wynikała w znacznym stopniu z niezwykle silnego przyspieszenia sprzedaży w energetyce i górnictwie, to również w tym dziale wzrosty produkcji r/r były wysokie. Również w I kw. br. w dobrej kondycji utrzymywał się rynek pracy – m.in. wysoki był wzrost zatrudnienia (w marcu 2022 r. – 2,4% r/r), spadła stopa bezrobocia i utrzymała się wysoka dynamika nominalna płac w SPN – przy wyraźnie jednak

⁷ Ze względu na nietypowe wartości części danych miesięcznych dostępnych w 2022 r. – z uwagi na wpływ wstrząsu wywołanego wybuchem wojny w Ukrainie w końcu lutego br. – niektóre z nich omawiane są osobno dla 2021 r. i początkowych miesięcy 2022 r.

malejącej, ze względu na wysoką inflację, dynamice realnej⁸. Mimo to zbliżona do 10% r/r była dynamika sprzedaży detalicznej. Powyższe dane pozwalają sądzić, że także dynamika PKB w I kw. br. była bardzo wysoka, być może przekraczająca nawet 8% r/r. Gdyby te szacunki potwierdziły się oznaczałoby to, że w całym 2022 r. można spodziewać się wystąpienia tzw. efektu przeniesienia. Polega on na tym, że tak wysoki wzrost PKB na początku roku może oznaczać, że dynamika tej kategorii i w całym 2022 r. będzie znacząca – o ile nie wystąpią duże kwartalne spadki aktywności gospodarczej. Biorąc pod uwagę kwartalny wzrost PKB w 2021 r. i w I kw. br. można oczekiwać, że w 2022 r. nie powinien być on niższy niż 3,5-4% r/r; nawet wówczas, gdyby w roku tym dochód ten nie rósł już kw./kw., a nawet nieznacznie spadał. Wynik ten należy jednak traktować z dużą ostrożnością – jako bardziej mechaniczną konsekwencję matematyczną niż *stricte* ekonomiczną. W ocenach sytuacji gospodarczej w br. właściwsze będzie zatem przyglądanie się tendencjom zmian kw./kw. niż r/r; zwłaszcza w układzie narastającym.

Wprawdzie z powodów *stricte* statystycznych dynamika PKB dla całego bieżącego roku nie powinna negatywnie zaskoczyć, analiza zjawisk ekonomicznych jest obecnie trudna, a ryzyka prognostyczne – bardzo wysokie. Wskazać tu trzeba przynajmniej na trzy obszary, będące potencjalnym źródłem dużych problemów gospodarczych w nadchodzących miesiącach, a być może i latach:

- dalszy przebieg pandemii COVID-19; zwłaszcza na jesieni i w zimie br.,
- konsekwencje wojny w Ukrainie,
- napięcia w sferze nominalnej gospodarki, związane m.in. z wysoką inflacją, wzrostem stóp procentowych i rentowności, osłabieniem złotego, a także wywołane tymi okolicznościami reakcje polityki gospodarczej, w tym pieniężnej.

Jeśli chodzi o przebieg pandemii COVID-19 na przełomie lat 2021-22, to wpisał się on w relatywnie łagodniejszy scenariusz, naszkicowany w poprzednim Raporcie łącznym (RŁ). Wprawdzie skala zakażeń była duża, to ich przebieg w wariantcie Omikron – zdecydowanie łżejszy, choć niestety – przy dużej liczbie ofiar śmiertelnych w Polsce. Można przypuszczać, że stosunkowo niższe obciążenie systemu opieki zdrowotnej wynikało z trzech powodów – wyższej odporności populacyjnej, związanej z realizacją programu szczepień, odpornością nabytą po infekcjach w społeczeństwie, w którym stopień restrykcji i ich przestrzegania były niskie oraz niższej zjadliwości samego wirusa. Konsekwencje *stricte* ekonomiczne COVID-19 w Polsce nie były więc w analizowanym okresie specjalnie duże. Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że sytuacja ta nie tylko nie oznacza niskiego ryzyka skutków pandemii COVID-19 w przyszłości, ale wręcz może je potęgować. Po pierwsze, przy niskim poziomie zaszczepienia trzecią dawką w Polsce (ok. 1/3 grupy docelowej) można spodziewać się, że już na jesieni br. zniknie odporność poszczepienna, związana ze szczepieniami dwoma pierwszymi dawkami. Po drugie, całkowite zniesienie restrykcji będzie oznaczało nie tylko rezygnację z prostych środków ograniczających łańcuch infekcji (np. maseczki), ale też spadek odpowiedzialności i ostrożności społecznej w tym obszarze. Po trzecie, wirus cały czas istnieje i podlega różnym mutacjom – o trudnym do określenia potencjale zakaźnym i chorobotwórczym. W przypadku pojawienia się odmiany o cięższym przebiegu, skutki ekspozycji w społeczeństwie o ograniczonej odporności poszczepiennej i nabytej, w dodatku z rozluźnionym reżimem sanitarnym, mogłyby być fatalne; być może nawet gorsze niż w przypadku wariantu Delta. Warto zauważyć, że istnieją kraje, które mimo determinacji i stosowania rozbudowanych działań przeciwepidemicznych, ponownie borykają się z problemem pandemii COVID-19 (np. Chiny). W sumie więc przebieg pandemii COVID-19 należy uznawać za

⁸ Mimo wysokiej dynamiki nominalnej trudno zatem uważać, by wzrost ten miał cechy spirali cenowo-płacowej (SCP); tym bardziej, że jak wynika z kwietniowego Szybkiego Monitoringu NBP (SM-0222) wzrosty te były także bardzo silnie zróżnicowane branżowo.

poważny czynnik ryzyka w drugiej połowie 2022 r.; mimo istnienia środków profilaktycznych, w tym szczepień, oraz ostatnio – także leczenia swoistego.

Wojna w Ukrainie jest wstrząsem o znaczeniu tak lokalnym, dla polskiej gospodarki, jak i globalnym, i o skomplikowanych oraz wielorakich kanałach oddziaływania – wpływających tak na popyt, jak i potencjał kraju i to często, w zależności od innych uwarunkowań, stymulująco bądź hamująco. Wyraźnie podkreślmy także, że nie jest to wstrząs *stricte* ekonomiczny, ale zaburzenie administracyjno-ekonomiczne. Tu różni się on m.in. od wstrząsu pandemicznego, mającego głównie charakter administracyjny. Wojna w Ukrainie przynosi bowiem tak czysto realne skutki ekonomiczne, jak choćby fizyczne niszczenie potencjału produkcyjnego czy zasobów siły roboczej, jak i administracyjne – np. sankcje. O ile te ostatnie można stosunkowo łatwo wprowadzać/znosić w trybie decyzji, o tyle usuwanie zniszczeń i innych strat materialnych jest zasobochłonne i znacznie dłuższe. Również w warstwie psychologicznej – postaw, oczekiwań etc. skutki wojny mogą być wyraźnie trwalsze i głębsze oraz bardziej dewastujące niż obaw związanych z pandemią. Także zakres działań militarnych i implikacji politycznych może oznaczać, że wojna ta jest jednym z elementów kształtowania się nowego globalnego ładu ekonomicznego, a więc także procesu w gruncie rzeczy sekularnego, o głębokich, również strukturalnych, konsekwencjach. W przypadku różnych pandemii, ich epizody, choć potrafiły wielokrotnie nawracać nawet przez setki lat, na ogół nie trwały dłużej niż 1-2 lata. Choćby z powyższych powodów wstrząs wojenny jest zupełnie innym zdarzeniem niż szok pandemiczny z 2020 r.

Obszary oddziaływania wojny w Ukrainie są, jak już wspomniano, wielorakie. Ich dokładniejsze omówienie wykracza poza zakres RŁ. Wydaje się, że obecnie obejmują one przede wszystkim efekty:

- uchodźczo-migracyjne,
- sankcyjne,
- kryzysowe, w tym materialne w krajach uwikłanych bezpośrednio w konflikt i zniszczenia,
- psychologiczne, w tym dotyczące klimatu ekonomicznego, oczekiwań etc.,
- interwencyjne, związane z działaniami obronnymi, pomocowymi itd.

Jak wspomniano, ich makroekonomiczne konsekwencje dotyczą zarówno sfery popytowej, jak i podażowej, w tym potencjału, gospodarki. I tak z bardzo wysoką, sięgającą nawet 3 mln osób, falą uchodźców sprzężonych jest szereg zjawisk o charakterze popytowym. Są to bowiem osoby nie tylko tworzące „normalny”, bieżący popyt, związany z zaspokojeniem podstawowych potrzeb bytowych, ale w wielu przypadkach – także z koniecznością odtworzenia mienia pozostawionego w Ukrainie – obuwia, ubrań, niektórych mebli itd. Jest to jedną z przyczyn wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej w marcu br., w tym właśnie w tych kategoriach dóbr, niewątpliwie przekładającej się także na presję cenową. Warto jednak podkreślić, że obok wielu konsekwencji popytowych napływu uciekinierów, istnieją także skutki podażowe tego zjawiska. Szybko zwiększa ono bowiem podaż siły roboczej – szacuje się, że w marcu pracowało już ok. 100 tys. osób z tej populacji. Według badań opinii korzystny jest także klimat społeczny dla aktywizacji zawodowej uchodźców – ok. 1/3 pracodawców deklaruje chęć ich zatrudnienia. W obszarze podażowym wojna ma także niekorzystne efekty na naszym rynku pracy – mobilizacja wojenna oznaczała odpływ części młodych Ukraińców z niektórych jego obszarów, w tym transportu i budownictwa. W sumie jednak wydaje się, że skutki pozytywne przeważają nad konsekwencjami negatywnymi i w efekcie zwiększy się globalna podaż pracy na polskim rynku. Działa to oczywiście stymulująco na potencjał gospodarki i zmniejszać może presję inflacyjną oraz płacową na niektórych rynkach.

Bardzo trudna jest ocena, na tym etapie, skutków części sankcji dla polskiej gospodarki. Generalnie w krótkim okresie można się tu spodziewać kilku głównych konsekwencji. Po pierwsze, należy liczyć się z istotnym wzrostem cen niektórych materiałów i surowców i wynikającej z tego presji inflacyjnej w kraju. Po drugie, zmniejszyć się może ich fizyczna dostępność. Fakt ten nie tylko spowoduje dodatkowe zakłócenia w łańcuchach dostaw, już nadwyrężonych wcześniejszym szokiem pandemicznym, ale zwiększy popyt przecznościowy na te wyroby dodatkowo windując ich ceny i redukując możliwości produkcyjnego wykorzystania („chomikowanie zapasów”). Skutki podażowe będą tu więc wyraźnie ujemne, a wpływ na funkcjonowanie SPN – negatywny. Po trzecie, sankcjom nakładanym przez UE będą towarzyszyły retorsje – niekoniecznie symetryczne. Utrudni to działanie polskim przedsiębiorcom, czasem w nieoczekiwanych trybie i obszarach. Po czwarte, trudne do oszacowania, ale raczej niepozytywne mogą być konsekwencje sankcji dla bilansu płatniczego – substytuty będziemy bowiem kupować raczej drożej, a własny eksport realokować taniej – z konieczności plasowania na innych rynkach. Deficyt w obrotach może dodatkowo wzmacniać popyt uchodźców na niektóre importowane towary. Po piąte, niełatwa może być ocena konsekwencji i lojalności w przestrzeganiu sankcji przez inne państwa. W przypadku nawet częściowego jej braku dla polskiej gospodarki mogłoby to oznaczać zaburzenia jej konkurencyjności w stosunku do tych państw, które sankcje omijają. To mogłoby być dodatkowym czynnikiem niesprzyjającym kształtowaniu się naszego bilansu handlowego. Po szóste, w nieco dłuższym horyzoncie mogą jednak pojawić się pewne pozytywne zjawiska dostosowawcze, w tym zmiana kierunków zaopatrzenia i zbytu, racjonalizacja zużycia etc. Te procesy wymagają jednak na ogół dłuższego nieco czasu.

Dość podobne, pod niektórym względami, mogą być skutki zniszczeń i kryzysu gospodarczego w krajach bezpośrednio lub pośrednio zaangażowanych w ten konflikt – Rosji, Ukrainy i Białorusi. Jedną z podstawowych różnic jest taka, że o ile sankcyjne ograniczenia podażowe można łatwo skorygować lub znieść, o tyle nie da się tego uczynić w przypadku fizycznej destrukcji aparatu wytwórczego. Na tę destrukcję trzeba w dodatku patrzeć szerzej – może ona dotyczyć nie tylko składników materialnych majątku, ale konfliktu zaufania, zburzenia części osiedli mieszkaniowych, powodującego deficyt siły roboczej itd. W takich okolicznościach wzrost cen deficytowych towarów może być także bardziej trwały. Mogą one też negatywnie oddziaływać na polską wymianę handlową z tymi rynkami ze względu nie na administracyjne ograniczenia, a trudną sytuację tych gospodarek, zawieszenie działalności części partnerów handlowych itd. W bieżącym roku szacuje się na przykład, że w Ukrainie PKB skurczy się o ok. 40% r/r. Oceniając znaczenie tych konsekwencji warto jednak pamiętać, że skala naszej wymiany na tych kierunkach jest stosunkowo ograniczona, co nie oznacza jednak, że brak niektórych surowców i towarów może być krytyczny i może prowadzić do wąskich gardel w części naszych przedsiębiorstw. Oddziaływanie niektórych deficytów może też mieć skutki globalne – Ukraina jest np. jednym z kluczowych producentów pszenicy i jej deficyt może być kolejnym czynnikiem windującym światowe ceny żywności.

Analizując wpływ wojny na gospodarkę nie sposób pominąć jej aspektów psychologicznych, w tym oddziałujących na sentyment gospodarczy, oczekiwania itd. Jest to w dodatku element dynamicznie związany ze wstrząsem wojennym, gdyż z jednej strony jest jedną z jego bezpośrednich konsekwencji, z drugiej – sam tworzy część kolejnych następstw ekonomicznych konfliktu. Początkowa fala niepokoju przekształca się bowiem w konkretne reakcje podmiotów gospodarczych, niekiedy potęgujące problemy ekonomiczne.

W Polsce spora część bazujących na badaniach opinii indeksów miesięcznych w odpowiedzi na wybuch wojny w Ukrainie mocno pogorszyła się już w marcu, a indeksy dzienne (np. notowania niektórych spółek na GPW) gwałtownie zareagowały w dniu rozpoczęcia konfliktu. Także zdecydowane pogorszenie nastrojów widoczne było w części wyników kwietniowej edycji SM NBP. Można więc

zatem oceniać, że wojna wyraźnie obniżyła poziom sentymentu ekonomicznego w polskiej gospodarce, a zjawisko to dotyczyło tak przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Mogłoby to więc sygnalizować także spadek aktywności gospodarczej w najbliższej przyszłości, w tym dynamiki wzrostu. Oceny takie należy jednak traktować ostrożnie, gdyż w przypadku pojawienia się głębokich i nowych jakościowo szoków, możliwe jest zjawisko nadreaktywności części firm i innych podmiotów, manifestujące się m.in. V-kształtnym załamaniem w przebiegu czasowym wskaźników koniunktury czy nastrojów gospodarczych. Załamek taki oznacza bowiem, że podmioty gwałtownie obniżyły oceny sytuacji, po czym równie szybko je skorygowały w górę. Ponieważ realne procesy raczej nie mogą przebiegać według tego schematu, sekwencja szybkiego załamania i szybkiego odbicia może być wyrazem właśnie tej nadreaktywności. Trzeba podkreślić, że w przypadku badań jakościowych sytuacji gospodarczej Polski, część wskaźników miesięcznych tak się zachowała, gdyż już w kwietniu uległy pewnej poprawie m.in. wskaźniki ufności konsumentów i wszystkie główne wskaźniki klimatu koniunktury GUS. Nie jest natomiast możliwa pełna interpretacja indeksów kwartalnych gdyż, ze względu na okres trwania tej wojny, jeszcze nie zostały przeprowadzone powtórne badania o takiej częstotliwości i nie wiadomo, czy i w jakiej skali nastąpi korekta nastrojów.

Ze wstrząsem wojennym związane też są zwykle różne działania państwa o charakterze interwencyjno-prewencyjnym, obronnym itd. Również ich skutki mogą być wielorakie. Jednym z typowych dla wszystkich konfliktów, i to dotyczącym nie tylko stron bezpośrednio zaangażowanych w wojnę, ale choćby zagrożonych przez jej konsekwencje, jest wzrost wydatków budżetowych na całe spektrum działań militarnych, naprawczych itd. Wzrost ten zwykle generuje m.in. znaczący impuls popytowy. Może też wywoływać „bezpośrednie” efekty wypychania w tym znaczeniu, że działania państwa mogą w sytuacji zagrożenia wojennego wyraźnie re-adresować część priorytetów gospodarczych w kierunku przedsięwzięć o charakterze obronnym, zwiększającym bezpieczeństwo i ciągłość działania różnych elementów ekonomiki, kosztem redukcji innych wydatków, zaniechania części wcześniejszych inwestycji itd.

O ile sytuację makroekonomiczną w sferze realnej, tak w 2021 r., jak i na początku 2022 r. należy uznać za korzystną w krótkim horyzoncie, o tyle w sferze nominalnej pojawia się tu szereg zagrożeń. Pierwszym jest wyraźne przyspieszenie inflacji, która w marcu i kwietniu br., po raz pierwszy od 2000 r. osiągnęła w Polsce wartości dwucyfrowe. Przyczyn tego zjawiska jest wiele, ale jednym z głównych czynników, oddziałujących na znaczące przyspieszenie procesów wzrostu cen w bardzo wielu gospodarkach świata, jest silny wzrost cen surowców energetycznych, zapoczątkowany przez pocovidowe „obicie” aktywności ekonomicznej, a obecnie silnie wzmocniony wojną w Ukrainie, wywołaną przez jednego z największych ich dostawców. W rezultacie szacuje się, że w kwietniu br. w UE inflacja wzrosła do ok. 8,8% r/r, a w USA w marcu – do 8,5% r/r i jest to jej najwyższy poziom w tym kraju od 1981 r. Wskutek silnych impulsów kosztowych oraz zakłóceń w łańcuchach dostaw bardzo istotnie wzrosły także indeksy cen produkcji sprzedanej – w Polsce w marcu do ok. 20% r/r, a w Niemczech – do rekordowego poziomu 30% r/r. Obserwowany od pewnego czasu, tak w gospodarce polskiej, jak i światowej znaczący wzrost presji inflacyjnej ma szereg konsekwencji dla wzrostu gospodarczego. Kilka z nich wydaje się podstawowych. Po pierwsze, szereg banków centralnych, w tym NBP, wyraźnie zacieśnia politykę pieniężną lub planuje takie działania w najbliższym czasie. Po drugie, wysoka inflacja „zjada” dochody części grup społecznych, zwłaszcza słabszych ekonomicznych. Będzie to powodowało spadek popytu części gospodarstw domowych, a także pogorszenie sytuacji finansowej w pewnych grupach przedsiębiorstw – zwłaszcza mniejszych, o słabszej pozycji rynkowej i mniejszym potencjale do przetrwania wzrostu kosztów w cenie. Po trzecie, po wielu latach tzw. *great moderation*, niskiej inflacji i stóp procentowych, przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wzrost inflacji i powrót aktywnej polityki banków centralnych oraz władz fiskalnych traktują jako dodatkowe źródła niepewności. Negatywną percepcję tej sytuacji potęguje

fakt, że obok czynników *stricte* ekonomicznych, wzrostu cen niektórych surowców i materiałów, pojawił się szczególnie trudno przewidywalny element pozaekonomiczny – niszczące skutki wojny. Po czwarte, przedłużanie się okresu inflacji, a szczególnie jej dalszy wzrost, grożą odnotowaniem oczekiwań inflacyjnych i efektami o charakterze spiral cenowo-dochodowych/płacowych. Będą temu przeciwdziałać władze monetarne. Powyższe czynniki sugerują, że tak w wielu gospodarkach zewnętrznych, jak i w polskiej, należy oczekiwać spadku aktywności ekonomicznej, w tym inwestycyjnej. Na wysokie prawdopodobieństwo takiego scenariusza wskazują zarówno wyniki analiz modelowych *Raportu Makro*, jak i prognozy większości zewnętrznych ośrodków – nie tylko przewidujące znaczące obniżenie dynamiki wzrostu PKB, ale często korygowane w dół.

Prognozowanie w okresie zmian strukturalnych zawsze jest szczególnie trudne. Obecnie zadanie to jest jeszcze większym wyzwaniem ze względu na naszkicowaną powyżej charakterystykę wstrząsu wywołanego wojną w Ukrainie. Szczególne problemy prognostyczne mogą być wywołane przez dyskrecjonalne elementy polityki gospodarczej, związanej z potrzebami militarnymi i innymi następstwami konfliktu. Także wysoka inflacja może wymagać określonych działań w zakresie polityki fiskalnej, także o charakterze osłonowym. Wszystkie te przedsięwzięcia mogą mieć duży bezpośredni wpływ na stronę popytowo-kosztową gospodarki, a w dalszych fazach – także decyzje podejmowane w ramach polityki pieniężnej. W sumie więc jednym z głównych źródeł niepewności prognoz jest dalszy przebieg wojny w Ukrainie. Nie można też, z powodów scharakteryzowanych powyżej, pominąć ryzyk pandemicznych – mimo wyraźnego spadku tego zagrożenia w Polsce. Ponieważ w zasadzie nie ma obecnie przesłanek do głębszej racjonalizacji wskazanych tu źródeł niepewności, zastanawiając się nad prognozami przyszłej sytuacji gospodarczej warto posłużyć się podejściem scenariuszowym. Szczególnie warte rozważenia wydają się trzy warianty:

- utrzymanie konfliktu w Ukrainie na poziomie zbliżonym do obecnego i brak poważniejszych skutków pandemii w II poł. br.,
- istotne zaostrzenie konfliktu w Ukrainie i nawrót pandemii COVID-19 w II poł. br.,
- rozwiązanie konfliktu w Ukrainie i wygaśnięcie pandemii.

W pierwszym należy liczyć się ze stabilizacją, lub nawet pewnym spadkiem, liczby uciekinierów z Ukrainy oraz wdrażaniem w krajach UE rozwiązań omijających rosyjskie sankcje – głównie energetyczne. Stabilizowałoby to popyt krajowy w Polsce, oznaczając też wygaszanie impulsu konsumpcyjnego po wybuchu wojny. Ceny surowców pozostałyby wysokie, nawet rosnące na etapie tworzenia rezerw strategicznych w UE (Polska dysponuje nimi w dużo większym stopniu – w przypadku gazu), ale bez tendencji do dalszego dynamicznego wzrostu. W wariantcie tym należałoby zapewne liczyć się ze stopniowym spadkiem dynamiki PKB, ale i – przynajmniej lekko – inflacji.

W wariantcie drugim dominują bardzo negatywne konsekwencje makroekonomiczne. Silnie rosną ceny surowców przy spadku ich dostępności, mocno wzrasta fala uchodźców. Tworzy to duży impuls inflacyjny. Jednocześnie wojna i wysoka inflacja zmniejszają inwestycje, powodując m.in. wzrost ryzyka kraju. Bardzo silnie rośnie i tak wysoka niepewność. Przekłada się ona także na sferę finansową – osłabienie waluty i duży wzrost rentowności obligacji. Wariant ten oznacza zatem szybko narastający kryzys – spadek PKB, przy wzroście inflacji.

Trzeci wariant powoduje szybką normalizację rynku surowców i związany z tym wyraźny spadek ich cen. Firmy istotnie zmniejszyłyby też zapasy. W wariantcie tym powróciłoby też duża część migrantów. Tworzyłoby to negatywny bodziec popytowy. W sumie wariant ten oznaczałby duży spadek presji inflacyjnej, ale przy jednoczesnym przejściowym spadku popytu krajowego.

W obecnym RŁ spotykamy się po raz drugi z przypadkiem (po wstrząsie związanym z COVID-19), gdy metodyka ISR konfrontuje się z sytuacją, w której gospodarka doświadcza nowego typu szoku, a zbiory

informacyjne, będące jej podstawą, jeszcze nie uwzględniają nowych zjawisk. Powstaje więc pytanie, jak w tej sytuacji interpretować wyniki postępowania modelowego? Pierwsze doświadczenie pokazało, że dobrym podejściem metodycznym jest wykorzystanie narzędzi modelowych, nie obejmujących nietypowego wstrząsu, które z czasem pokazują ścieżki zmiennych, wynikające z ich długookresowych uwarunkowań. W okresie przejściowym wyniki te wymagają dodatkowego, pozamodelowego, naświetlenia informacjami zawartymi w RŁ.

Przyjmując powyższe podejście można więc stwierdzić, że nakreślony w ostatnim Raporcie Makro scenariusz makroekonomiczny nie jest już tak optymistyczny, jak w poprzedniej edycji. Wzrost gospodarczy powoli powraca do tempa sprzed pandemii i po okresie silnych wahań należy spodziewać się odczytów wzrostu bardziej stabilnych. Obecnie scenariusz makroekonomiczny wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w I kwartale 2022 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 8,03%), 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 w kilku najbliższych kwartałach jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych. Z wysokich, przekraczających wartość 8% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB będzie maleć do poziomu około 2,65% r/r w IV kwartale 2023 r., wskazując na silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego, przed jakim stoi polska gospodarka. W tym aspekcie obecna prognoza nie jest zgodna ze scenariuszem z poprzedniej edycji raportu – poprzednio wskazywaliśmy, że w okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r.

Wolniejsze tempo wzrostu PKB w 2023 r. niż wynika to ze średniej z próby jest spowodowane możliwym powolnym wyczerpywaniem się potencjału źródeł wzrostu, które identyfikowaliśmy w poprzednich raportach. Zgodnie z wykresami wachlarzowymi i wartościami ścieżek centralnych, w najbliższych kwartałach polską gospodarkę czeka wyhamowanie popytu krajowego i spożycia gospodarstw domowych, odpowiednio do wartości 1,63% (popyt) i 1,53 (spożycie) w IV kwartale 2023 r. Tak silne ograniczenie popytu i spożycia ma negatywny efekt na wzrost gospodarczy. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe pozostaje na relatywnie wysokich odczytach w całym horyzoncie prognozy, jednak to źródło wzrostu gospodarczego też czeka hamowanie. Wyraźnie widoczne jest konsekwentne hamowanie tempa wzrostu 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.

Jedną z konsekwencji opisywanej powyżej niepewności są wartości prawdopodobieństwa, które nie wykluczają negatywnego scenariusza rozwoju polskiej gospodarki. Prawdopodobieństwa te rosną w całym horyzoncie prognozy do poziomu 0,25 w przypadku dynamiki PKB. Przeważa zatem scenariusz wzrostu w kolejnych kwartałach, jednak ryzyko wyhamowania i dalszej recesji nadal pozostaje na poziomach ostrzegawczych i prawdopodobieństwo takiego scenariusza zwiększyło się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Prognoza dynamiki inwestycji konsekwentnie pozostaje najbardziej niepewna. Prawdopodobieństwo spadku inwestycji jest wysokie w całym horyzoncie prognozy i rosnąc stabilizuje się na poziomie 0,38 w IV kwartale 2023 r. Główne źródła wzrostu, to jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych, też są narażone na spadki z prawdopodobieństwem sięgającym wartości około 0,38 i 0,35, wobec wartości 0,18 notowanej w poprzedniej edycji raportu.

W przypadku prognoz danych o częstotliwości miesięcznej – ze względu na brak zmian w okresach składowych cyklicznych – dla dynamiki produkcji przemysłowej przebieg prognoz jest bardzo podobny w wariantach z i bez komponentu cyklicznego. Obie wskazują, dla wspólnego horyzontu, na wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej w całym tym okresie. Według tego scenariusza odczyt z lutego 2022 r. jest najwyższy i wyznacza górny punkt zwrotny oraz punkt odwrócenia trendu. W całym horyzoncie prognozy do marca 2023 r. należy spodziewać się malejących, ale nadal dodatnich, dynamik produkcji przemysłowej r/r.

Zasadniczo odmiennym scenariuszem charakteryzują się prognozy 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 obydwie zestawy danych generują inny scenariusz prognostyczny dla części wspólnej horyzontu prognoz. Ścieżka prognoz mająca punkt zaczepienia w końcu roku 2019 (obserwacja z grudnia) wskazywała na odwrócenie trendu na początku roku 2020 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. Dane z okresu pandemii (I 2020 r. do II 2022 r.) zasadniczo zmieniły ten scenariusz. Należy obecnie spodziewać się wyhamowania dynamiki sprzedaży r/r do końca horyzontu prognozy.

Opisany powyżej scenariusz prognostyczny zbudowany przy wykorzystaniu komponentów cyklicznych uzupełnia analiza ryzyka na podstawie wykresów wachlarzowych. Pomimo konsekwentnego wyhamowania tempa produkcji w całym horyzoncie prognozy i wyhamowania sprzedaży, prawdopodobieństwa spadków r/r są relatywnie niskie. Na recesję pod koniec horyzontu prognozy bardziej narażona jest produkcja, ponieważ prawdopodobieństwo ujemnej dynamiki tempa zmian r/r osiąga wartość 0,18 w X 2022 r. i stabilizuje się na wartości 0,2 na końcu horyzontu prognozy. Prawdopodobieństwa spadków sprzedaży detalicznej nie przekraczają wartości 0,03 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,03 wskazanej w poprzedniej edycji raportu).

Jeśli chodzi o konsekwencje dobrej sytuacji finansowej w SPN, to wykonane w Raporcie Mikro analizy zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w II p. 2021 r. według rodzaju działalności, sekcji PKD (działów gospodarki narodowej) oraz klas wielkości, są podstawą braku ostrzeżenia w zakresie stanu kondycji finansowej analizowanego sektora przedsiębiorstw.

W II p. 2021 r. nastąpił spadek zagrożenia w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (-18,0% r/r). Wzrost nastąpił natomiast w stosunku do poprzedniego półrocza (+4,9% o/o). Pomimo tego, stopień zagrożenia (150) pozostaje poniżej poziomu ostrzegawczego. Prognoza krótkoterminowa dla scenariusza neutralnego zakreśla wzrost zagrożenia (średnia roczna +6,0%), nadal przy poziomie niższym od ostrzegawczego (155). Scenariusz pesymistyczny zakłada szybszy wzrost zagrożenia (+10,5%) i przekroczenie progu ostrzegawczego (162), a optymistyczny ze względu na raczej brak powtórzenia sekwencji i wielkości amplitudy wahań ostatnich okresów jest najmniej prawdopodobny.

W formułowaniu ocen dotyczących przyszłej sytuacji przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na poszerzający się katalog ryzyk i silnie pogłębiający się co do ich wysokości, których efektem jest obniżenie wskaźników wyprzedzających koniunktury, tak w polskiej, jak i światowej gospodarce.

W ujęciu klas wielkości korzystne zmiany w II p. 2021 r. (r/r) dotyczyły przedsiębiorstw małych, średnich, a zwłaszcza dużych, natomiast według rodzajów działalności znaczna poprawa sytuacji miała miejsce głównie w usługach (-37,3% r/r), a w niewielkim stopniu w produkcji i handlu. Prognoza

krótkookresowa przynosi największy wzrost średniego rocznego zagrożenia w przedsiębiorstwach małych (+7,5%) oraz niewielki w średnich (+1,2%), a w dużych znikomy (+0,2%).

Generalnie, w II p. 2021 r. ocena bilansu zmian jest wysoce pozytywna ze względu na znaczną przewagę tych korzystnych w ujęciu sekcji PKD. Dotyczy to w szczególności zakwaterowania i gastronomii (sekcja I), górnictwa i wydobywania (sekcja B) oraz informacji i komunikacji (sekcja J). Natomiast znaczne pogorszenie sytuacji miało miejsce w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (sekcja D), a w mniejszym stopniu w finansach i ubezpieczeniach (sekcja K).

Przedsiębiorstwa małe odnotowały w tym okresie spadek zagrożenia (-16,2% r/r), poprzedni odczyt był także korzystny. Poprawa sytuacji w ostatnim okresie była skokowa (przy spadku średniej rocznej o -16,9%), a ostatni odczyt sygnalizuje wzrost zagrożenia o/o do poziomu ostrzegawczego i hamuje długookresową tendencję spadkową stopnia zagrożenia. Prognoza zakłada możliwy wzrost wartości średniej rocznej zagrożenia (+7,5%).

Przedsiębiorstwa średnie wykazały spadek zagrożenia w II p. 2021 r. (-11,2% r/r, średni roczny -17,0%), przy poprzednim także korzystnym odczycie. Kulminacja średniookresowej tendencji wzrostowej przypadła na I p. 2020 r., po czym miała miejsce skokowa poprawa postpandemiczna. Prognoza krótkookresowa zakłada względną stabilizację i wzrost średniej wartości rocznej stopnia zagrożenia (+1,2%).

Przedsiębiorstwa duże w II p. 2021 r. odnotowały znaczny spadek stopnia zagrożenia (-23,3% r/r), poprzedni odczyt był korzystny, a średnia roczna zmalała o -27,2%. Zmiany te przerwały długookresową tendencję wzrostu stopnia zagrożenia, a trudna do wyznaczenia prognoza krótkookresowa zakłada w wysoce zmiennych warunkach względną stabilizację (wzrost średniej rocznej +0,2%).

W sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) czteroetapowa analiza stopnia zagrożenia pozwoliła na wskazanie poziomu 13 działów PKD, które cechowały się trwałością zagrożenia (6 w produkcji i 7 w usługach). Dla 13 działów PKD (6 w produkcji i 7 w usługach) prognoza wskazuje na utrzymanie się wysokiego stopnia zagrożenia i dla jedynie 5 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. Niekorzystna utrzymująca się sytuacja wraz z niekorzystną prognozą obserwowana była w działach PKD 33 i 64.

Mimo generalnie dobrej sytuacji finansowej istnieją branże silniej narażone na ryzyko upadłości. Analiza trwałości stanu zagrożenia w okresie I p. 2020 do II 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;
- produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli PKD 29;
- produkcję pozostałego sprzętu transportowego PKD 30;
- naprawę, konserwację i instalowanie maszyn i urządzeń PKD 33;

- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport PKD 52
- zakwaterowanie PKD 55
- działalność związaną z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych PKD 59
- finansową działalność usługową, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy PKD 64
- 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.

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

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. V Raport w ramach projektu ISR – komponent makroekonomiczny*⁹,
- *Zmiana gospodarcza 2020-2021. V Raport w ramach projektu ISR – komponent mikroekonomiczny*¹⁰.

Podstawą metodologiczną badań są narzędzia wypracowane i rozwijane w ramach projektu „Instrument Szybkiego Reagowania” w latach 2011-15¹¹ 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

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

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

11 I szczegółowo tam udokumentowane – por. *Raport Metodologiczny projektu ISR*.

200 – poziom ostrzegawczy oraz powyżej 200 – poziom wysoki. Bieżący okres analizy obejmuje dane półrocze (ogółem i małe przedsiębiorstwa) oraz kwartał (przedsiębiorstwa średnie i duże), natomiast prognozowanie krótkoterminowe – jeden rok (odpowiednio: dwa półrocza, cztery kwartały)¹².

Podlegające analizie wyniki oszacowania stopnia zagrożenia upadłością zostały obliczone na wielkościach indywidualnych dla zbioru przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących od 10 osób (42 680 podmiotów ogółem w II p. 2021 r., w tym: 26 251 małych oraz 12 953 średnich i 3 476 dużych). Ze względu na specyfikę badania F-01 GUS, obejmującą w kwartałach nieparzystych wyłącznie przedsiębiorstwa duże i średnie, parzyste edycje *Raportów Mikro* oraz *RŁ* zachowują oceny sektora przedsiębiorstw ogółem z poprzedniej publikacji, a aktualizacja dotyczy wyłącznie nowych informacji dla firm średnich i dużych. W edycjach nieparzystych aktualizacji podlega pełen zbiór danych.

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

W opracowaniu przyjęto – zgodne z istotą systemów wczesnego ostrzegania – zasady ustalania tzw. punktu *cut-off*. W ramach takich systemów kluczowe jest możliwie wczesne wykorzystywanie relewantnych informacji. O doborze tego punktu decydowały więc wyłącznie właściwości/ograniczenia stosowanych narzędzi, skonfrontowane z terminarzami publikacji danych źródłowych. W przypadku *Raportu Mikro* jest to IV kw. 2021 r. Dla *Raportu Makro* w przypadku obserwacji kwartalnych są to dane dostępne do IV kw. 2021 r. wyłącznie. Dla analiz wykorzystujących dane o częstotliwości miesięcznej obserwacji zaktualizowano do lutego 2022 r. – zarówno w przypadku produkcji, handlu, jak i budownictwa.

Z kolei wykonane wyłącznie w ramach *Raportu Łącznego* analizy wspomagające bazują na dostępnych danych do 30 kwietnia 2022 r. (dla danych miesięcznych) i IV 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 5 maja 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

¹² 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.

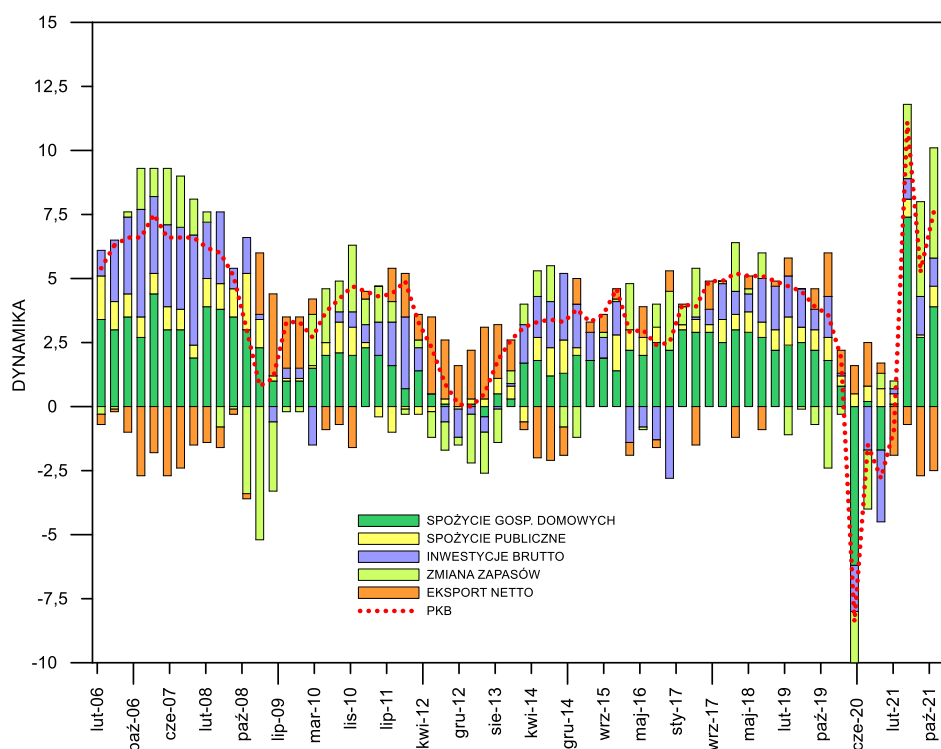
W rozdziale piątym omówiono zagrożenie upadłością w działach PKD. Szczególną uwagę poświęcono 8 działom o najwyższym stopniu tego zagrożenia (tzw. Top 8). W przypadku każdego z tych wybranych działów przedstawiono zarówno prognozę stopnia zagrożenia upadłością, jak zestaw głównych charakterystyk finansowych 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, w krótkim horyzoncie, pozytywnie. Dostępne szacunki PKB za IV kw. pokazują, że dzięki programom pomocowym Rządu, elastycznej polityce Banku Centralnego oraz działaniom dostosowawczym samych przedsiębiorstw, dynamika rozwoju gospodarczego była w kolejnych kwartałach wysoka, a tempo wzrostu PKB za cały rok najprawdopodobniej wyniosło ok. 5,9% (r/r). Tylko w samym IV kw. 2021 r. produkt krajowy wzrósł aż o 7,6% r/r (s.a.).

Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce



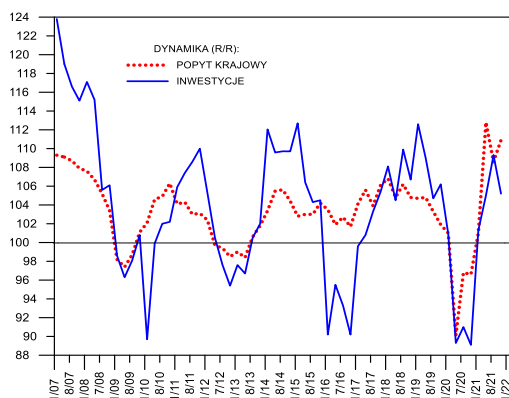
Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS (dane z bieżących szacunków wstępnych).

Nadal specyficzna była natomiast, w świetle wstępnych danych GUS, struktura tego wzrostu – także w IV kw. 2021 r. Na jego dynamikę wciąż pozytywnie oddziaływał wzrost spożycia ogółem (kontrybucja ok. 4,7 pp.), w tym samych gospodarstw domowych (wkład ok. 3,9 pp.), ale nie był to już główny – jak w większości kwartałów po 2015 r. – czynnik. Pierwsze miejsce zajęła tu bowiem akumulacja, i to z rekordowym, przynajmniej od 2006 r. wkładem, wynoszącym aż 5,4 pp.

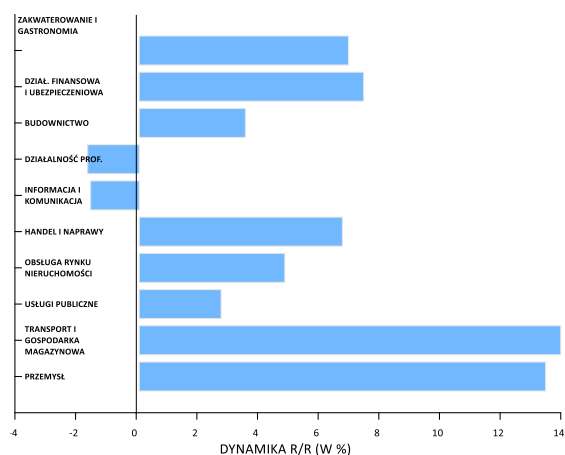
Ocena makroekonomicznych skutków tej „zmiany miejsc” czynników wzrostu jest – jak pisaliśmy w poprzedniej edycji RŁ – niejednoznaczna. Z jednej strony relatywnie mniejsza rola „motoru” spożycia mogłaby być, zwłaszcza w warunkach wyraźnie podwyższonej inflacji, czynnikiem sprzyjającym stabilizacji, gdyby nie fakt, że w IV kw. dynamika tej kategorii – mimo spadku kontrybucji – była bardzo wysoka (por. Rysunek 2). Również przesunięcie struktury w kierunku akumulacji nie dopełnia pozytywnego obrazu w sytuacji, gdy wzrost jej znaczenia wynika głównie z rosnącej roli zapasów

a nie inwestycji. Ostatnie dane wskazują bowiem, że nakładom inwestycyjnym można przypisać wkład na poziomie jedynie 1,1 pp., natomiast aż 4,3 pp. wynika ze wzrostu zapasów. Należy jednak zwrócić uwagę, że samą dynamikę inwestycji należy uznać za korzystną – w IV kw. osiągnęła ona poziom ok. 5,8% r/r (s.a.) i wynik ten, w sytuacji utrzymującego się ryzyka tak w polskiej gospodarce, jak i globalnie, należy uznać za dodatni. Tym bardziej, że na przestrzeni całego 2021 r. w kolejnych kwartałach obserwujemy jej systematyczny wzrost.

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



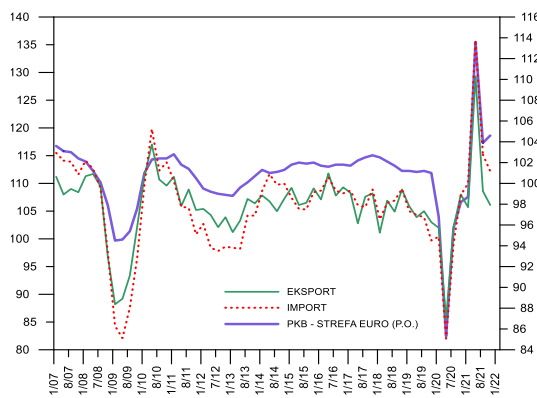
Rysunek 4 Dynamika wzrostu VA w Polsce w wybranych sekcjach (r/r)



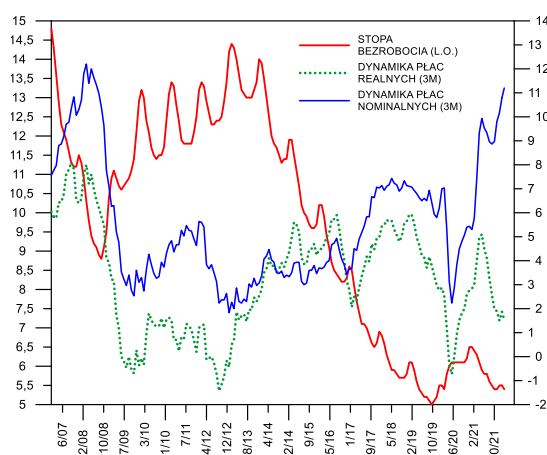
Źródło: zestawienie na podstawie danych GUS.

Wciąż skomplikowana pozostaje 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 nadal jest związany z obserwowanymi w okresie wychodzenia ze skutków wcześniejszych fal pandemii zakłóceniami funkcjonowania łańcuchów dostaw. Braki części i podzespołów utrudniały, a niekiedy wręcz uniemożliwiały, funkcjonowanie szeregu branż (m.in. przemysłu motoryzacyjnego). Niestety, kłopoty te, wbrew przewidywaniom, nadal utrzymują się (m.in. ze względu na trwające komplikacje pandemiczne w Chinach oraz w bieżącym roku – wybuch wojny w Ukrainie). Zmusza 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.

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



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



Po drugie, dynamiczny wzrost produkcji, związany z nadal trwającymi procesami odbicia popandemicznego, w tym relatywnie zapasochłonnej produkcji przemysłowej (por. Rysunek 11), generalnie wymaga stosownego wzrostu i zapasów surowców i materiałów do produkcji.

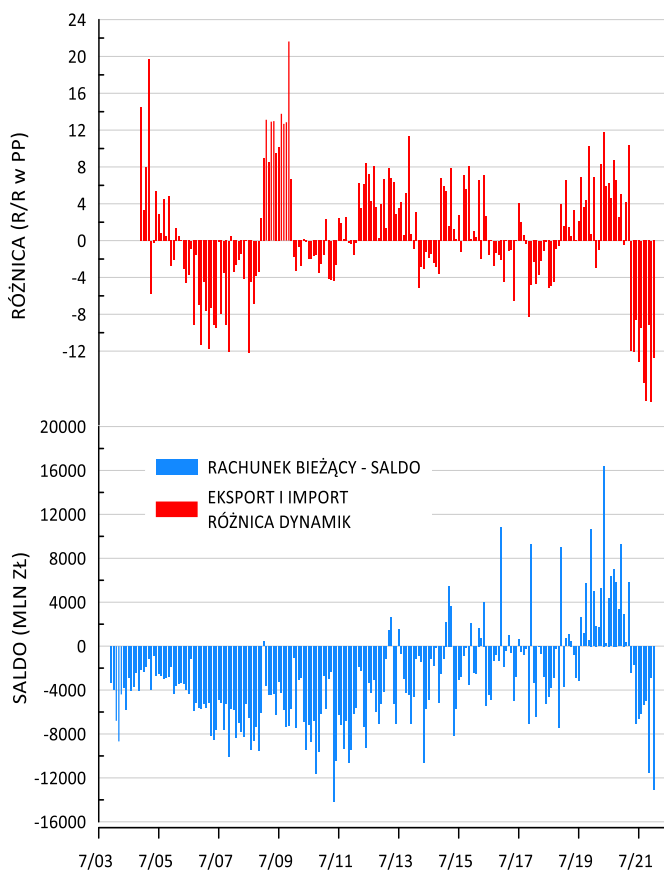
Po trzecie, część ekonomistów uważa, że do wzrostu zapasów przyczynia się wysoki wzrost ich cen, implikujący także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. W stosunku do tego poglądu można mieć kilka wątpliwości. Otóż firmy, stosujące przez wiele lat strategię *just in time*, mają techniczne i fizyczne ograniczenia potencjału magazynowego. Strategie „chomikowania” zapasów są też kosztowne; zwłaszcza w okresie wyraźnie i „dość trwale” rosnących stóp procentowych, gdyż jednocześnie zamrażają część środków finansowych. Za hipotezę przemawia natomiast to, że na rynku globalnym obserwujemy wzrosty cen szeregu surowców i materiałów (por. Rysunek 28), dla niektórych asortymentów (np. gaz) – gigantyczne. Zupełnie nowym czynnikiem jest wojna w Ukrainie, która nie tylko pogorszyła fizyczną dostępność wielu dóbr, powodując jednocześnie wzrost popytu produkcyjnego na nie, ale z pewnością indukowała popyt przezornościowy, a na część z nich – być może także spekulacyjny.

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 w przypadku normalizacji sytuacji militarnej, 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 ujemnych zysków z posiadania (*holding gains*).

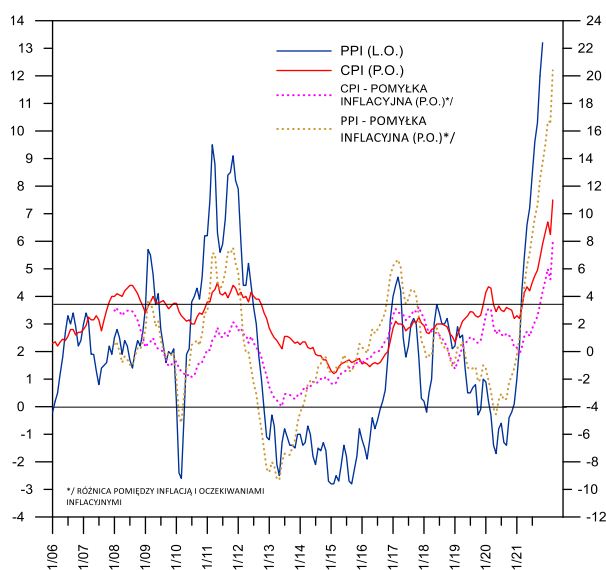
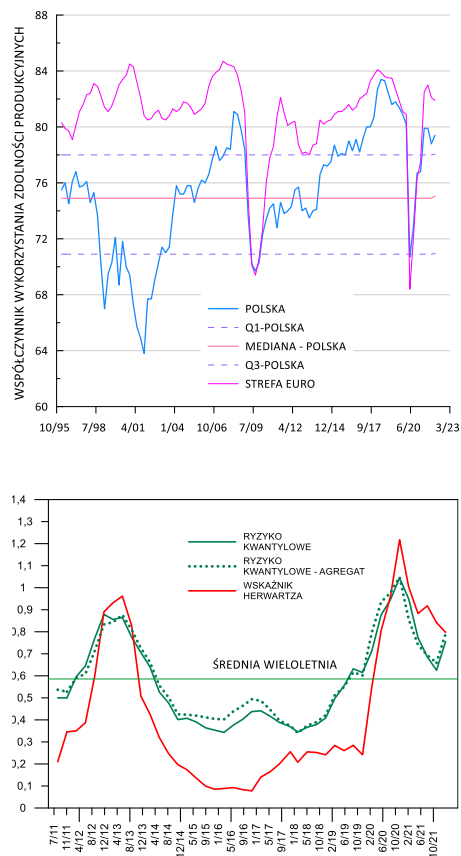
Także w IV kw. 2021 r. wyraźnie ujemny okazał się wpływ na PKB eksportu netto (-2,5 pp.). Wymowa tego faktu też jest wieloznaczna. Przede wszystkim zwróćmy uwagę na to, że od kilku miesięcy, po dłuższym okresie nadwyżek, saldo obrotów bieżących jest ujemne, a różnica dynamik eksportu i importu – obecnie najwyższa od 2012 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 IV kw. o 11,8% r/r przy dynamice eksportu ok. 6,8% r/r. Choć dynamikę eksportu także należy uznać za solidną w warunkach wciąż wysokiego ryzyka w wielu gospodarkach, to analizując perspektywy sprzedaży eksportowej istotne są nie tylko czynniki sprzyjające – m.in. korzystne kształtowanie się kursu złotego (por. Rysunek 9). Jest ono zresztą również 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 zagranicą. Warto jednak podkreślić, że choć aktualnie obserwujemy istotne osłabienie złotego, wywołane m.in. konsekwencjami wojny w Ukrainie, to wzrost stóp procentowych NBP będzie w dłuższym horyzoncie działał w odwrotnym kierunku.

Na perspektywy wzrostu naszego eksportu niejednoznacznie może też działać sytuacja postpandemiczna. Z jednej strony obecnie, wskutek zerwanych łańcuchów dostaw, część naszych firm wciąż może odczuwać spadek popytu na ich wyroby, wynikający z ograniczeń produkcji u ich zagranicznych partnerów związanych z brakiem komponentów. Z drugiej, konkurencyjność polskiego eksportu ma nadal w wielu obszarach charakter cenowo-kosztowy, a polskie firmy często „zarabiały na kryzysach”.

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



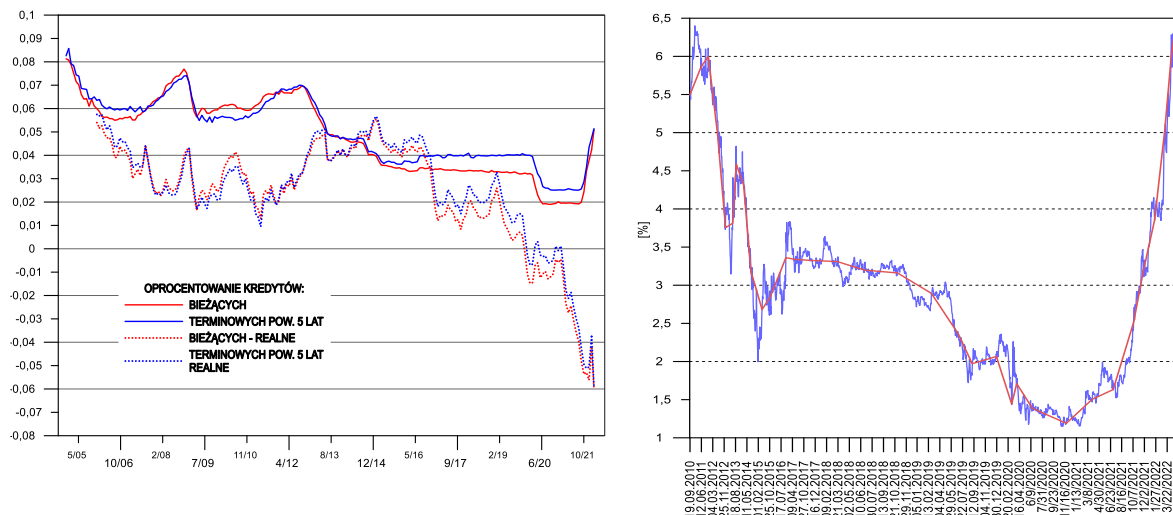
Rysunek 7 Wykorzystanie mocy produkcyjnych (górny panel) oraz niepewność prognoz PKB (dolny panel)



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

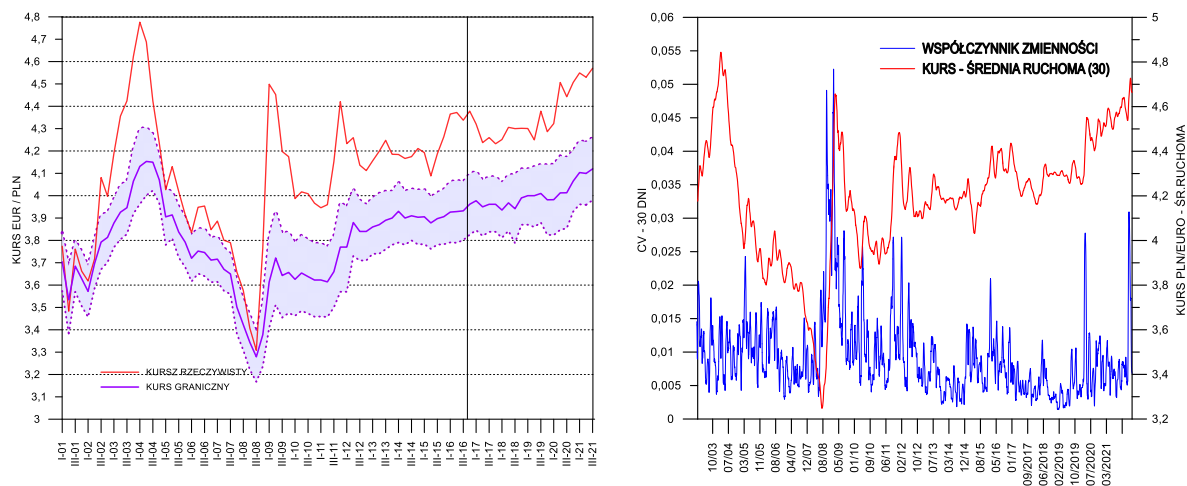
Mimo dobrych wyników makroekonomicznych w sferze realnej, sytuacja w działach gospodarki nadal jest zróżnicowana (por. Rysunek 4), wyraźnie poprawia się w tych z nich, które istotnie były dotknięte skutkami ograniczeń postpandemicznych. Obok znakomicie sobie radzących m.in. Przemysłu oraz Transportu 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)

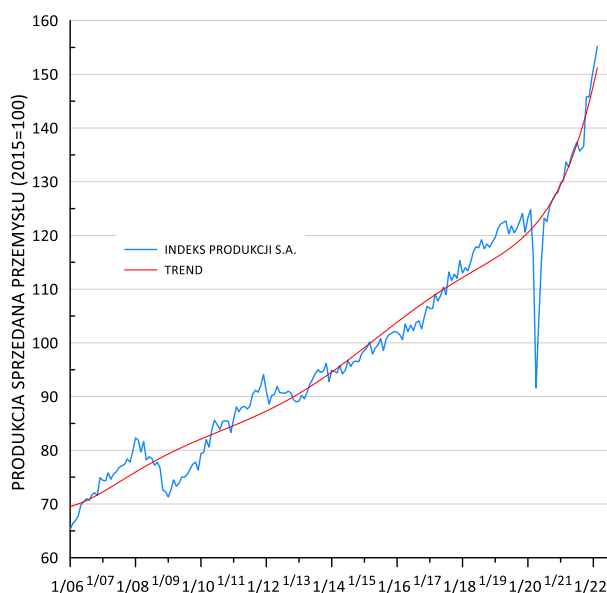


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS, NBP oraz EBC.

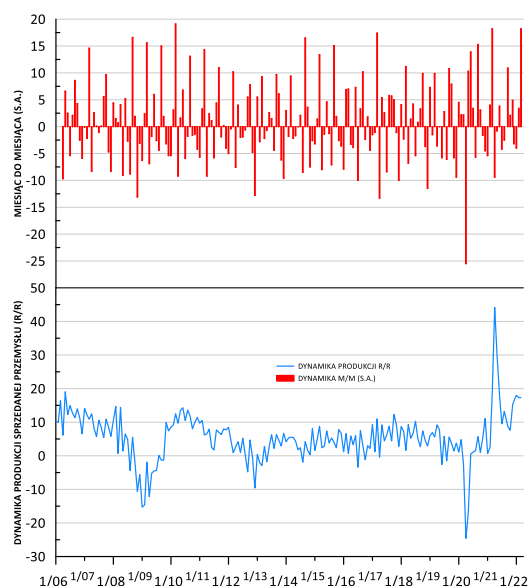
Podjęte kroki stabilizacyjne spowodowały, że mimo poważnego negatywnego wstrząsu w sferze produkcyjnej w 2020 r., sytuacja na rynku pracy w 2021 r. pozostała stabilna i generalnie dobra. Stopa bezrobocia nadal maleje i w efekcie – kształtuje się na poziomie przedkryzysowym (por. Rysunek 5). Na bardzo wysokim – choć wyraźnie odległym od historycznego maksimum – poziomie, znajduje się uogólniony wskaźnik braku rąk do pracy (por. Rysunek 17). Niezwykle wysoka jest też nominalna dynamika wzrostu wynagrodzeń. Wzrost wynagrodzeń realnych w przemyśle jest jednak dosyć słaby w skali rocznej (ok. 1,4% r/r). Od stycznia br. systematycznie przyspiesza jednak m/m i w marcu 2022 r. wyniósł aż 3,8% m/m. W świetle całokształtu danych z rynku pracy nadal dość ostrożnie, wydaje się, 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, współczynnik ufności konsumentów (tak bieżący, jak i wyprzedzający) od kilku miesięcy systematycznie spadają. Badania sondażowe wskazują także, że Polacy dość rzadko sami inicjują podwyżki płac w kontaktach z przełożonymi. Rosnąca kwartalnie dynamika wzrostu płac jest jednak sygnałem ostrzegawczym.

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)

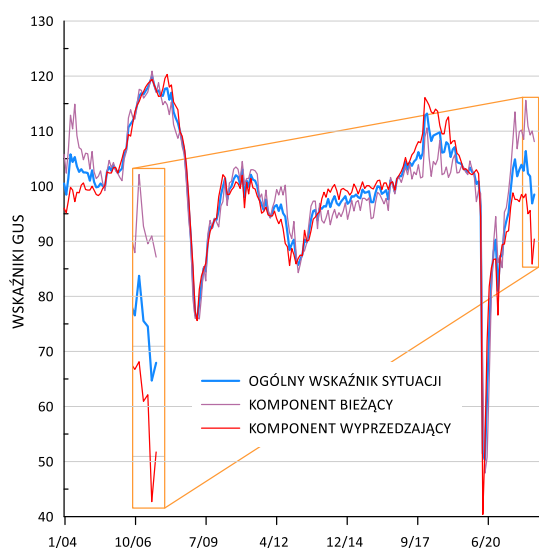


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS

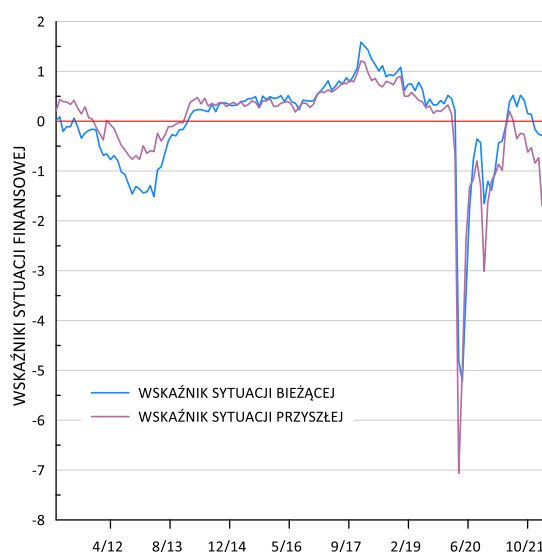
Silne wstrząsy w sferze realnej, tak w Polsce, jak i w wielu innych gospodarkach, choć z dość dużym opóźnieniem, to jednak przełożyły się na istotne zmiany niektórych parametrów finansowych. Głównym skutkiem okazała się inflacja, której zarówno globalny, jak i krajowy poziom, są najwyższe od lat i w dodatku wzrosły te przyspieszają. 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”. 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. Po wybuchu wojny w Ukrainie pojawił się dodatkowy czynnik o charakterze globalnym – skutkiem wojny militarnej jest wojna surowcowa, prowadząca do gigantycznych wzrostów cen wielu z nich i bardzo dużej niepewności. 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-19”, w efekcie której wciąż dochodzi m.in. do zamykania bardzo dużych portów przeładunkowych wyłącznie ze względu na wykrycie 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. Aktualnym czynnikiem o nieznanym przebiegu jest wojna w Ukrainie i jej skutki sankcyjne oraz związane z fizycznym uszkodzeniem aparatu wytwórczego.

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 także 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 w krótkim horyzoncie 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 inflacja. W warunkach inflacji ma miejsce także często wzrost stóp procentowych, obserwowany w ostatnich miesiącach także w Polsce (por. Rysunek 8) i w dodatku zapowiadany przez NBP aż do stłumienia zagrożenia inflacyjnego. 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 kursowy. 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 zdecydowanie 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. W dodatku wysoka inflacja zawsze skłania banki centralne i lub władze fiskalne do podejmowania restrykcyjnych działań. Działania te prowadzą jednak do spadku aktywności gospodarczej w przyszłości, pogarszając perspektywy rozwoju.

Analizując sytuację finansową przedsiębiorstw w 2021 r. i I kw. 2022 r., zwłaszcza na podstawie danych miesięcznych, należy ostrożnie interpretować bardzo wysokie dynamiki niektórych kategorii – m.in. produkcji sprzedanej przemysłu. Na wyniki te mają bowiem obecnie wpływ już cztery, niestety trudno separowalne, komponenty: tzw. statystyczny efekt bazy (związany z głębokimi pandemicznymi spadkami szeregu zmiennych także w I kw. 2021 r.), efekt ekonomiczno-psychologiczny (związany z fazą cyklu gospodarczego oraz naturalnymi i niezbędnymi procesami odbudowy aktywności gospodarczej w okresie wychodzenia z pandemii), wpływ podwyższonej inflacji (utrudniającej także konstrukcję właściwych deflatorów) oraz w tym już roku – wojna w Ukrainie. O trzech pierwszych mówiliśmy już w poprzednim RŁ. Teraz warto krótko scharakteryzować niektóre kanały oddziaływania tego konfliktu.

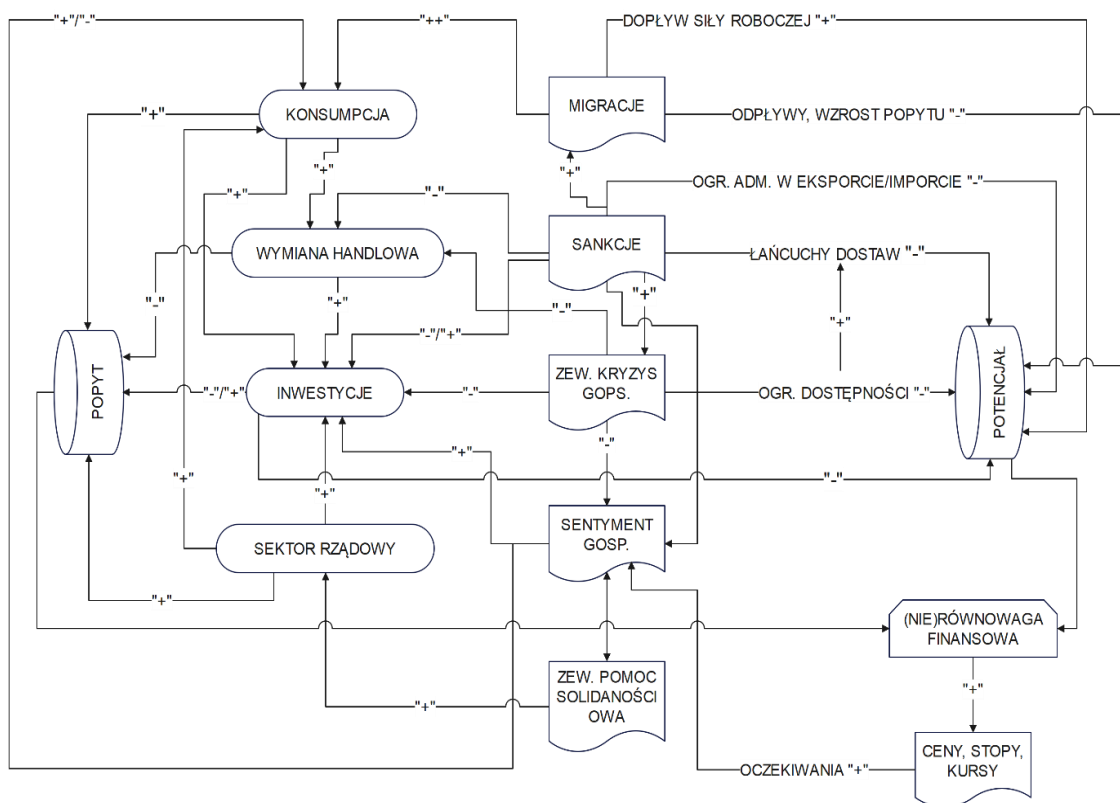
Obszary oddziaływania wojny w Ukrainie są, jak już wspomniano, wielorakie. Dokładniejsza ich analiza wykracza poza zakres RŁ. Wydaje się jednak, że obecnie obejmują one przede wszystkim następujące główne efekty:

- uchodźczo-migracyjne,
- sankcyjne,
- kryzysowe, w tym materialne w krajach uwikłanych bezpośrednio w konflikt i zniszczenia,
- psychologiczne, w tym dotyczące klimatu ekonomicznego, oczekiwań etc.,
- interwencyjne, związane z działaniami obronnymi, pomocowymi itd.

Ich makroekonomiczne konsekwencje dotyczą zarówno sfery popytowej, jak i podażowej, w tym potencjału, gospodarki. I tak z bardzo wysoką, sięgającą nawet 3 mln osób, falą uchodźców sprzężonych jest szereg zjawisk o charakterze popytowym. Są to bowiem osoby nie tylko tworzące „normalny”, bieżący popyt, związany z zaspokojeniem podstawowych potrzeb bytowych, ale w wielu

przypadkach także z koniecznością odtworzenia mienia pozostawionego w Ukrainie – obuwia, ubrań, niektórych mebli itd. Jest to jedną z przyczyn bardzo wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej w marcu br., w tym właśnie w tych kategoriach dóbr, niewątpliwie przekładającej się także na presję cenową. Warto jednak podkreślić, że obok wielu konsekwencji popytowych napływu uciekinierów, istnieją także skutki podażowe tego zjawiska. Szybko zwiększa ono bowiem podaż siły roboczej – szacuje się, że w marcu pracowało już ok. 100 tys. osób z tej populacji. Według badań opinii korzystny jest także klimat społeczny dla aktywizacji zawodowej uchodźców – ok. 1/3 pracodawców deklaruje chęć ich zatrudnienia. W obszarze podażowym wojna ma także niekorzystne efekty na rynku pracy – mobilizacja oznaczała odpływ części młodych Ukraińców z niektórych jego obszarów, w tym transportu i budownictwa. W sumie jednak wydaje się, że skutki pozytywne przeważą nad konsekwencjami negatywnymi i w efekcie zwiększy się globalna podaż pracy na polskim rynku. Działa to oczywiście stymulująco na potencjał gospodarki i zmniejszać może presję inflacyjną oraz płacową na niektórych rynkach.

Schemat 1. Wybrane kanały oddziaływania wojny w Ukrainie na gospodarkę



Źródło: zestawienie własne.

Bardzo trudna jest ocena, na tym etapie, skutków części sankcji dla polskiej gospodarki. Generalnie w krótkim okresie można tu spodziewać się kilku głównych konsekwencji. Po pierwsze, należy się liczyć z istotnym wzrostem cen niektórych materiałów i surowców i wynikającej z tego presji inflacyjnej w kraju. Po drugie, zmniejszyć się może ich fizyczna dostępność. Fakt ten nie tylko spowoduje dodatkowe zakłócenia w łańcuchach dostaw, już nadwyrężonych wcześniejszym szokiem pandemicznym, ale zwiększy popyt przecznościowy na te wyroby dodatkowo windując ich ceny i redukując możliwości produkcyjnego wykorzystania („chomikowanie zapasów”). Skutki podażowe

będą tu więc wyraźnie ujemne, a wpływ na funkcjonowanie SPN negatywny. Po trzecie, sankcjom nakładanym przez UE będą towarzyszyły retorsje – niekoniecznie symetryczne. Utrudni to działanie polskim przedsiębiorcom, czasem w trybie i obszarach nieoczekiwanych. Po czwarte, trudne do oszacowania, ale raczej niepozytywne mogą być konsekwencje sankcji dla bilansu płatniczego – substytuty będziemy bowiem kupować raczej drożej, a własny eksport realokować taniej. Po piąte, niełatwa może być ocena konsekwencji i lojalności w przestrzeganiu sankcji przez inne państwa. W przypadku nawet częściowego jej braku dla polskiej gospodarki mogłoby to oznaczać zaburzenia jej konkurencyjności w stosunku do tych państw, które sankcje omijają. To mogłoby być dodatkowym czynnikiem niesprzyjającym kształtowaniu się naszego bilansu handlowego. Po szóste, w nieco dłuższym horyzoncie mogą jednak pojawić się pewne pozytywne zjawiska dostosowawcze, w tym zmiana kierunków zaopatrzenia i zbytu.

Dość podobne, pod niektórym względami, mogą być skutki zniszczeń i kryzysu gospodarczego w krajach bezpośrednio lub pośrednio zaangażowanych w ten konflikt – Rosji, Ukrainy i Białorusi. Jedną z podstawowych różnic jest taka, że o ile sankcyjne ograniczenia podażowe można łatwo skorygować lub znieść, o tyle nie da się tego uczynić w przypadku fizycznej destrukcji aparatu wytwórczego. W takich okolicznościach wzrost cen deficytowych towarów może być także bardziej trwały. Mogą one też negatywnie oddziaływać na polską wymianę handlową z tymi rynkami ze względu nie na administracyjne ograniczenia, a trudną sytuację tych gospodarek, zawieszenie działalności części partnerów handlowych itd. Oceniając znaczenie tych konsekwencji warto jednak pamiętać, że skala naszej wymiany na tych kierunkach jest stosunkowo ograniczona, co nie oznacza jednak, że brak niektórych surowców i towarów może być krytyczny i prowadzić do wąskich gardeł w części naszych przedsiębiorstw.

Analizując wpływ wojny na gospodarkę nie sposób pominąć jej aspektów psychologicznych, w tym oddziałujących na sentyment gospodarczy, oczekiwania itd. Jest to w dodatku element dynamicznie związany ze wstrząsem wojennym, gdyż z jednej strony jest jedną z jego bezpośrednich konsekwencji, z drugiej – sam tworzy część kolejnych następstw ekonomicznych konfliktu. Początkowa fala niepokoju przekształca się bowiem w konkretne reakcje podmiotów gospodarczych niekiedy potęgujące problemy ekonomiczne.

W Polsce spora część bazujących na badaniach opinii indeksów miesięcznych w odpowiedzi na wybuch wojny w Ukrainie mocno pogorszyła się już w marcu, a indeksy dzienne (np. notowania niektórych spółek na GPW) gwałtownie zareagowały w dniu rozpoczęcia konfliktu. Także zdecydowane pogorszenie nastrojów widoczne było w części wyników kwietniowej edycji SM NBP. Można więc zatem oceniać, że wojna wyraźnie obniżyła poziom sentymentu ekonomicznego w polskiej gospodarce, a zjawisko to dotyczyło tak przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Mogłoby to więc sygnalizować także spadek aktywności gospodarczej w najbliższej przyszłości, w tym dynamiki wzrostu. Oceny takie należy jednak traktować ostrożnie, gdyż w przypadku pojawienia się głębokich i nowych jakościowo szoków możliwe jest zjawisko nadreaktywności części firm i innych podmiotów, manifestujące się m.in. V-kształtnym załamaniem w przebiegu czasowym wskaźników koniunktury czy nastrojów gospodarczych. Załamek taki oznacza bowiem, że podmioty gwałtownie obniżyły oceny sytuacji, po czym równie szybko je skorygowały w górę. Ponieważ realne procesy raczej nie mogą przebiegać według tego schematu, sekwencja szybkiego załamania i szybkiego odbicia może być wyrazem właśnie tej nadreaktywności. Trzeba podkreślić, że w przypadku badań jakościowych sytuacji gospodarczej Polski część wskaźników miesięcznych tak się zachowała, gdyż już w kwietniu uległy pewnej poprawie m.in. wskaźniki ufności konsumentów i wszystkie główne wskaźniki klimatu koniunktury GUS. Nie jest natomiast możliwa pełna interpretacja indeksów kwartalnych gdyż, ze

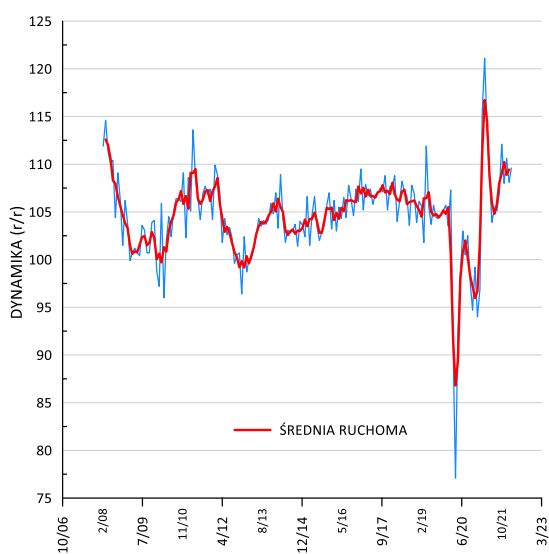
względu na okres trwania tej wojny, jeszcze nie zostały przeprowadzone powtórne badania o takiej częstotliwości i nie wiadomo czy i w jakiej skali nastąpi korekta nastrojów.

Ze wstrząsem wojennym związane też są zwykle różne działania państwa o charakterze interwencyjnym – prewencyjnym, obronnym itd. Również ich skutki mogą być wielorakie. Jednym z typowych dla wszystkich konfliktów, i to dotyczącym nie tylko stron bezpośrednio zaangażowanych w wojnę, ale choćby zagrożonych przez jej konsekwencje, jest wzrost wydatków budżetowych na całe spektrum działań militarnych, naprawczych itd. Wzrost ten zwykle generuje m.in. znaczący impuls popytowy. Może też wywoływać „bezpośrednie” efekty wypychania w tym znaczeniu, że działania państwa mogą w sytuacji zagrożenia wojennego wyraźnie re-adresować część priorytetów gospodarczych w kierunku przedsięwzięć o charakterze obronnym, zwiększającym bezpieczeństwo i ciągłość działania różnych elementów ekonomiki, kosztem redukcji innych wydatków, zaniechania części wcześniejszych inwestycji itd.

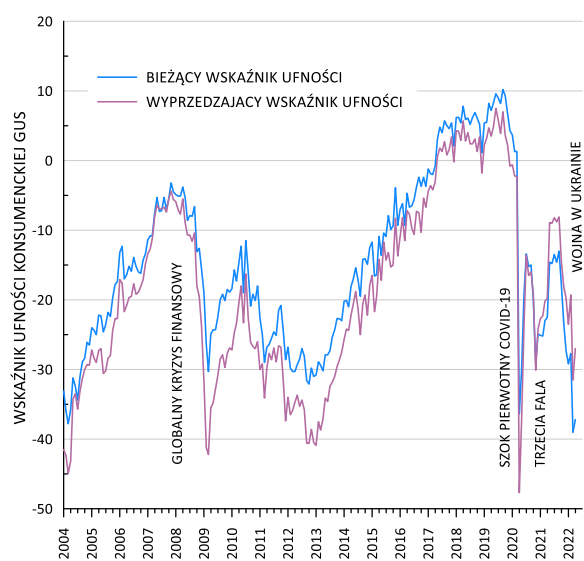
W przypadku danych nieobejmujących wydarzeń w Ukrainie powyższe obserwacje makroekonomiczne są zgodne z wynikami analiz wykonanymi w ramach *Raportu Makro*. Obostrzenia pandemiczne, z niewielkimi wyjątkami, spowodowały silną recesję w większości działów produkcji (por. Rysunek 18). Odsetek działów pozostających 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 lub odbudowie i rośnie odsetek działów w ekspansji. Maleje odsetek działów znajdujących się w fazie wyhamowania. Większość działów znajduje się obecnie w fazie ekspansji, a tylko dwa działy w fazie recesji (Produkcja wyrobów tytoniowych [C11] oraz Inne sektory związane z produkcją [C32]). W fazie wyhamowania jest jeden dział, to jest Produkcja sprzętu elektrycznego [C27], zaś w fazie odbudowy jest jedynie dział Produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [C15]. Omawiana ocena koniunktury razem z kierunkami rozwojowymi wynikającymi ze zbudowanych prognoz wskazują na możliwość odwrócenia trendów rozwojowych w najbliższych miesiącach. Wydaje się, że obecnie polska gospodarka znajduje się w punkcie najsilniejszego wzrostu, który będzie w przyszłości hamować.

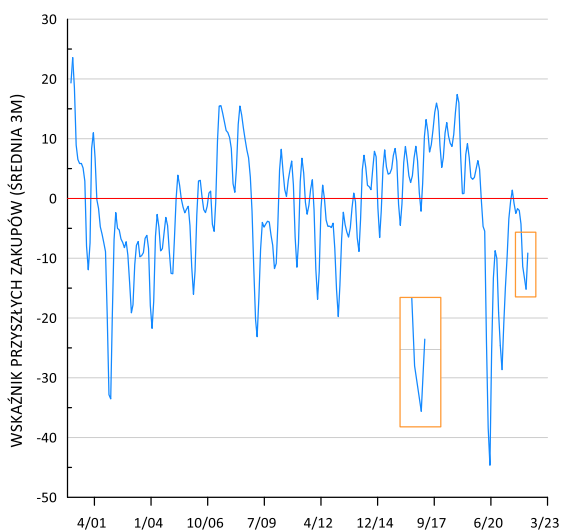
Rysunek 14 Dynamika sprzedaży detalicznej r/r



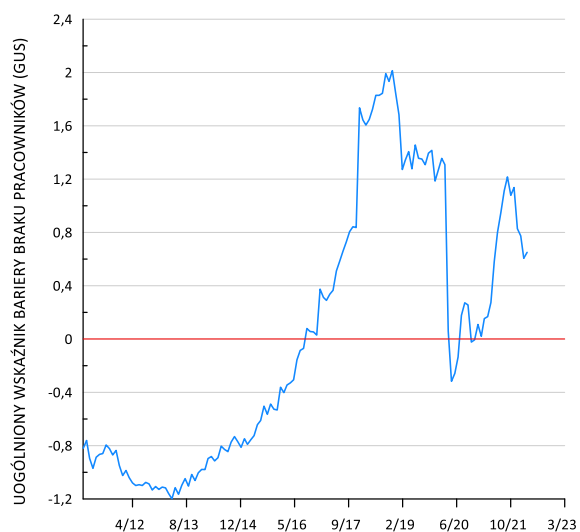
Rysunek 15 Wskaźniki bieżący i wyprzedzający ufności konsumentów GUS



Rysunek 16 Wskaźnik przyszłych zakupów gospodarstw domowych GUS

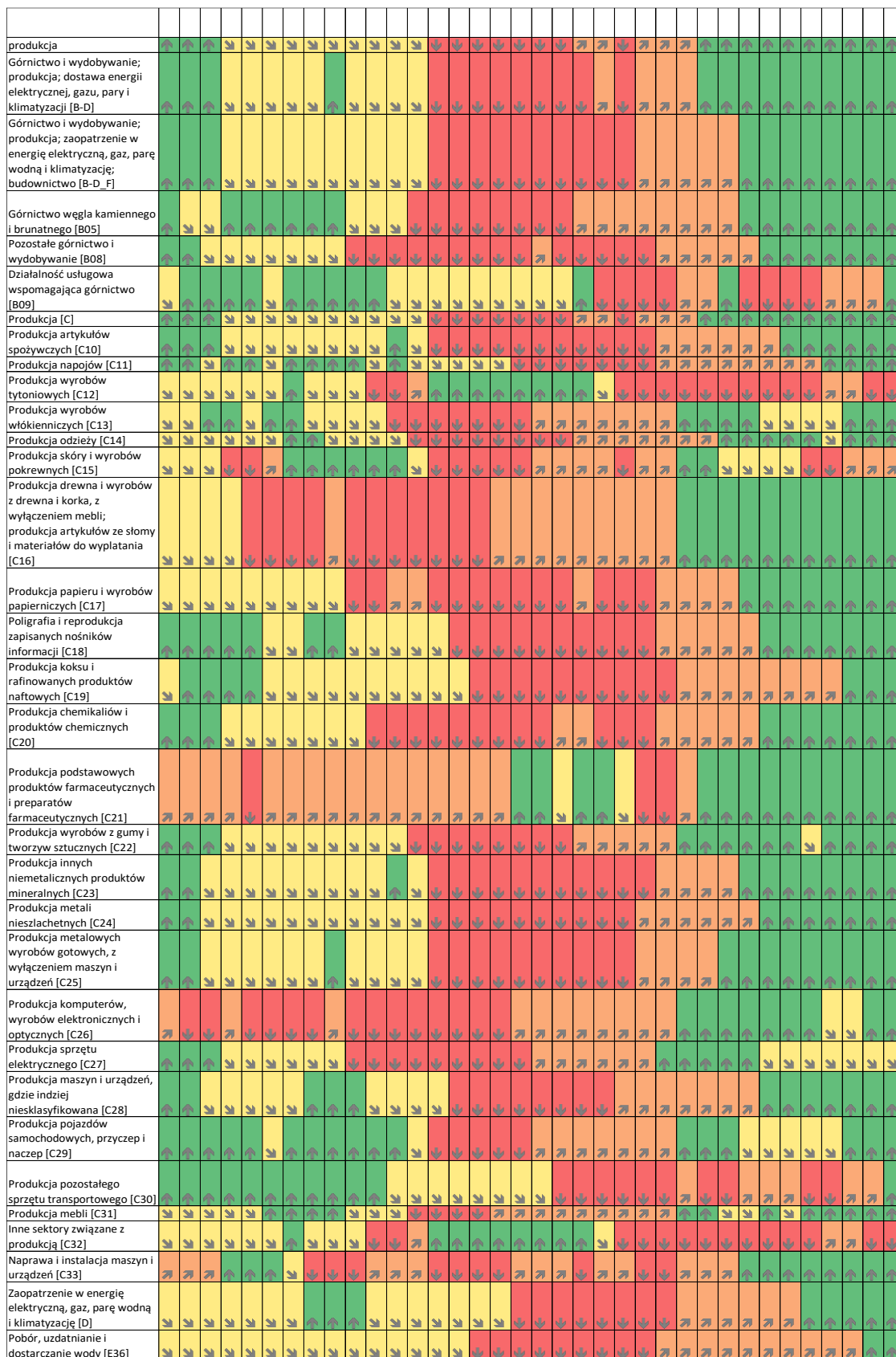


Rysunek 17 Uogólniony wskaźnik bariery braku ręk do pracy GUS



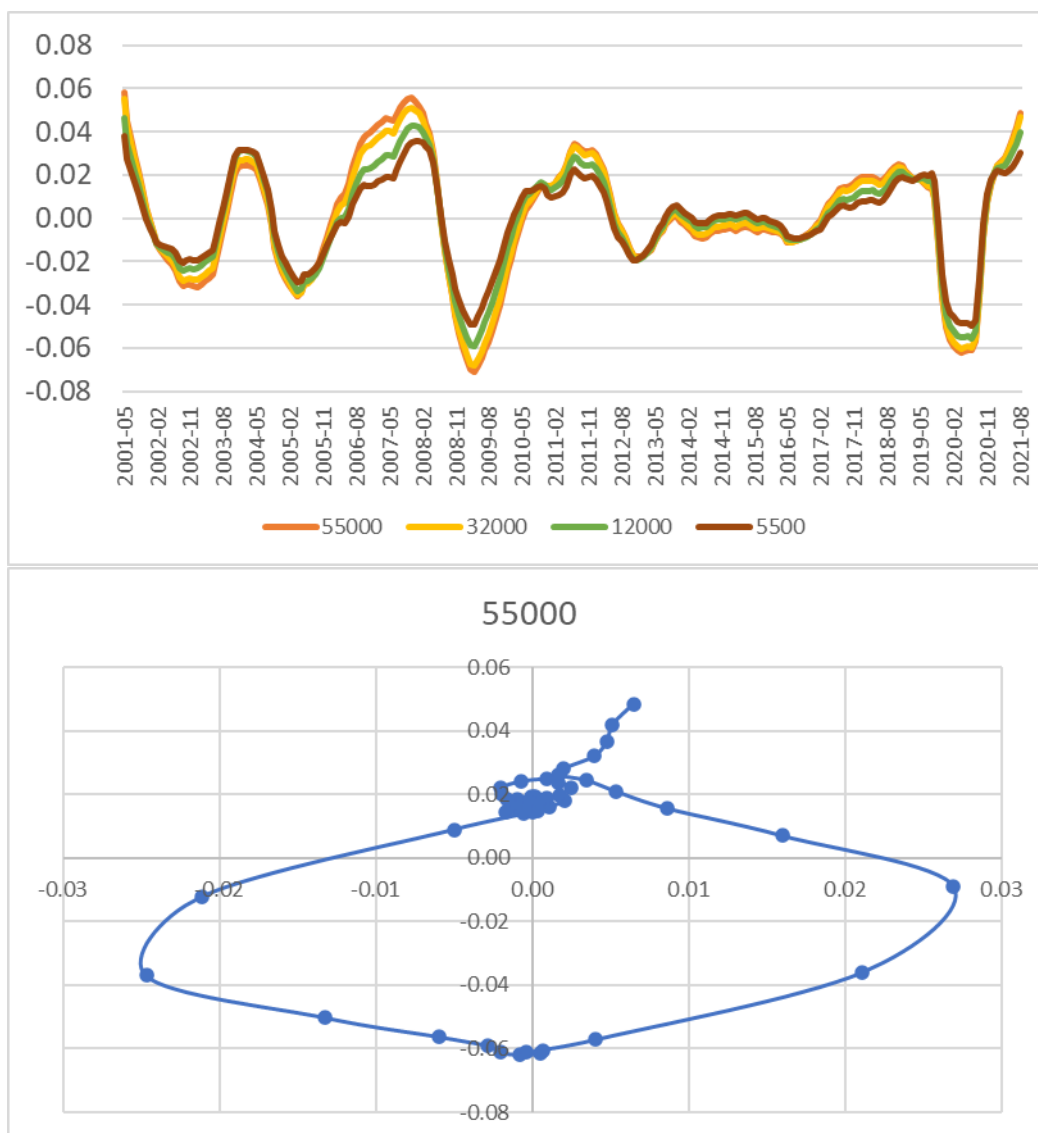
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

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



Źródło: Raport Makro.

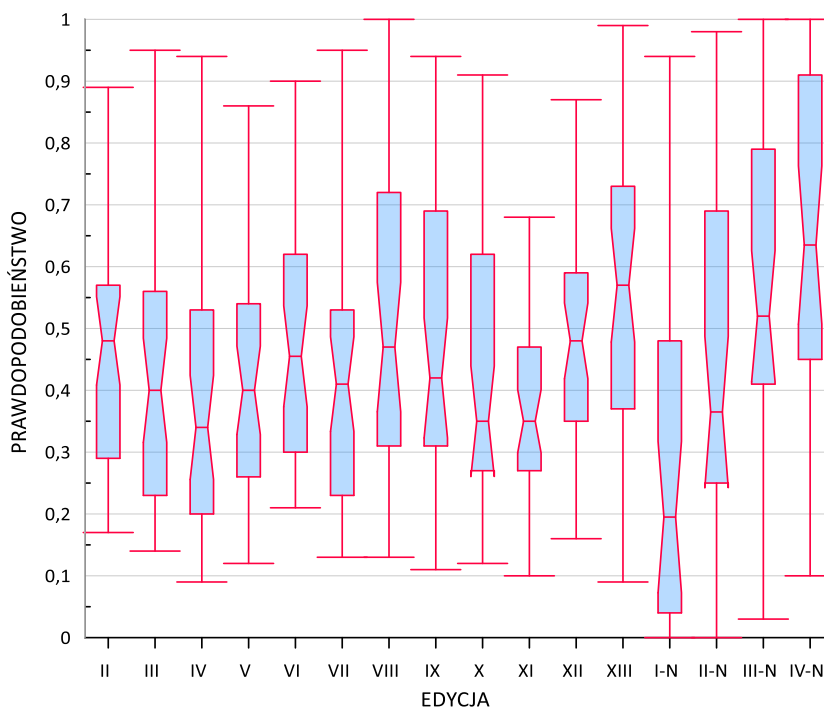
Rysunek 19 Cykl odchyleń dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do sierpnia 2021 r. (górny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do sierpnia 2021 r. – dolny panel)



Źródło: Raport Makro.

Ogólnie ocena perspektyw w działach produkcji jest gorsza niż w poprzedniej edycji raportu. Wysokie wartości prawdopodobieństwa jej spadku można nadal przypisać działowi Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego [B05]. Dodatkowo wskazywane w poprzednich edycjach raportu działy narażone najsilniej na spadek produkcji, to jest: Produkcja skóry i wyrobów pokrewnych [C15] oraz Produkcja mebli [C31] nie poprawiły swojej sytuacji. Perspektywy wzrostu pogorszyły się w przypadku działów Produkcja sprzętu elektrycznego [C27], Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep [C29]. Najniższa wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji jest natomiast w dziale Produkcja podstawowych produktów farmaceutycznych i preparatów farmaceutycznych [C21], gdzie prawdopodobieństwo spadku produkcji nie przekracza 0,28. Pogorszenie sytuacji w dziale obrazuje to, że w poprzedniej edycji raportu najniższa wartość prawdopodobieństwa spadku produkcji wynosiła 0,1 i była przypisana do działu Produkcja artykułów spożywczych [C10].

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



Źródło: Raporty Makro.

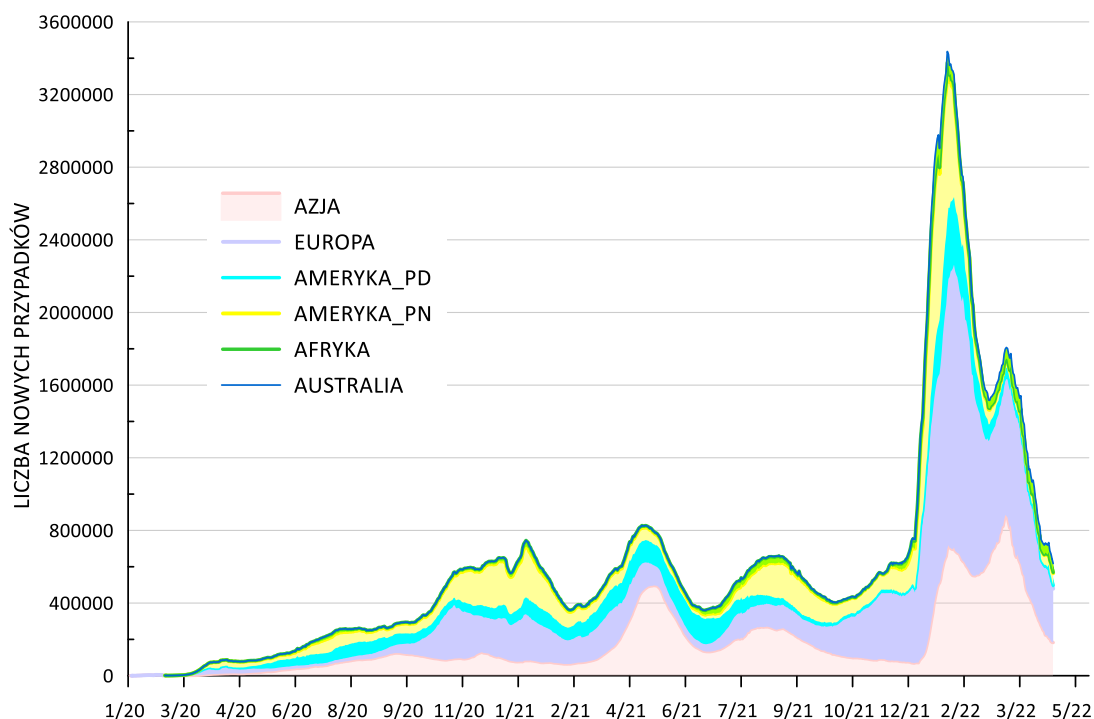
W przypadku handlu szanse na spadek sprzedaży detalicznej r/r są znacznie mniejsze w całym analizowanym horyzoncie, w porównaniu z działami produkcji. Najwyższa wartość prawdopodobieństwa ujemnej dynamiki wynosi 0,45 i odnosi się do czerwca 2022 r. dla działu: Handel detaliczny żywności, napojów i wyrobów tytoniowych. Efekt ten jest trwały, ponieważ w poprzednim raporcie wskazywano też na ten dział jako najbardziej zagrożony, z maksymalnym prawdopodobieństwem spadku wynoszącym 0,5 i przypadającym na lipiec 2022 r. 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. Po tym okresie aktywność w działach będzie stopniowo maleć. Silny trend spadkowy w przypadku znakomitej większości analizowanych działów wskazuje na wyhamowanie w handlu.

W budownictwie prawdopodobieństwa ujemnej dynamiki rosną do końca 2021 r., osiągając w lutym 2023 r. wartość 0,25 (budownictwo ogółem). Sytuacja jest lepsza niż ta, która była przedmiotem analiz w poprzedniej edycji raportu. Dla danych do października 2021 r. wskazywaliśmy na prawdopodobieństwo spadku produkcji o wartości 0,41 przypadające na listopad 2023 r. Nowe obserwacje zmodyfikowały te wnioski, skłaniając ku lepszej ocenie koniunktury w budownictwie. Obydwa działy budownictwa są zagrożone spadkiem w podobny sposób. Prawdopodobieństwo spadków wynosi odpowiednio 0,33 i 0,31 dla Budownictwa związanego ze wznoszeniem budynków i budownictwa infrastrukturalnego.

I.2 COVID-19 – OCENA BIEŻĄCEJ SYTUACJI PANDEMICZNEJ

Obecnie przebieg pandemii COVID-19 nie jest już jednym z kluczowych czynników bezpośrednio determinujących ryzyko, a w szeregu krajach i poziom aktywności gospodarczej – tak w skali globalnej, jak i w Polsce. Nie ma więc też silnego wpływu na przewidywany w krótkim horyzoncie stopień zagrożenia upadłością. W dłuższym możliwe są jednak efekty drugiej rundy wynikające z tego, że część krajów wycofała się, albo wycofuje z programów wsparcia udzielanych firmom w związku z pandemią. Warto też odnotować, że w skali globalnej, choć poziom nowych zachorowań spadł wyraźnie po szczycie wywołanym wariantem Omikron, to nadal utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Na świecie wciąż są też kraje, z dużym poziomem zachorowań (por. Rysunek 23) i bardzo silnymi restrykcjami (zero COVID policy), np. Chiny.

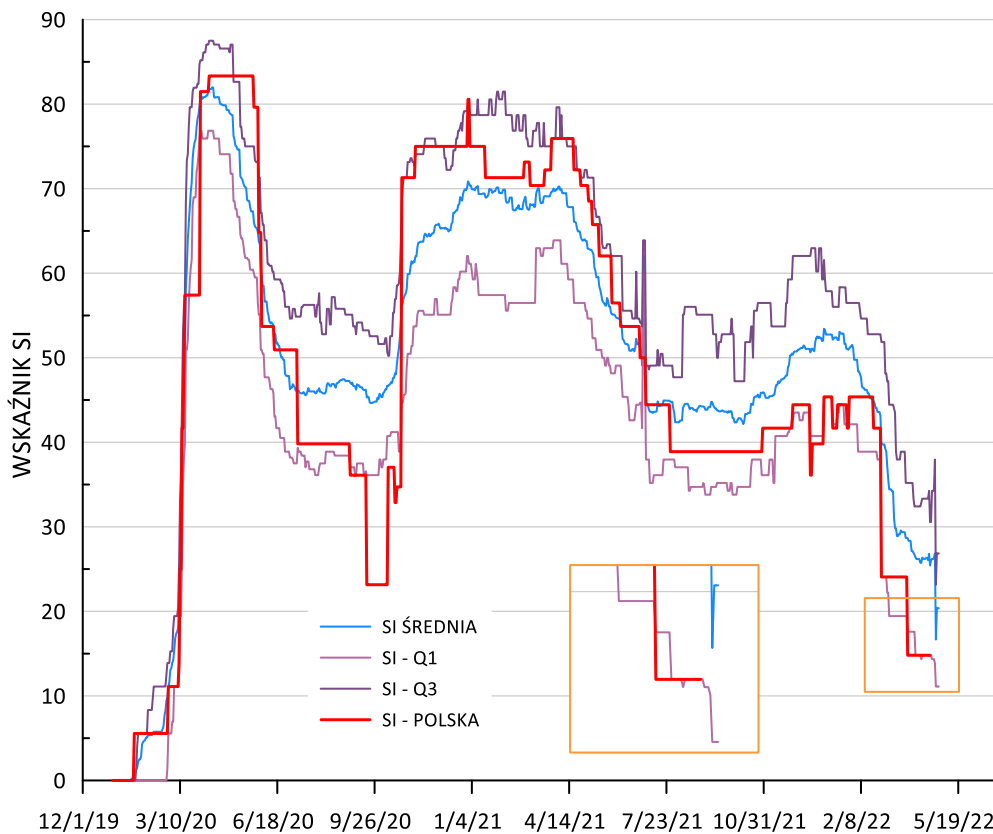
Rysunek 21 Nowe zachorowania na COVID-19 (nowe przypadki na milion mieszkańców) – struktura geograficzna (Świat)



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

Zawarte w poprzednim RŁ prognozy dotyczące przebiegu pandemii do końca 2021 r. pod niektórymi względami potwierdziły się. Poziom mierzonych zakażeń sięgał przewidywanego poziomu 30 tys./d, przy – niestety – także bardzo wysokim poziomie zgonów. Jednocześnie, mimo 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 do ok. 700 tys.). Przez pewien okres zamykane były 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 22).

Rysunek 22 Indeks restrykcyjności (SI) polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE



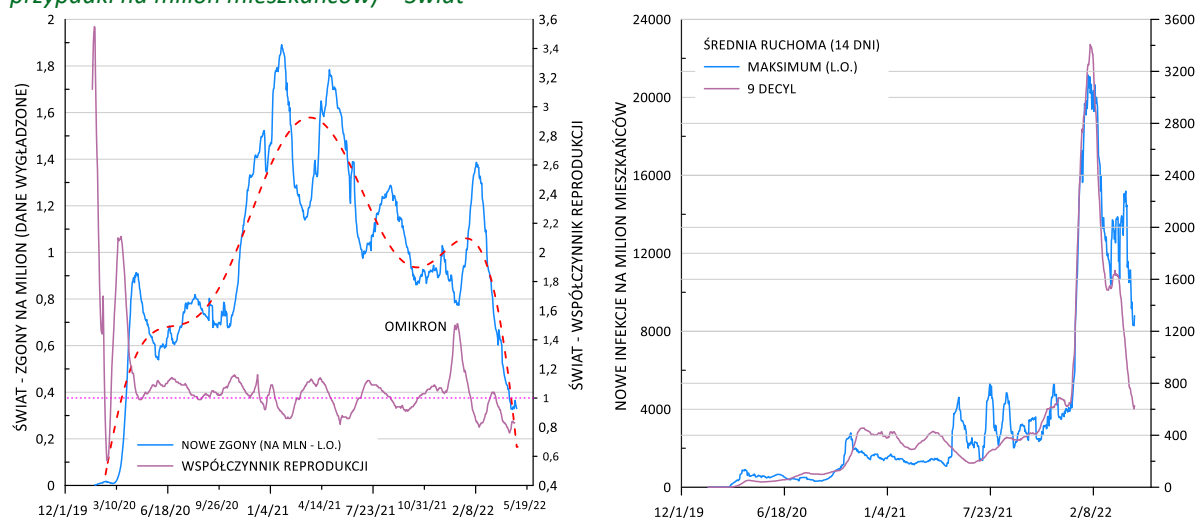
Źródło: www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/oxford-covid-19-government-response-tracker.

W I kw. 2022 r. nie sprawdziły się natomiast najczarniejsze scenariusze przebiegu pandemii. Wynikało to z jednej strony ze znacznie mniejszej zjadliwości wariantu Omikron, który przy bardzo dużej zakaźności nie powodował jednak nadmiernej liczby zachorowań o ciężkim przebiegu. Znaczenie miały też programy szczepień, choć nie były one tak powszechne jak w wielu innych krajach Europy. Pozytywnie zadziałało też z pewnością stosowane w Polsce podejście w polityce przeciwpandemicznej, które miało 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.

Obecną sytuację pandemiczną w naszym kraju należy oceniać jako korzystną. Liczba nowych przypadków dziennie nie przekracza teraz kilku tysięcy, a zgonów – kilkudziesięciu. Także w statystykach międzynarodowych sytuacja Polski uległa bardzo dużej poprawie i może być oceniana pozytywnie (por. Rysunek 24). Interpretacja tych danych wymaga jednak pewnej ostrożności, gdyż w naszym kraju bardzo ograniczony został dostęp do systemu bezpłatnego testowania, a dane o pandemii udostępniane są z mniejszą częstością.

Powstaje natomiast pytanie, jak w obecnej sytuacji można ocenić zagrożenie pandemią COVID-19 w Polsce. Trzeba wyraźnie podkreślić, że obecnie – w krótkim horyzoncie – jest ono pomijalne (por. Rysunek 25), a prognozy zachorowań wielu ośrodków są zgodne i raczej niskie (4-5 tys. zakażeń/d).

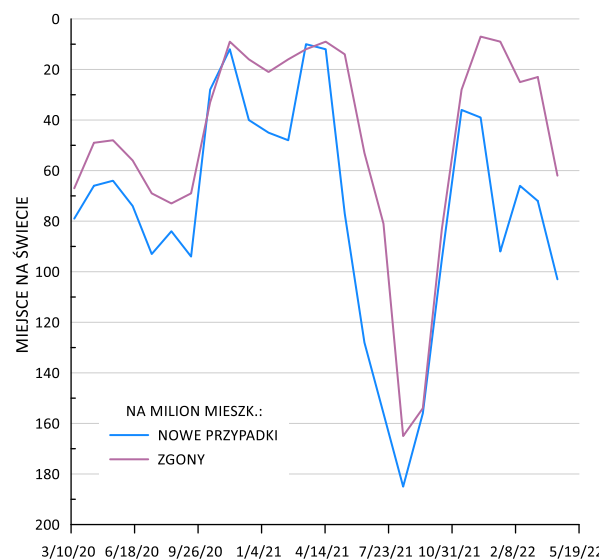
Rysunek 23 Nowe zgony na COVID-19 i współczynnik reprodukcji (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat



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

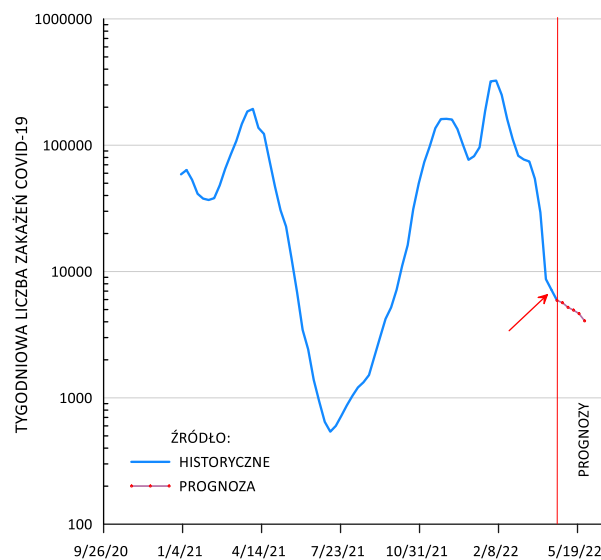
W dłuższym horyzoncie (jesień-zima 2022 r.) perspektywy są jednak znacznie mniej pewne. Przede wszystkim, obecnie praktycznie nie ma prawie żadnych restrykcji związanych z pandemią. Ten czynnik może działać nie tylko bezpośrednio na przyszłą dynamikę zachorowań, ale także pośrednio – w Polsce dyscyplina społeczna w tym obszarze nie była dobra, a obecne jej formalne zniesienie może wywoływać trudności z jej przywróceniem, gdyby było to konieczne.

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



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

Rysunek 25 Prognoza tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce



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

Po drugie, program szczepień jest obecnie praktycznie martwy, poziom wyszczepienia dwiema dawkami – nie najwyższy, a trzema – bardzo niski (ok. 1/3 osób objętych programem). Należy zatem spodziewać się wyraźnego spadku populacyjnej odporności poszczepiennej właśnie w okresie jesiennym br. Ratunkiem może być tylko odporność nabyta po zachorowaniu – ale jej skuteczność w przypadku innych wariantów wirusa może okazać się bardzo ograniczona.

Po trzecie, fakt niejednorodnego rozkładu odporności poszczepiennej w skali globu i występowanie silnych ognisk pandemii sprzyja dalszym mutacjom wirusa. Istnieje więc ryzyko powstania wariantów odznaczających się wyższą zjadliwością niż wariant Omikron. W takiej sytuacji populacje odporne na COVID-19 w wyniku wcześniejszego przechorowania mogą nie być immunologicznie zabezpieczone przed nowymi odmianami.

I.3 ZEWNĘTRZNE PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE DLA POLSKI

W obecnych warunkach – mimo wyraźnie słabszego bezpośredniego oddziaływania pandemii – prognozowanie wzrostu gospodarczego nadal jest bardzo trudne, a może nawet obarczone większą niepewnością niż wcześniej. Dotyczy to również prognoz PKB dla polskiej gospodarki (por. Rysunek 9). Pojawił się bowiem nowy szok gospodarczy, o znaczeniu tak globalnym, jak i lokalnym dla naszej gospodarki – wojna w Ukrainie. W efekcie niektóre miary niepewności wzrosły do rekordowych poziomów od 2011 r. (por. np. SM NBP 2/22). Wzrosła również niepewność makroekonomiczna w innych obszarach, widoczna już w prognozach PKB przed wybuchem tej wojny (por. Rysunek 7). Pamiętając o wyraźnie ponadprzeciętnym poziomie niepewności prognoz wzrostu PKB, warto zwrócić tu uwagę na kilka elementów.

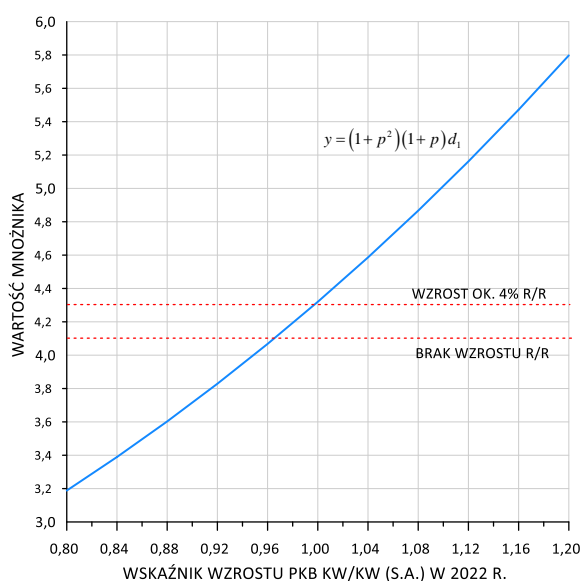
$$\begin{aligned}
 PKB_{T-1} &= PKB_{T-1}^1 (1 + q_2 + q_2 q_3 + q_2 q_3 q_4) \\
 DYN_{T-1}^T &= \frac{d_1 PKB_{T-1}^1 (1 + p + p^2 + p^3)}{PKB_{T-1}^1 (1 + q_2 + q_2 q_3 + q_2 q_3 q_4)} \\
 DYN_{T-1}^T &= \frac{d_1 \frac{1-p^4}{1-p}}{(1 + q_2 + q_2 q_3 + q_2 q_3 q_4)} \tag{1} \\
 DYN_{T-1}^T > 1 * (1 + w) &\Leftrightarrow \frac{1-p^4}{1-p} > \frac{(1 + q_2 + q_2 q_3 + q_2 q_3 q_4)}{d_1} (1 + w) \\
 \underbrace{(1 + p^2)(1 + p)}_{\text{WARTOSC MNOWNIKA}} d_1 &> \underbrace{(1 + q_2 + q_2 q_3 + q_2 q_3 q_4)}_{\text{PKB W T-1}} \underbrace{(1 + w)}_{\text{DYN. WZROSTU}} \\
 y &= (1 + p^2)(1 + p) d_1
 \end{aligned}$$

Po pierwsze, większość ośrodków dokonała korekty w dół przewidywań na 2022 r. i 2023 r., przy czym stosunkowo niewielkiej na bieżący rok i znaczące – na przyszły. Nawet po tych korektach przewidywania odnośnie PKB są na ten rok nadal bardzo korzystne i oscylują wokół 3,5-4,3% r/r. Jedną z przyczyn jest tzw. efekt przeniesienia. Otóż na podstawie znakomitych danych o wyższych częstościach można oceniać, że wzrost PKB w I kw. br. zbliżony jest do 8% r/r, a podobny obraz daje też prognoza *Raportu Makro*. Biorąc pod uwagę stopy q wzrostu PKB kw./kw. s.a. w 2021 r., można według powyższych zależności szacować, że stopa p zmian kw./kw. PKB w bieżącym roku, zapewniająca

wzrost w w latach 2021-22, kształtuje się tak, jak na poniższym wykresie – o ile dynamika PKB w I kw. 2021 r. wynosiłaby d r/r. Z wykresu tego bowiem wynika (por. Rysunek 26), że gdyby nawet w kolejnych kwartałach PKB nie rósł, to i tak w całym roku agregat ten wzrósłby o ok. 4% r/r. Dopiero głębsza recesja kw./kw., przekraczająca 3% sukcesywne spadki, skutkowałaby brakiem wzrostu lub spadkiem PKB r/r w bieżącym roku.

Po drugie, w analizach perspektyw rozwojowych dość powszechnie wskazywano na gorsze przewidywania odnośnie do konsumpcji w br. Z jednej bowiem strony inflacja osłabia siłę nabywczą części 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, lub nawet od lipca br. korzystny, dla niemałej grupy gospodarstw domowych, zwiększy jednak obciążenia wśród części bogatszych konsumentów, dla niektórych rodzajów firm itd. Sumaryczne oddziaływanie na sektor przedsiębiorstw tych zmian podatkowych wciąż jest jednak trudne do ustalenia, bo niektóre rozwiązania programu mogą też istotnie obniżyć część danin (np. rozwiązania w ramach tzw. estońskiego CIT-u), a niektóre korekty programu są nadal *in statu nascendi*.

Rysunek 26 Efekt przeniesienia a szacunki PKB w 2022 r.



Źródło: szacunki własne.

Analizując czynniki popytowe trzeba też bardzo wyraźnie podkreślić, że wcześniejsze prognozy nie uwzględniały wstrząsu wywołanego wojną w Ukrainie i napływu olbrzymiej grupy uchodźców, szacowanej na 2,5-3 mln osób. Napływ ten stanowi m.in. gigantyczny bodziec popytowy, którego skutki mnożnikowe mogą trwać nawet ok. 6-8 kw., mimo że bezpośredni wpływ tego czynnika kw./kw. może być już malejący – część uciekinierów zmienia miejsce pobytu w ramach UE lub wraca na Ukrainę, a osoby pozostające raczej już dokonały zakupów wielu trwałych towarów pierwszej potrzeby (część ubrań, obuwia, sprzętu gospodarstwa domowego etc.).

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. lub później.

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

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

▪ ^{1/} Mediana

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

Po czwarte, ze względu na podwyższoną inflację, w polskiej gospodarce następuje systematyczne zaostrzenie polityki pieniężnej – zgodnie z deklaracjami NBP do chwili opanowania nadmiernej inflacji. Rodzi to szereg opisanych już w RŁ skutków. Może to m.in. osłabiać aktywność inwestycyjną, na co może się nałożyć pogorszenie klimatu inwestycyjnego związane z wojną.

Po piąte, panuje dość powszechne przekonanie odnośnie utrzymywania się napięć na krajowym rynku pracy, przekładających się na ograniczenia potencjału podażowego polskiej gospodarki. Dopytyw nowych osób z Ukrainy może jednak nieco łagodzić te napięcia, na co wskazuje m.in. najnowszy SM NBP.

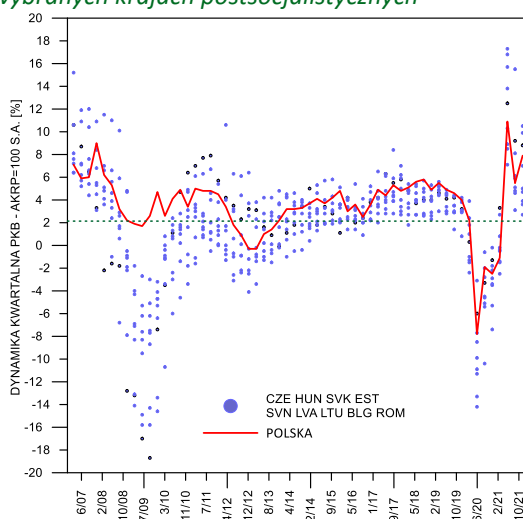
Po szóste, znacznie mniej korzystne są też prognozy dla gospodarki światowej; zwłaszcza na 2023 r. Zwraca się tu uwagę głównie na wciąż trwającą pandemię i uporczywość problemu niesprawnych łańcuchów dostaw.

Mimo powyższych ryzyk, jak wspomniano, prognozy wzrostu PKB na ten rok są dość korzystne, choć obciążoną dużą niepewnością. Część ośrodków istotnie słabiej ocenia natomiast perspektywę wzrostu w 2023 r. Zgodnie z tymi szacunkami dynamika PKB w 2023 r. mogłaby być nawet dwukrotnie niższa niż obecnie – poniżej 3% r/r.

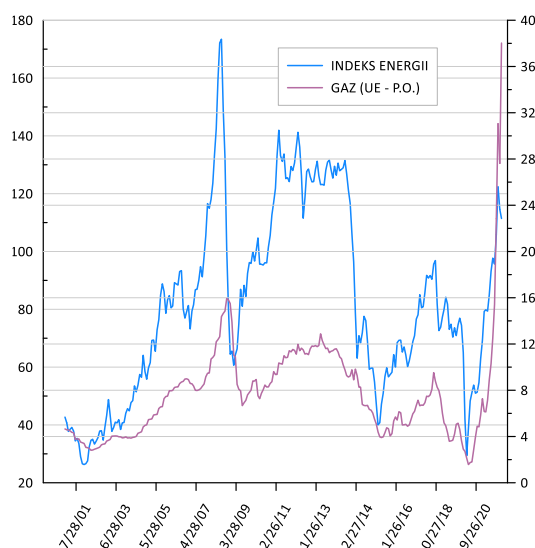
I.4 AKTYWNOŚĆ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Prognozy stanu gospodarki światowej wciąż obciążone są wysoką niepewnością. W dodatku, niepewność ta w ostatnich miesiącach ponownie silnie rośnie ze względu na wojnę w Ukrainie (por. Rysunek 29, Rysunek 30), a także dalszy przebieg pandemii COVID-19 w niektórych krajach (Chiny), skutkujący nie tylko utrzymującym się, ale wręcz rosnącym problemem zakłóceń łańcuchów dostaw niektórych surowców i wyrobów. Niepewność ta przelewa się też coraz pełniej na sferę finansową, m.in. w postaci wyraźnie rosnącej globalnie inflacji, wynikającej nie tylko z procesów odbudowy popytu, ale także ekstremalnie rosnących elementów kosztowych, czynników przezornościowych i spekulacyjnych. Sytuacja ta skłania też banki centralne wielu krajów do odczuwalnego zacieśniania polityki pieniężnej. 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, ale duża redukcja oczekiwań dotyczy 2023 r.

Rysunek 27 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych



Rysunek 28 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	5,5	4,1	3,2
	Strefa Euro	4,2	4,2	2,1
	USA	5,6	3,7	2,6
IMF ^{1/}	Świat	6,1	3,6	3,6
	Strefa Euro	5,3	2,8	2,3
	Niemcy	2,8	2,1	2,7
	USA	5,7	3,7	2,3
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

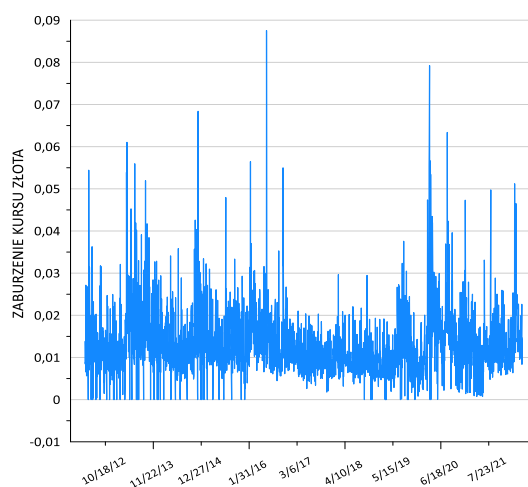
Kolor zielony oznacza podniesienie prognozy w stosunku do poprzedniej, czerwony – obniżenie.

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

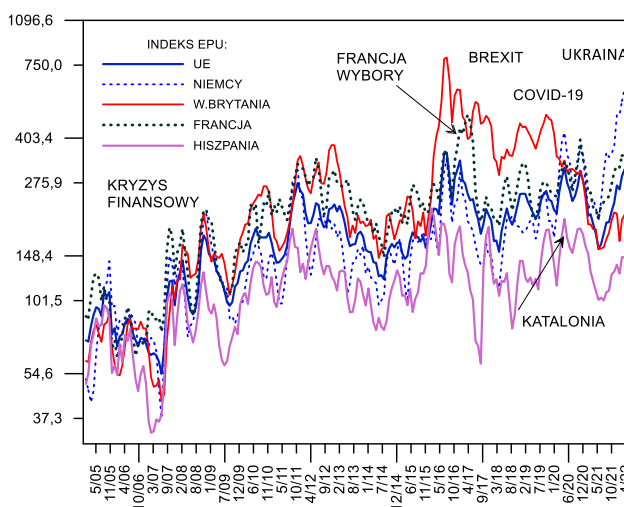
Źródło: zestawienie własne na podstawie danych Banku Światowego, IMF, OECD.

Dość pozytywnym prognozom wzrostu na bieżący rok dla gospodarki światowej, nie towarzyszą już tak korzystne odczyty danych o wyższych częstościach. Rekordowy PMI dla strefy euro wykazuje wyraźną i głęboką tendencję spadkową, choć nadal kształtuje się zdecydowanie powyżej 50 pkt. Pojawiają się znacząco negatywne sygnały z gospodarki Niemiec – spadki indeksów ZEW i IFO. Głównymi źródłami niepewności nie są tu, jak dotychczas, ryzyka związane z dalszym przebiegiem pandemii COVID-19, ale wyraźne symptomy istotnych ograniczeń podaży i silny wzrost cen wielu surowców i materiałów (Rysunek 28). Szczególnym wyzwaniem mogą tu być skutki wojny w Ukrainie, w tym wynikające ze wzajemnych sankcji UE oraz USA i Rosji. Stan otoczenia gospodarczego nie będzie obecnie sprzyjać kondycji polskiej gospodarki.

Rysunek 29 Zmienność notowań złota

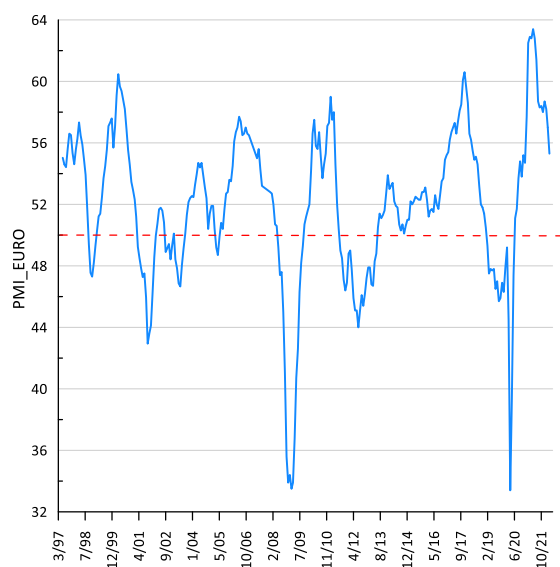


Rysunek 30 Wskaźnik EPU – Europa

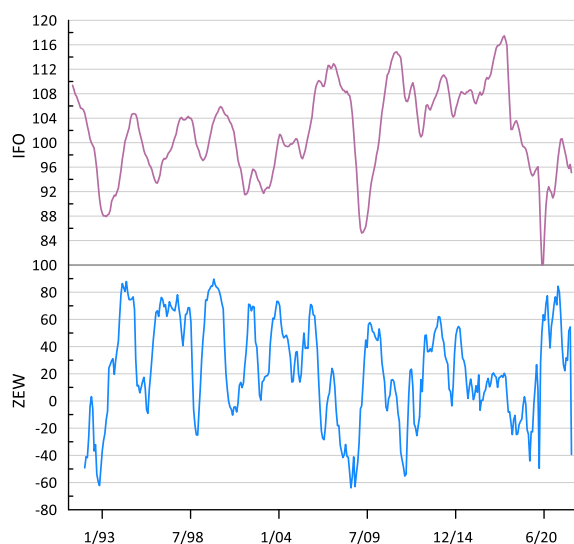


Źródło: zestawienie na podstawie danych EPU.

Rysunek 31 PMI – Strefa Euro



Rysunek 32 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO



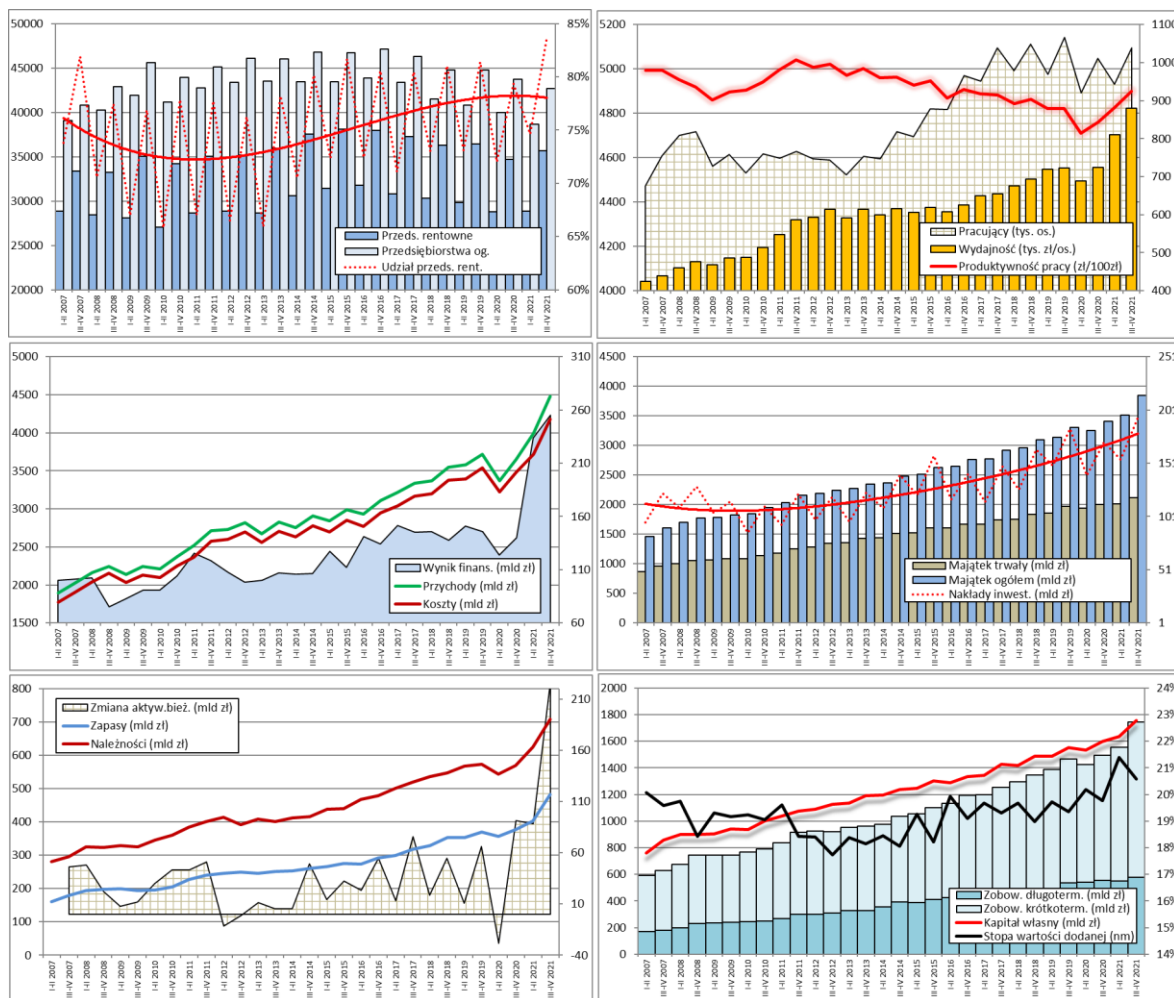
Źródło: zestawienie własne na podstawie danych IHS Markit, IFO, ZEW.

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.

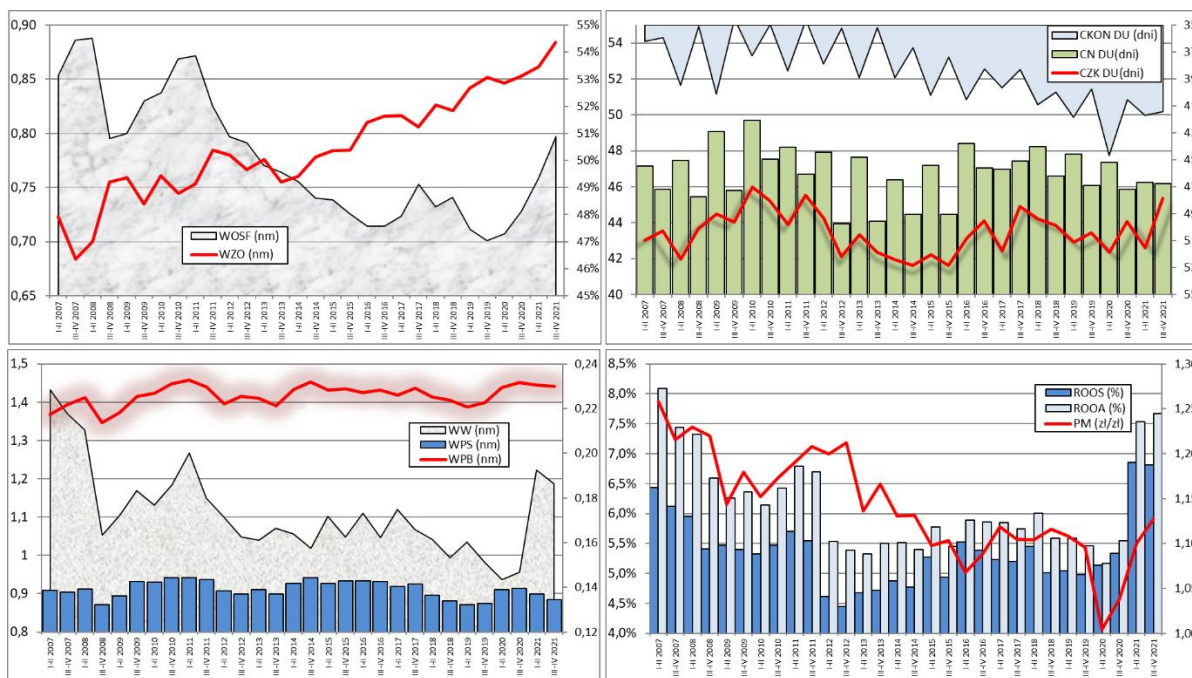
Przedsiębiorstwa ogółem charakteryzuje ostatnio wzrost udziału liczby przedsiębiorstw rentownych. Długoterminowo malejąca produktywność pracy wzrosła w ostatnim okresie, a wobec średniookresowej stagnacji, krótkoterminowo i spektakularnie powiększyło się pole wyniku finansowego. Przynasta majątek ogółem, także majątek trwały wobec odbudowy dynamiki nakładów inwestycyjnych. Wzrost przychodów pociąga za sobą obecnie coraz wyższy wzrost należności, a także zapasów. Dynamika wzrostu zobowiązań krótkoterminowych jest wyższa od dynamiki wzrostu zobowiązań długoterminowych. Kapitał własny tworzący wartość przedsiębiorstw przynasta równomiernie, a średnioterminowo wzrasta stopa wartości dodanej.

Rysunek 33 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2007 r. – II p. 2021 r.)



Źródło: Raport Mikro.

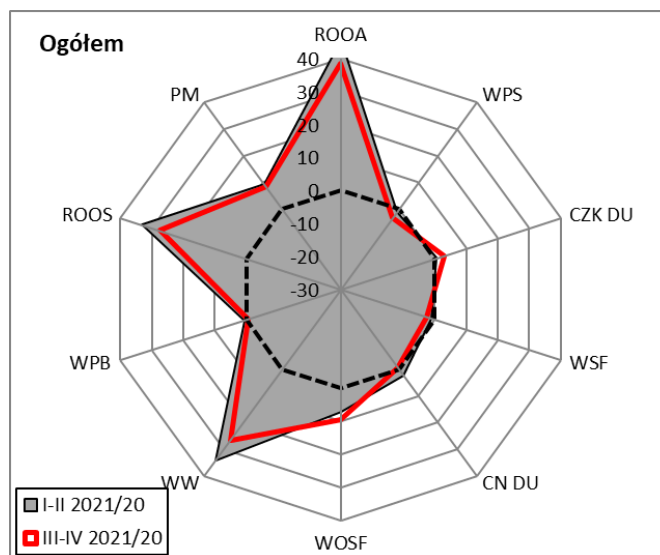
Rysunek 34 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2007 r. – II p. 2021 r.)



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 35 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw ogółem w II p. 2021/2020 r. oraz I p. 2021/2020 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.

W ostatnim okresie struktura majątkowo-kapitałowa poprawiła się, przy długoterminowym wzroście zadłużenia ogółem. Zatrzymane zostało skracanie długości cyklu należności, a wzrosła ostatnio długość cyklu zobowiązań. Długoterminowy trend wydłużania się cyklu kapitału obrotowego netto ostatnio został zatrzymany. Płynność bieżąca oraz bardziej płynność szybka zmalały w ostatnim okresie, natomiast utrzymuje się po gwałtownym wzroście wypłacalność. Rentowność operacyjna sprzedaży i aktywów wykazały ponownie spektakularne wzrosty, wzrosła także produktywność majątku (cyrkulacja kapitału) względem długoterminowego trendu spadkowego (por. Rysunek 33).

Krótkoterminowo odnotowano znaczny wzrost w II p. 2021/2020 r. wartości miary PD o +118,6%, natomiast był on mniej intensywny niż w I p. 2021/2020 (-12,2%). Poprawa dotyczyła zwłaszcza rentowności operacyjnej aktywów i sprzedaży oraz wypłacalności, a w mniejszym stopniu produktywności i struktury majątkowo-kapitałowej (WOSF). Pogorszenie w niewielkim stopniu dotyczyło płynności szybkiej i samofinansowania, a znikomo płynności bieżącej i cyklu należności – Rysunek 35.

W największym stopniu kierunek poprawy wartości kluczowych wskaźników finansowych dotyczył usług, a dalej handlu i produkcji. W ujęciu klas wielkości, kierunek poprawy sytuacji w II p. 2021 r. zaznaczył się wyraźnie w przedsiębiorstwach dużych, a dalej w małych i średnich. Tylko w tych ostatnich była ona mniej intensywna niż w I p. 2021 r.

Bardziej szczegółowa analiza pokazuje, że przedsiębiorstwa produkcyjne charakteryzuje w ostatnim okresie wzrost udziału liczby przedsiębiorstw rentownych, a także niewielki liczby pracujących, przy silnym wzroście wydajności pracy i produktywności pracy (wobec długookresowej tendencji spadkowej). Wzrost udziału firm rentownych odnotowano także w handlu i usługach, a ocena 10 węzłowych wskaźników kondycji finansowej przedsiębiorstw oraz miary (PD) w postaci pola powierzchni dziesięciokąta rozpiętego na dynamice wartości tych wskaźników, przynosi generalnie pozytywne wnioski formułowane względem wszystkich rodzajów działalności. I tak 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). Przedsiębiorstwa handlowe także poprawiły w sposób ponadproporcjonalny rentowność operacyjną sprzedaży i aktywów oraz wypłacalność, ale miara PD zmalała w tych przedsiębiorstwach w II p. 2021/2020 r. o -33,2% względem I p. 2021/2020 r. Najkorzystniej ułożył się obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw usługowych, bowiem miara PD zmalała w II p. 2021/2020 r. w stosunku do I p. 2021/2021 r. tylko o -3,7%. Poza niewielką niekorzystną zmianą w zakresie cyklu należności, nie wystąpiły żadne negatywne zmiany pozostałych analizowanych wskaźników finansowych, a ponadproporcjonalny wzrost dotyczył rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz wypłacalności.

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 IV kwartału 2021 r., to jest 72 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 lutego 2022 r., zaś prognoza wykonana jest na dwanaście miesięcy.

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 małe. Gdyby nie wstrząs wywołany wojną w Ukrainie, obserwowalibyśmy zapewne 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, od drugiej połowy 2022 r. ścieżki BC prawdopodobnie przechodziłyby w ścieżki ZC. Do czasu kolejnej rundy prognostycznej, która by uwzględniła nowe obserwacje, kwestia ta nie jest jednak rozstrzygnięta.

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

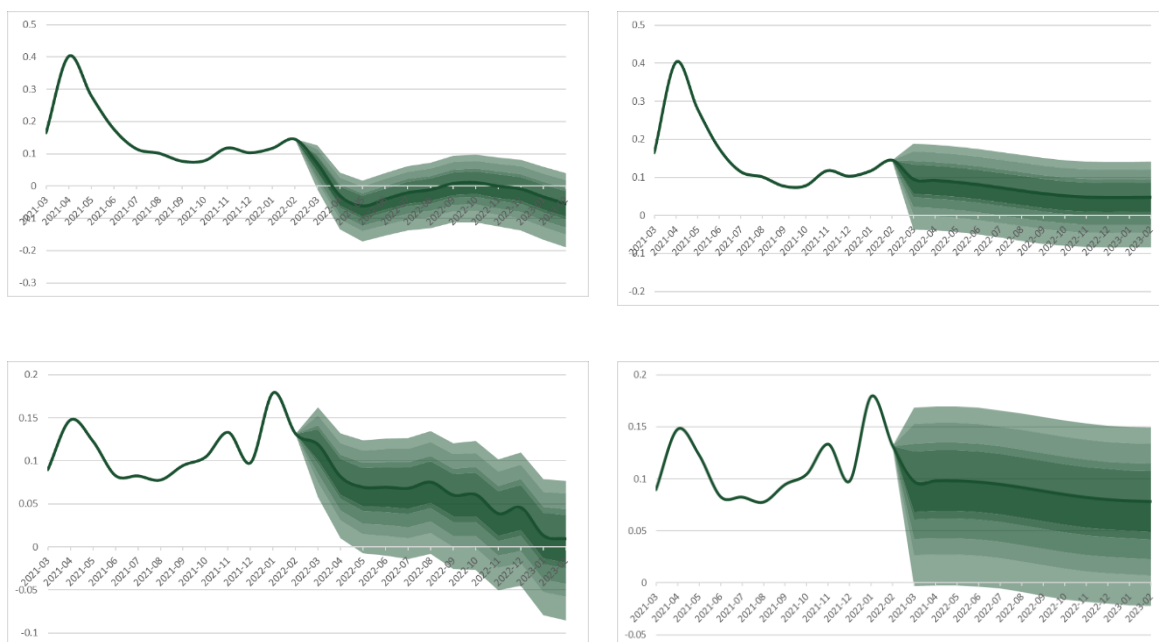
Błąd! Nie można odnaleźć źródła odwołania. ilustruje prognozy BC i ZC dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu uzyskane na podstawie modelu dla danych o częstotliwości miesięcznej. Ścieżka centralna prognozy BC wskazuje na wzrost wielkości produkcji z załamaniem dynamiki w marcu 2022 roku. Wyhamowanie 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.

Zgodnie z oszacowanymi wartościami prawdopodobieństw spadki produkcji są wykluczone jedynie w marcu 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 0,9 (wobec 0,84 z poprzedniej edycji raportu). Wyhamowanie, o którym mowa oraz możliwy scenariusz spadku, ma charakter krótkotrwały i będzie po części efektem odłożonych w czasie efektów wysokiej bazy produkcji z wiosny bieżącego roku. W 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 lat 2021 i 2022. Od marca 2022 roku należy się spodziewać 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 wynikami szanse na spadek w handlu są bardzo niskie osiągając najwyższą wartość na końcu horyzontu prognozy. To co odróżnia produkcję od handlu to wartość prawdopodobieństwa ujemnych dynamik, która w przypadku sprzedaży detalicznej nie przekracza 0,41 w lutym 2023 r.

Rysunek 36 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.

Ze względu na brak zmian w okresach składowych cyklicznych dla dynamiki produkcji przemysłowej, przebieg prognoz jest bardzo podobny w obydwu wariantach BC i ZC – dla wspólnego horyzontu wskazuje na wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej w całym horyzoncie prognozy. Według tego scenariusza odczyt z II 2022 roku jest najwyższy i wyznacza górny punkt zwrotny i punkt odwrócenia trendu. W całym horyzoncie prognozy do III 2023 roku należy spodziewać się malejących, ale nadal dodatnich, dynamik produkcji przemysłowej r/r.

Zasadniczo odmiennym scenariuszem charakteryzują się prognozy 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 cyklicznego¹³ jest nieco inny w obydwu wariantach estymacji. Ważniejszą obserwacją jest to, że obydwa zestawy danych generują inny scenariusz prognostyczny dla części wspólnej horyzontu prognoz. Ścieżka prognoz mająca punkt zaczepienia w końcówce roku 2019 (obserwacja z grudnia) wskazywała na odwrócenie trendu na początku roku 2020 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. Dane z okresu pandemii (I 2020 r. do II 2022 r.) zasadniczo zmieniły ten scenariusz. Należy obecnie spodziewać się wyhamowania dynamiki sprzedaży r/r do końca horyzontu prognozy.

Opisany powyżej scenariusz prognostyczny zbudowany przy wykorzystaniu komponentów cyklicznych uzupełnia analiza ryzyka na podstawie wykresów wachlarzowych. Pomimo konsekwentnego wyhamowania tempa produkcji w całym horyzoncie prognozy i wyhamowania sprzedaży, prawdopodobieństwa spadków r/r są relatywnie niskie. Na recesję pod koniec horyzontu prognozy bardziej narażona jest produkcja, ponieważ prawdopodobieństwo ujemnej dynamiki tempa zmian r/r osiąga wartość 0,18 w X 2022 r. i stabilizuje się na wartości 0,2 na końcu horyzontu prognozy. Prawdopodobieństwa spadków sprzedaży detalicznej nie przekraczają wartości 0,03 w całym horyzoncie prognozy (wobec 0,03 wskazanej w poprzedniej edycji raportu).

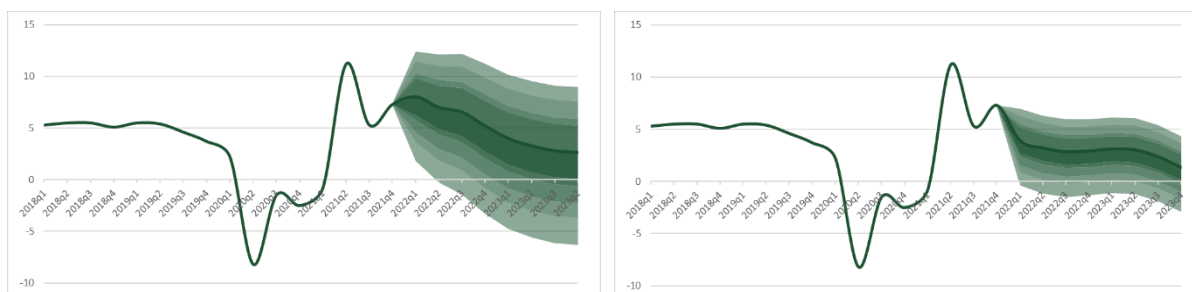
Ta wersja prognoz wskazuje zatem na wyhamowanie sprzedaży detalicznej w drugim półroczu przyszłego roku i konsekwentne hamowanie sektora produkcji w całym horyzoncie oraz możliwy spadek produkcji jesienią 2022 roku.

¹³ por. *Raport Makro* – tabela 2.20.

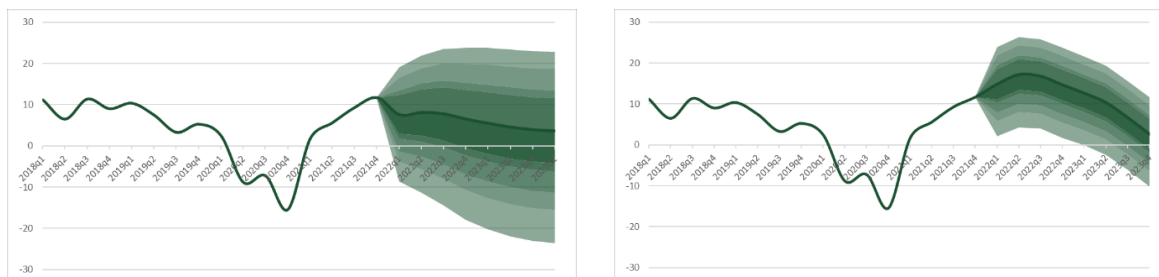
II.3 KRÓTKOOKRESOWA PROGNOZA PKB

Rysunek 37 przedstawia prognozę tempa wzrostu PKB na okres ośmiu kwartałów – także w wariacie BC oraz ZC. Nakreślony w niniejszej wersji raportu scenariusz makroekonomiczny nie jest już tak optymistyczny jak w poprzedniej edycji raportu. Wzrost gospodarczy powoli powraca do tempa sprzed pandemii i po okresie silnych wahań należy spodziewać się bardziej stabilnych odczytów wzrostu. Wydaje się, że ostatnie obserwacje z IV kwartału 2021 r. nie podlegają już efektowi bazy, który wywoływał silną wahliwość obserwacji w poprzednich kwartałach i uznać je można za względnie regularne. Może za tym przemawiać odpowiadający tym obserwacjom scenariusz prognostyczny zaprezentowany w poprzedniej edycji raportu. Obecnie scenariusz makroekonomiczny wskazuje na powolny powrót dynamiki wzrostu do odczytów sprzed pandemii. Zgodnie ze ścieżką centralną w I kwartale 2022 r. PKB będzie rósł (ze stopą roczną 8,03%), 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 w kilku najbliższych kwartałach jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych. Z wysokich, przekraczających wartość 8% r/r dynamik wzrostu PKB, ścieżka centralna prognoz dynamiki realnego PKB będzie maleć do poziomu około 2,65% r/r w IV kwartale 2023 r., wskazując na silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego, przed jakim stoi polska gospodarka. W tym aspekcie obecna prognoza nie jest zgodna ze scenariuszem z poprzedniej edycji raportu. Poprzednio wskazywaliśmy, że w okresie kilku kwartałów polska gospodarka powróci do ścieżki wzrostu na poziomie około 4% r/r.

Rysunek 37 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)

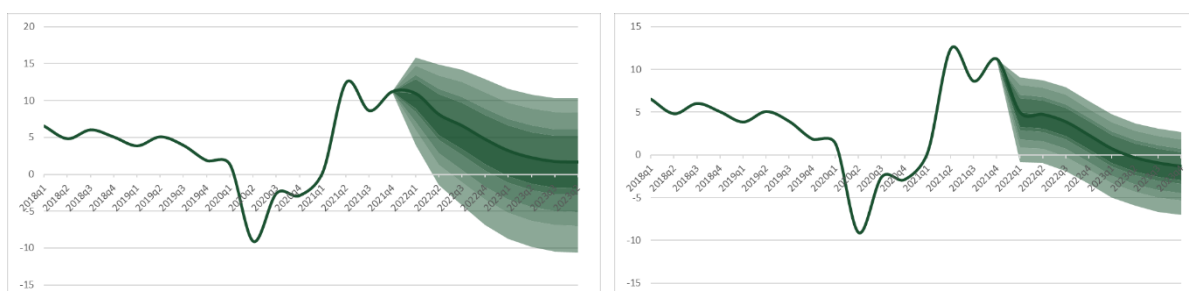


Rysunek 38 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)

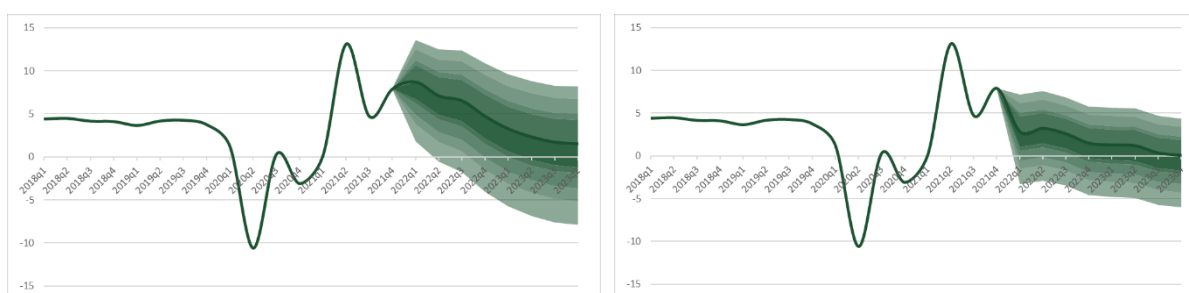


Źródło: Raport Makro.

Rysunek 39 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)



Rysunek 40 Spożycie gospodarstw domowych – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)



Źródło: Raport Makro.

Obecnie wskazujemy na możliwość silnego spowolnienia. Wolniejsze tempo wzrostu PKB w 2023 r. niż wynika to ze średniej z próby jest spowodowane możliwym powolnym wyczerpywaniem się potencjału źródeł wzrostu, które identyfikowaliśmy w poprzednich raportach. Zgodnie z wykresami wachlarzowymi i wartościami ścieżek centralnych, w najbliższych kwartałach polską gospodarkę czeka wyhamowanie popytu krajowego i spożycia gospodarstw domowych, odpowiednio do wartości 1,63% (popyt) i 1,53 (spożycie) w IV kwartale 2023 r. Tak silne ograniczenie popytu i spożycia ma negatywny efekt na wzrost gospodarczy. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe pozostaje na relatywnie wysokich odczytach w całym horyzoncie prognozy, jednak to źródło wzrostu gospodarczego też czeka hamowanie. Wyraźnie widoczne jest konsekwentne hamowanie tempa wzrostu 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 Makro*) na wyhamowanie (*III Raport Makro*). W obecnej edycji podobnie jak w *IV Raporcie Makro* efekt ten uległ wygaszeniu. Prognozy pozostają względnie stabilne i nie zmieniają się tak zasadniczo jak w poprzednich edycjach raportu.

Jedną z konsekwencji opisywanej powyżej niepewności są wartości prawdopodobieństwa, które nie wykluczają negatywnego scenariusza rozwoju polskiej gospodarki. Prawdopodobieństwa te rosną w całym horyzoncie prognozy do poziomu 0,25 w przypadku dynamiki PKB. Przeważa zatem scenariusz wzrostu w kolejnych kwartałach, jednak ryzyko wyhamowania i dalszej recesji nadal pozostaje na poziomach ostrzegawczych i prawdopodobieństwo takiego scenariusza zwiększyło się w porównaniu z poprzednią edycją raportu. Prognoza dynamiki inwestycji konsekwentnie pozostaje najbardziej niepewna. Prawdopodobieństwo spadku inwestycji jest wysokie w całym horyzoncie prognozy i rosnąc stabilizuje się na poziomie 0,38 w IV kwartale 2023 r. Główne źródła wzrostu, to jest popyt krajowy i spożycie gospodarstw domowych, też są narażone na spadki z prawdopodobieństwem sięgającym wartości około 0,38 i 0,35, wobec wartości 0,18 notowanej w poprzedniej edycji raportu.

Uwzględnienie komponentu cyklicznego dość istotnie modyfikuje powyższy obraz. Przebieg komponentu cyklicznego przez kwartały, w których występowało zjawisko pandemii, nie oddaje rzeczywistych wahań analizowanych dynamik. Kierunki są właściwe, jak również precyzyjnie jest określony dolny punkt zwrotny, przypadający na III kwartał 2020 r. Okres pandemii, zapoczątkowany w I kwartale 2020 r., 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 roku 2021 miała nastąpić odbudowa do około 4% w I kwartale 2021 r. oraz kolejna fala spowolnienia i wyhamowanie tempa wzrostu do około 2,5% w III kwartale 2023 r. Podobny przebieg mają prognozy punktowe uzyskane dla dynamik popytu krajowego, też na podstawie danych dostępnych do IV kwartału 2019 r.

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

	IQ2022	IIQ2022	IIIQ2022	IVQ2022	IQ2023	IIQ2023	IIIQ2023	IVQ2023
Dynamika PKB	8,0308	7,0044	6,5544	5,1972	3,9913	3,2755	2,8066	2,6492
	3,9220	3,2189	2,8602	2,9293	3,1318	3,0290	2,3761	1,3406
Nakłady brutto na śr. trwałe	7,5925	8,1017	7,7740	6,4991	5,4938	4,5741	3,9485	3,6338
	14,8642	17,1867	16,7552	14,6605	12,6437	10,3372	6,6484	2,6429
Popyt krajowy	10,9225	8,0959	6,5647	4,7132	3,1705	2,2281	1,7092	1,6347
	4,9766	4,7226	3,8515	2,2844	0,6950	-0,3347	-0,9502	-1,3420
Spożycie gosp. dom.	8,6949	7,0826	6,5175	4,6966	3,2453	2,3162	1,7065	1,5257
	2,8191	3,2219	2,5820	1,4795	1,2887	1,1913	0,3400	0,0683
Indukowany popyt zewnętrzny	5,1391	5,9129	6,544	5,6811	4,8121	4,3228	3,9039	3,6637
	2,8673	1,7152	1,8688	3,5742	5,5685	6,3927	5,7024	4,0232

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. Podobnie jak w poprzedniej edycji raportu, niezależnie od wykorzystanego zestawu danych, obydwie wersje prognoz wskazują na II kwartał 2022 r. jako górny punkt zwrotny (z dynamiką inwestycji na poziomie około 15-17% r/r), co oznaczać może w kolejnych kwartałach hamowanie dynamik występujące do końca horyzontu prognozy, gdzie jej wartość może przyjąć wartość nawet 0,6% r/r. Określenie II kwartału 2022 r. jako okresu szczytowego inwestycji, poprzedzonego możliwym odbiciem

w najbliższych dwóch kwartałach nie przekłada się na inne analizowane kategorie. Niezależnie od wariantu wykorzystanych danych, od I kwartału 2022 r. nastąpi hamowanie do końca horyzontu prognozy dynamiki PKN, spożycia gospodarstw domowych i popytu krajowego.

Prognozy dla dynamiki spożycia gospodarstw domowych wskazują na konsekwentne hamowanie od I kwartału 2022 roku do końca horyzontu prognozy, gdzie dla IV kwartału 2023 r. przewidujemy wartość dynamik rocznych na poziomie bliskim zero.

Podobnie jak w poprzedniej edycji raportu, obserwujemy brak wyraźnego trendu w prognozowanych wartościach dynamik popytu zewnętrznego. Tempo wzrostu tej kategorii jest silniejsze w porównaniu z popytem krajowym. Najniższych wartości należy spodziewać się w II lub III kwartale 2022 r. Od tego momentu opisywany scenariusz prognostyczny wskazuje na odbudowę zewnętrzną i konsekwentne wyższe dynamiki r/r do końca horyzontu prognozy. Na końcu horyzontu prognozy, dynamika popytu zewnętrznego stabilizuje się na wartości około 4% r/r. Uzyskane rezultaty należy interpretować w ten sposób, że przy silnym hamowaniu popytu krajowego, wolniejsze wyhamowanie tempa wzrostu PKB w całym horyzoncie prognozy jest wspierane przez czynniki zewnętrzne i ich pozytywny wpływ na koniunkturę. Wniosek ten jest tożsamy z tym, który zaprezentowano w poprzedniej edycji raportu oraz jest zgodny z projekcją wykonaną na podstawie modelu z wyłączonym komponentem cyklicznym.

Ocenę niepewności omawianego scenariusza dopełniają wykresy wachlarzowe. Możliwe perspektywy wzrostu gospodarczego są bardziej precyzyjnie określone przez model z włączonym komponentem cyklicznym, w porównaniu z prognozą bez tego komponentu. Mamy jednak do czynienia z dużym zróżnicowaniem skali niepewności. Oszacowane prawdopodobieństwa spadku r/r analizowanych kategorii realnych wskazują na podobne szanse ujemnej dynamiki PKB jak w scenariuszu bez komponentu cyklicznego (odpowiednie prawdopodobieństwo wynosi tutaj 0,23). O ile tam na uwagę zasługiwało jedynie dość wysokie prawdopodobieństwo spadku nakładów brutto na środki trwałe, to w omawianym tutaj scenariuszu ryzyko spadku popytu krajowego, inwestycji i spożycia gospodarstw domowych jest w drugiej połowie 2023 r. bardzo wysokie. Podobnie jak w przypadku projekcji z wyłączonym komponentem cyklicznym, czynniki, które dotychczas napędzały wzrost, czyli popyt krajowy oraz konsumpcja mogą ulegać kurczeniu się w drugiej połowie 2023 r. W tym względzie, podobnie jak w poprzedniej edycji raportu, omawiany scenariusz jest bardziej pesymistyczny, gdyż wskazuje na zagrożenia i możliwe napięcia na rynku wewnętrznym, jednocześnie wskazując, że jedynie odbudowa światowej koniunktury może uratować polską gospodarkę przed kolejną recesją, tym razem o charakterze cyklicznym a nie szokowym, jak to miało miejsce w 2020 r.

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 zmniejszała 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. Wymiarem 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)¹⁴ oraz regionalnego barometru upadłości (RBU)¹⁵ 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 odsetka sądowych postępowań upadłościowych (OU) wskazuje na silny wzrost jego wartości w III kw. 2021 r., co potwierdza wysoka wartość tempa zmian zarówno OU, jak i SPU, następnie w IV kw. 2021 r. odnotowano również wzrost SPU i OU lecz jedynie w relacji r/r, natomiast kw./kw. nastąpiło przełamanie trendu wzrostowego. Po optymistycznym spowolnieniu III kw. 2021 r., w IV kw. 2021 r. również odnotowano optymistyczne spowolnienie tempa wzrostu r/r, wskazując na wyhamowanie trendu wzrostowego, który trwał od IV kw. 2016 r.

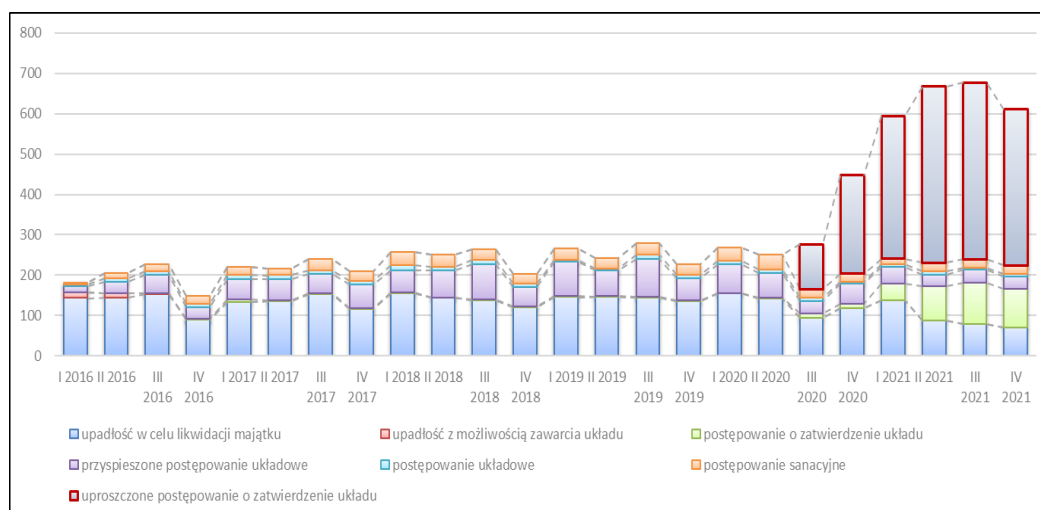
Widoczny wzrost r/r z postępowań upadłościowych odnotowano w IV kw. 2021 r. – z 448 do 611. Spowodowany był on jeszcze turbulentną sytuacją rynkową wynikającą z ograniczeń panujących w związku z sytuacją pandemiczną utrzymującą się od ponad 1,5 roku. Zgodnie z ustawą z dnia 19 czerwca 2020 r. wprowadzono nowe postępowanie nazwane „uproszczonym postępowaniem restrukturyzacyjnym”, które od 1 grudnia 2021 r. zostało na stałe w polskim porządku prawnym jako postępowanie o zatwierdzenie układu (PZU). Dotychczasowa atrakcyjność tego typu postępowania spowodowała, że już w pierwszym kwartale funkcjonowania dokonano 111 ogłoszeń, następnie aż 245 postępowań w IV 2020 r.; aż 354 w I kw. 2021 r. i 436 w II kw. 2021 r., 438 w III kw. 2021 r. oraz

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

¹⁵ 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.

387 w IV kw. 2021 r. Wprowadzenie uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego spowodowało znaczącą zmianę struktury postępowań wynikającą z dużego zainteresowania tą formą i w efekcie w III kw. 2020 r. stanowiły one już 40% wszystkich postępowań, a w IV kw. 2020 r. – ponad 54%, w I kw. 2021 r. – 59% i w II kw. 2021 r. – 65%, w III kw. 2021 r. – 65%, a w IV kw. 2021 r. 63%. W IV kw. 2021 roku zanotowano jedynie wzrost liczby postępowań o zatwierdzenie układu oraz uproszczonych postępowań restrukturyzacyjnych – Rysunek 41.

Rysunek 41 Liczba upadłości ze względu na rodzaj postępowania w okresie I kw. 2016 r. – IV 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 najczęściej sądowych postępowań upadłościowych w IV kw. 2021 r. odnotowano w działalności usługowej (181), następnie w produkcyjnej (120) i w handlowej (109). W IV 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 produkcji i pozostałych rodzajach działalności. W strukturze sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw w IV kw. 2021 r. 29,67% to postępowania wszczynane wobec przedsiębiorstw usługowych, 17,89% wobec handlowych i 19,67% wobec produkcyjnych.

UPADŁOŚCI W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Wbrew wcześniejszym przypuszczeniom pandemia COVID-19 nie wywołała, jak dotychczas, katastrofalnego przyspieszenia skali zjawiska upadłości. W szczególności, dane dla największych gospodarek (por. Rysunek 42) wskazują na wciąż niezbyt poziom tego zjawiska, choć w niektórych z nich (Niemcy, Włochy) – także na pewne oznaki przyspieszenia, a Wielkiej Brytanii znaczące.

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, wciąż nie jest opanowana w niektórych krajach, w tym, w Chinach,
- ze względu na jej skutki rządy często podejmowały dyskrecjonalne działania ratunkowo-naprawcze wobec firm, niejednokrotnie wspomagając też te przedsiębiorstwa, które w zwykłych warunkach

upadłyby. Jednocześnie efekty tych działań dla całego SPN w wielu gospodarkach utrzymują się, choć należy oczekiwać ich słabnięcia, które może „odsłonić” faktyczną kondycję SPN,

- 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 w okresie roku – dwóch lat 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.

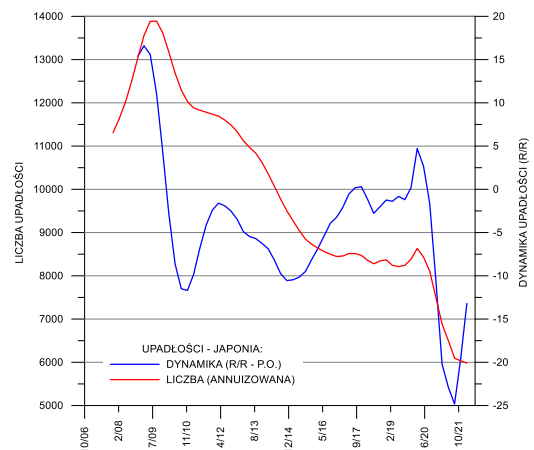
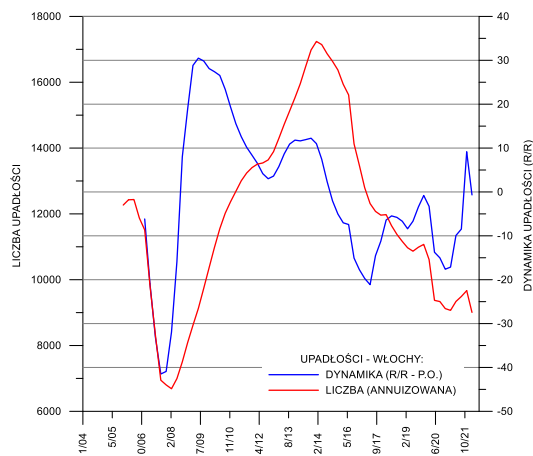
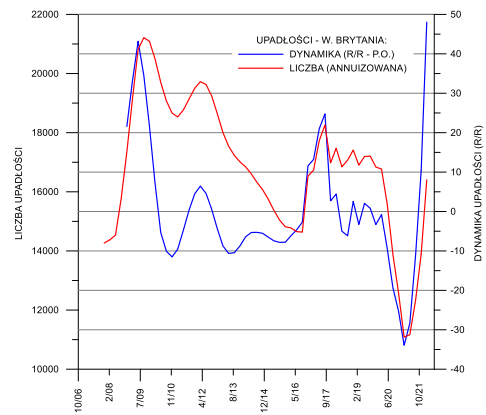
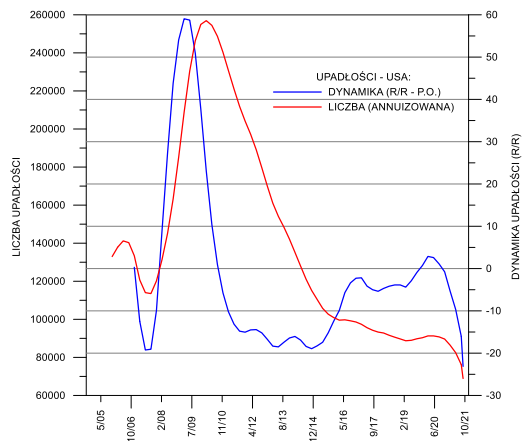
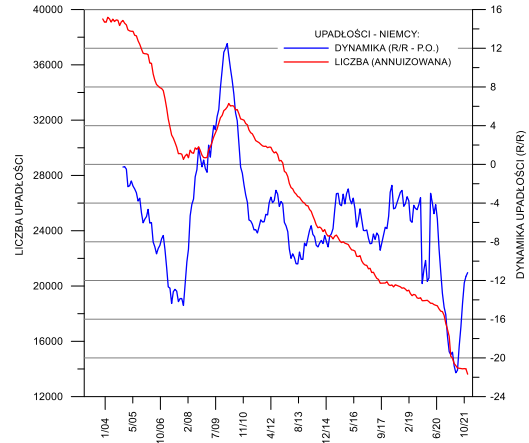
Mimo powyższych trudności część ośrodków zdecydowała się na opublikowanie prognoz na 2022 r. Jedną z charakteryzujących się szerszym zakresem podmiotowym jest opracowana przez grupę Alianz, Euler-Hermes¹⁶. W jej świetle należy spodziewać się, że globalny indeks niewypłacalności (GII), po dwóch latach spadku, wzrośnie w 2022 r. o ok. 15%. Proces ten nie będzie przebiegał jednak równomiernie w poszczególnych grupach krajów i samych krajach (por. Rysunek 43). Relatywnie wysokiej dynamiki upadłości należy spodziewać się w Europie: tak Zachodniej, jak i w części Środkowo-wschodniej. Sytuacja w Polsce, po okresie przyspieszenia w 2021 r., powinna być – w świetle tej prognozy – stabilna (nieznaczny wzrost indeksu).

Mniej jednoznaczne niż w poprzedniej edycji raportu prognozy na 2022 r. i na 2023 r. sformułował w kwietniu 2022 r. Atradius¹⁷. W świetle tej analizy stymulować proces upadłości może z jednej strony wycofanie lub znaczne ograniczenie pakietów pomocowych dla gospodarek, a z drugiej – zanikające działanie wcześniej udzielanego wsparcia. 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 problem upadłości może istotnie nasilić się w 2022 r. w gospodarkach USA, Portugalii, Singapuru, Holandii (wzrosty przekraczające nawet 50% w stosunku do 2021 r.). Wg tych szacunków w Polsce liczba upadłych firm wzrośnie jednak jedynie o 11% r/r. Jest to wielkość wyraźnie niższa od obserwowanych w wielu krajach najwyżej rozwiniętych (por. Rysunek 44), ale i zdecydowanie wyższa niż w okresie przedpandemicznym (por. Rysunek 45). Raport przewiduje natomiast pewną normalizację zjawisk upadłości w 2023 r.

¹⁶ Euler-Hermes, *Insolvencies: We'll be back*, October 2021.

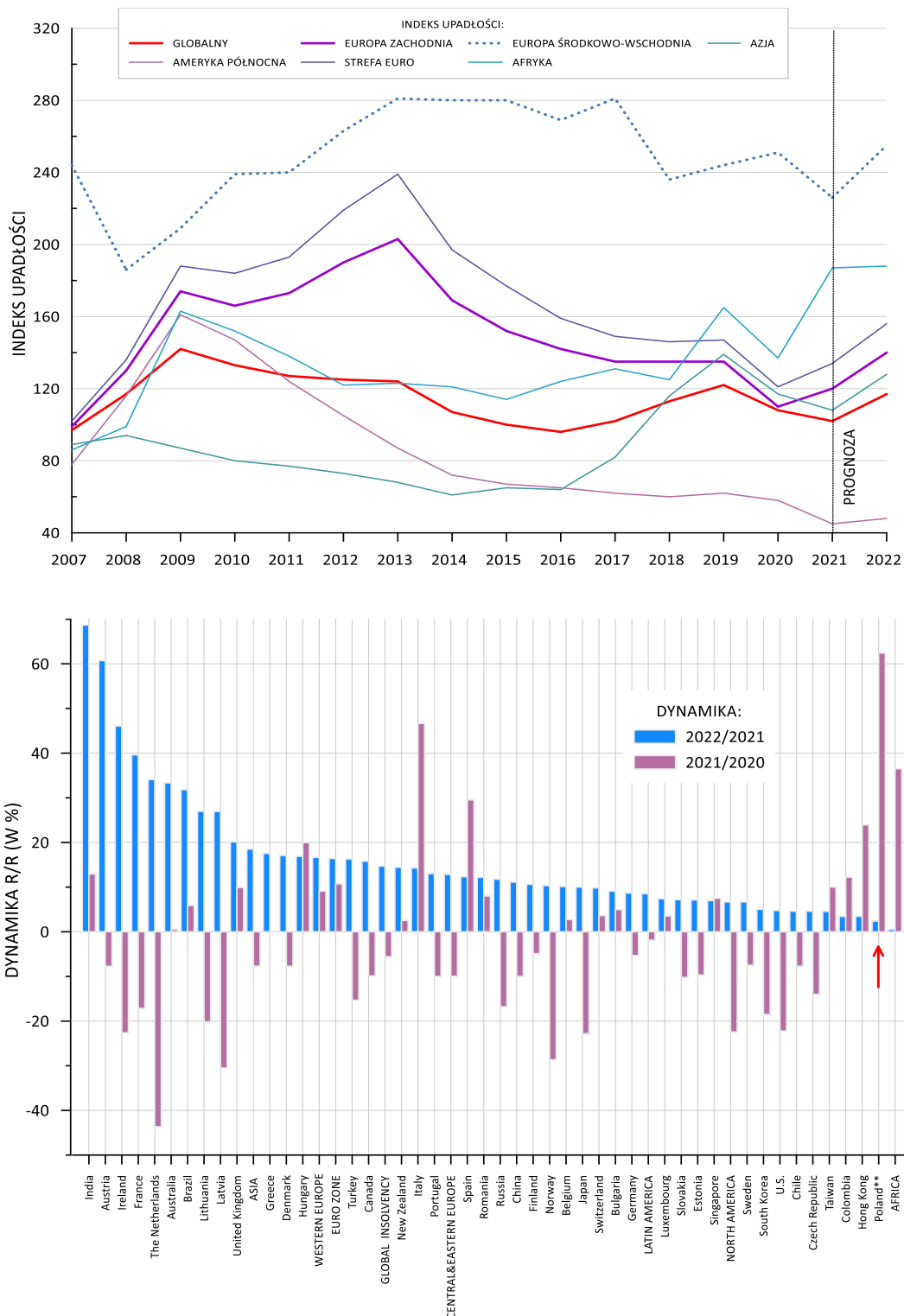
¹⁷ por. Atradius Economic Research – April 2022.

Rysunek 42 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)



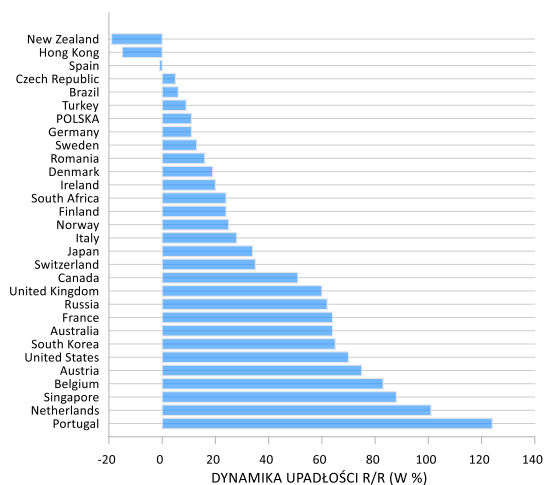
Źródło: obliczenia własne na danych Trading Economics i danych krajowych Urzędów Statystycznych.

Rysunek 43 Indeks upadłości globalny i w grupach krajów: wartość (górny panel) i dynamika (dolny panel). Stan obecny i prognozy

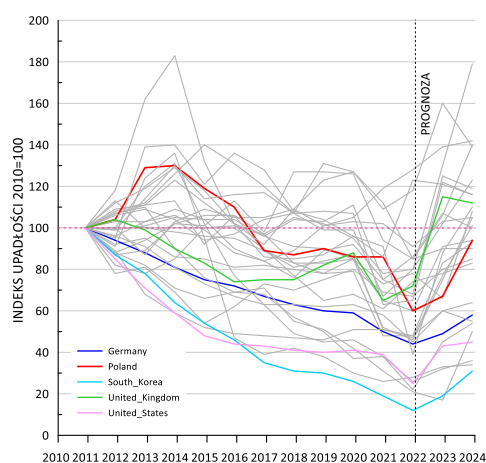


Źródło: obliczenia własne na danych Euler Hermes.

Rysunek 44 Prognoza dynamiki upadłości na 2022 r. w wybranych gospodarkach – dynamika r/r



Rysunek 45 Prognoza upadłości na lata 2022-23 w wybranych krajach Świata – 2010=100



Źródło: *A turn of the tide in insolvencies*. Atradius Economic Research – April 2022.

Gdyby przyrzeć się ewolucji procesu upadłości w dłuższym horyzoncie, przyjmując jako punkt odniesienia 2010 r., to jest widoczne, że dla większości analizowanych gospodarek ostatnia dekada była okresem spadku poziomu tego zagrożenia. Polska, po przejściowym jego wzroście w pierwszej połowie tego okresu, też należała do grupy państw, w których poziom upadłości w 2022 r. będzie wyraźnie poniżej wartości początkowych. Prognoza przewiduje jednak wzrost zagrożenia w 2023 r., choć do wielkości poniżej wartości referencyjnej.

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

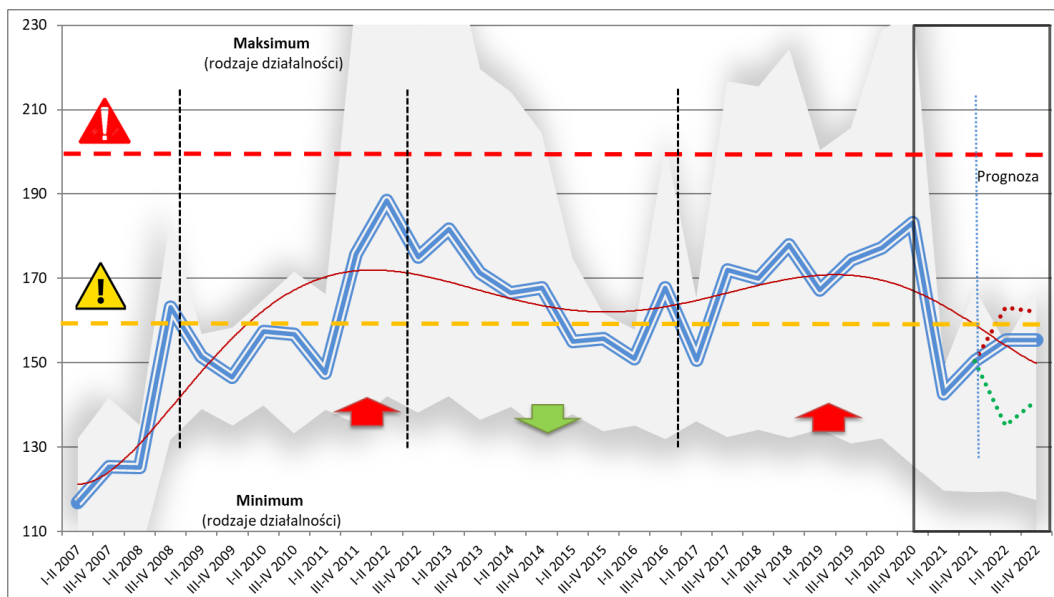
W II p. 2021 r. nastąpił spadek zagrożenia w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (-18,0% r/r). Wzrost nastąpił natomiast w stosunku do poprzedniego półrocza (+4,9% o/o). Pomimo tego, stopień zagrożenia (150) pozostaje poniżej poziomu ostrzegawczego. Prognoza krótkoterminowa dla scenariusza neutralnego zakreśla wzrost zagrożenia (średnia roczna +6,0%), nadal przy poziomie niższym od ostrzegawczego (155). Scenariusz pesymistyczny zakłada szybszy wzrost zagrożenia (+10,5%) i przekroczenie progu ostrzegawczego (162), a optymistyczny ze względu na raczej brak powtórzenia sekwencji i wielkości amplitudy wahań ostatnich okresów jest najmniej prawdopodobny.

W formułowaniu ocen dotyczących przyszłej sytuacji przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na poszerzający się katalog ryzyk i silnie pogłębiający się co do ich wysokości, których efektem jest obniżenie wskaźników wyprzedzających koniunktury, tak w polskiej, jak i światowej gospodarce.

W ujęciu klas wielkości korzystne zmiany w II p. 2021 r. (r/r) dotyczyły przedsiębiorstw małych, średnich, a zwłaszcza dużych, natomiast według rodzajów działalności znaczna poprawa sytuacji miała miejsce głównie w usługach (-37,3% r/r), a w niewielkim stopniu w produkcji i handlu. Prognoza krótkookresowa przynosi największy wzrost średniego rocznego zagrożenia w przedsiębiorstwach małych (+7,5%) oraz niewielki w średnich (+1,2%), a w dużych znikomy (0,2%).

Generalnie, w II p. 2021 r. ocena bilansu zmian jest wysoce pozytywna ze względu na znaczną przewagę tych korzystnych w ujęciu sekcji PKD. Dotyczy to w szczególności zakwaterowania i gastronomii (sekcja I), górnictwa i wydobywania (sekcja B) oraz informacji i komunikacji (sekcja J). Natomiast znaczne pogorszenie sytuacji miało miejsce w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię (sekcja D), a w mniejszym stopniu w finansach i ubezpieczeniach (sekcja K).

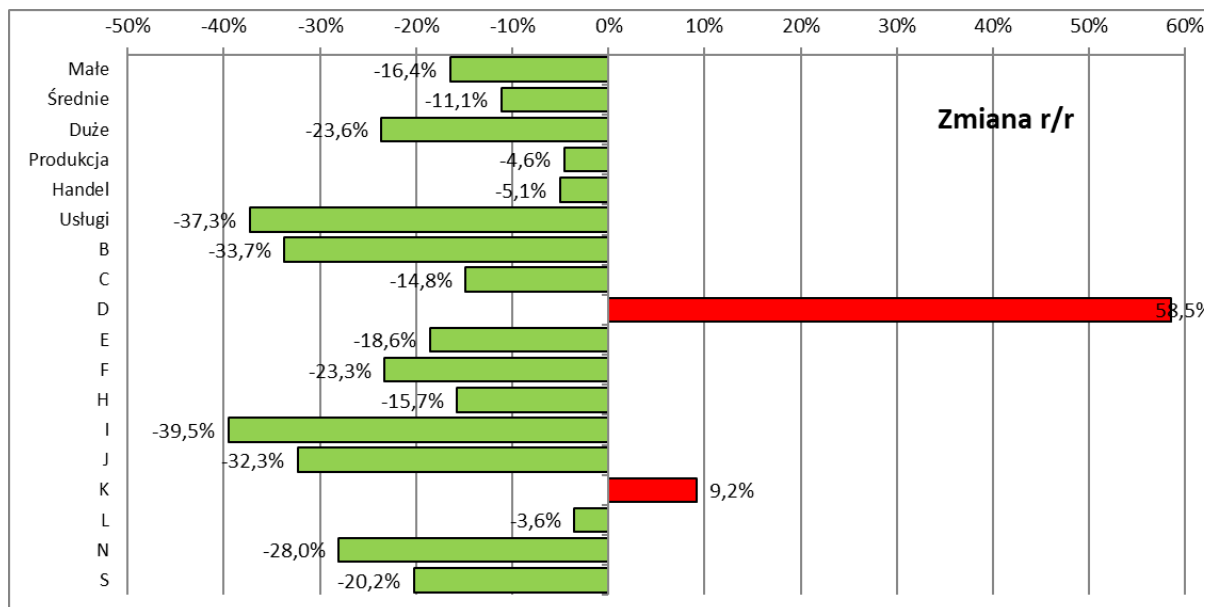
Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.



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.

Rysunek 47 Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w II p. 2021 r. (tempo w %, r/r)

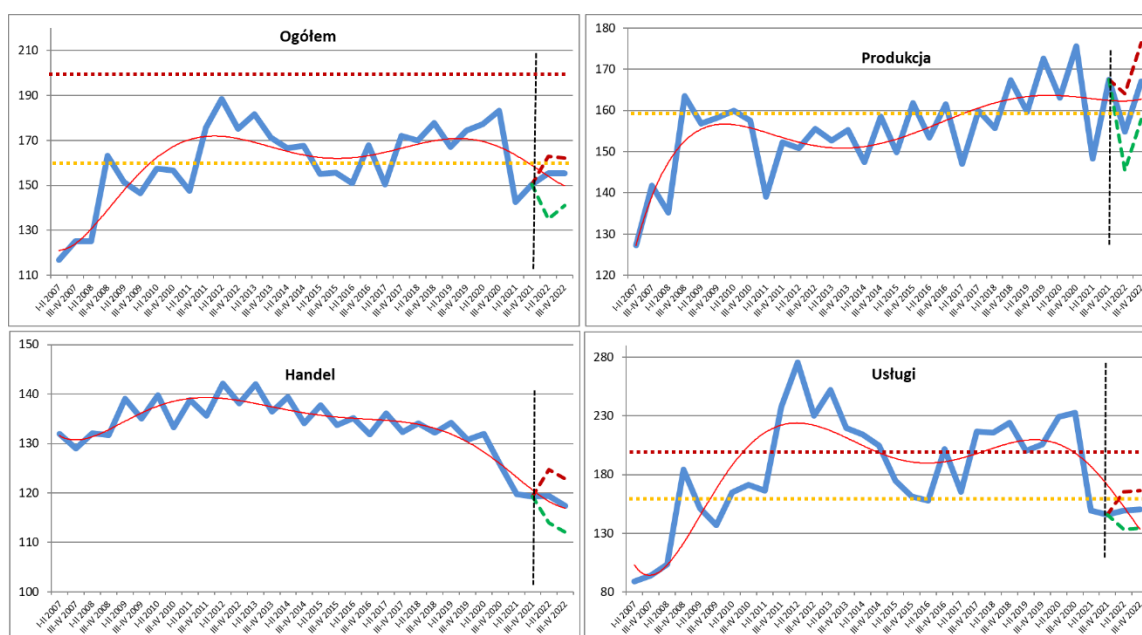


Sekcje PKD (nazwy skrócone): B – górnictwo i wydobywanie, C – przetwórstwo przemysłowe, D – wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, E – dostawa wody, gosp. ściekami i odpadami, F – budownictwo, G – handel (sekcja tożsama z rodzajem działalności), H – transport i gospodarka magazynowa, I – zakwaterowanie 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 sekcjach PKD (działach gospodarki narodowej) czteroetapowa analiza stopnia zagrożenia pozwoliła na wskazanie poziomu 13 działów PKD, które cechowały się trwałością zagrożenia (6 w produkcji i 7 w usługach). Dla 13 działów PKD (6 w produkcji i 7 w usługach) prognoza wskazuje na utrzymanie się wysokiego stopnia zagrożenia i dla jedynie 5 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. Niekorzystna utrzymująca się sytuacja wraz z niekorzystną prognozą obserwowana była w działach PKD 33 i 64.

Rysunek 48 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.) według rodzaju działalności



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

Źródło: *Raport Mikro*.

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). Dynamika zmian jednak osłabła i miara PD w II p. 2021/2020 r. względem I p. 2021/2020 r. zmalała o -7,3% r/r. Spadki dotknęły głównie płynności bieżącej i szybkiej oraz wskaźnika samofinansowania.

Przedsiębiorstwa handlowe także poprawiły w sposób ponadproporcjonalny rentowność operacyjną sprzedaży i aktywów oraz wypłacalność, ale miara PD zmalała w tych przedsiębiorstwach w II p. 2021/2020 r. o -33,2% względem I p. 2021/2020 r.

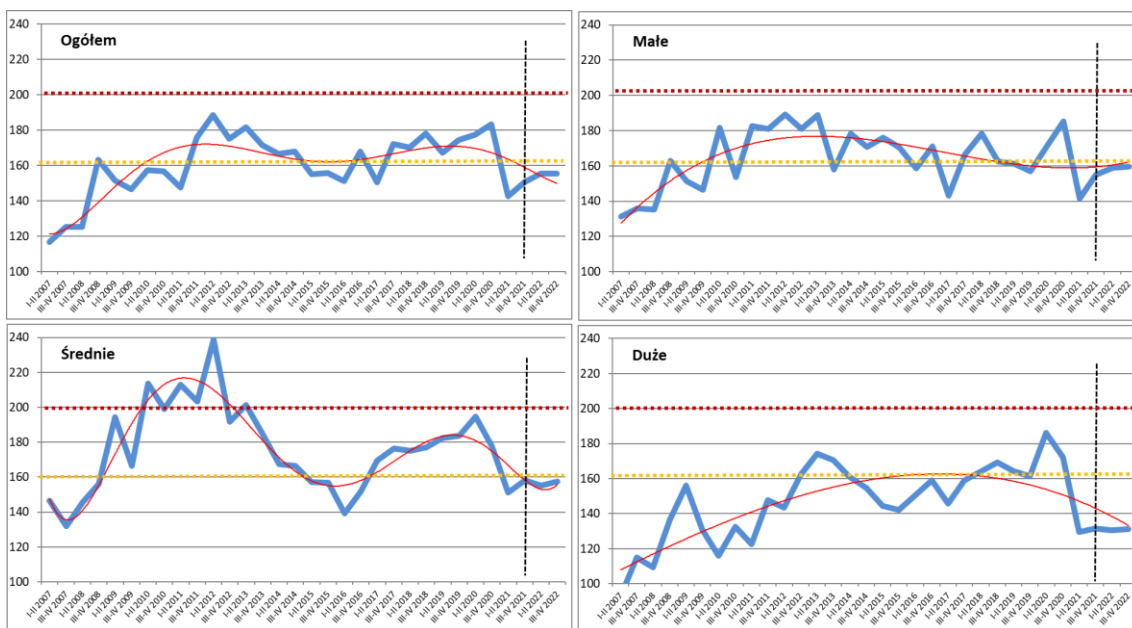
Najkorzystniej ułożył się obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw usługowych, bowiem miara PD zmalała w II p. 2021/2020 r. w stosunku do I p. 2021/2021 r. tylko o -3,7%. Poza niewielką niekorzystną zmianą w zakresie cyklu należności, nie wystąpiły żadne negatywne zmiany pozostałych analizowanych wskaźników finansowych, a ponadproporcjonalny wzrost dotyczył rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów oraz wypłacalności.

Przy wzroście do poprzedniego okresu (+4,9% o/o), stopień zagrożenia w II p. 2021 r. spadł względem analogicznego okresu roku poprzedniego (-18,0% r/r), co było spowodowane korzystnym rozwojem sytuacji we wszystkich klasach wielkości przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwa małe odnotowały w tym okresie spadek zagrożenia (-16,2% r/r), poprzedni odczyt był także korzystny. Poprawa sytuacji w ostatnim okresie była skokowa (przy spadku średniej rocznej o -16,9%), a ostatni odczyt sygnalizuje wzrost zagrożenia o/o do poziomu ostrzegawczego i hamuje długookresową tendencję spadkową stopnia zagrożenia. Prognoza zakłada możliwy wzrost wartości średniej rocznej zagrożenia (+7,5%).

Przedsiębiorstwa średnie wykazały spadek zagrożenia w II p. 2021 r. (-11,2% r/r, średni roczny -17,0%), przy poprzednim także korzystnym odczycie. Kulminacja średniookresowej tendencji wzrostowej przypadła na I p. 2020 r., po czym miała miejsce skokowa poprawa postpandemiczna. Prognoza krótkookresowa zakłada względną stabilizację i wzrost średniej wartości rocznej stopnia zagrożenia (+1,2%).

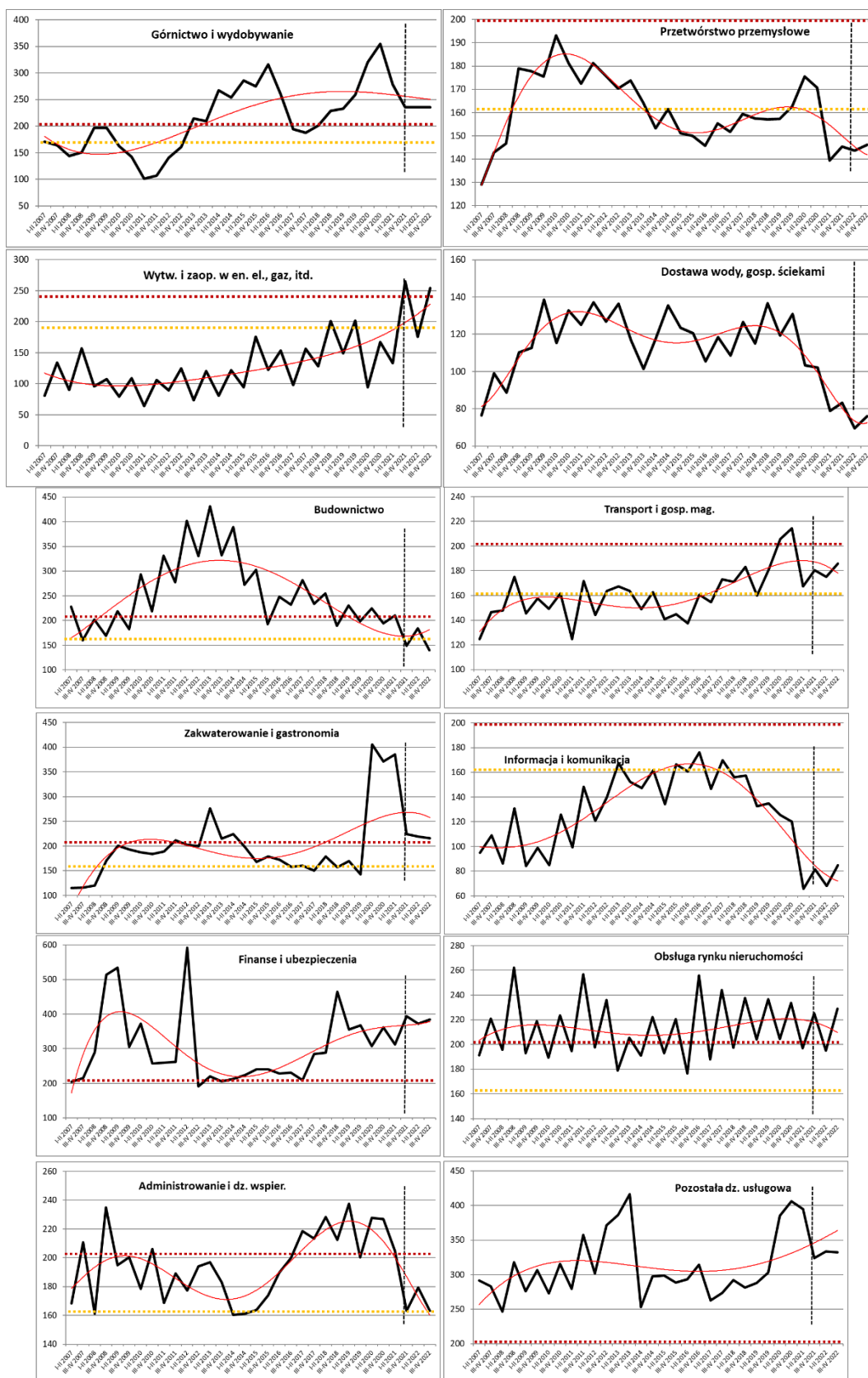
Rysunek 49. Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r. według klas wielkości



Źródło: Raport Mikro.

Przedsiębiorstwa duże w II p. 2021 r. odnotowały znaczny spadek stopnia zagrożenia (-23,3% r/r), poprzedni odczyt był korzystny, a średnia roczna zmalała o -27,2%. Zmiany te przerwały długookresową tendencję wzrostu stopnia zagrożenia, a trudna do wyznaczenia prognoza krótkookresowa zakłada w wysoce zmiennych warunkach względną stabilizację (wzrost średniej rocznej +0,2%).

Rysunek 50 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II 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 śląskie, dolnośląskie oraz zachodniopomorskie, dla usług – zachodniopomorskie, mazowieckie i śląskie, a dla handlu w żadnym województwie nie odnotowano wysokiego i ostrzegawczego poziomu zagrożenia i jedynie w województwie lubelskim odnotowano wzrost wartości zagrożenia. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że województwo zachodniopomorskie, mazowieckie 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 II p. 2021 r.

Województwo	Ogółem	Stopień zagrożenia (MW)	Produkcja	Handel	Usługi
zachodniopomorskie	1	184	3	7	1
mazowieckie	2	131	4	2	2
śląskie	3	150	1	16	5
dolnośląskie	4	124	2	1	8
łódzkie	5	173	12	14	3
warmińsko-mazurskie	6	94	7	15	9
wielkopolskie	7	225	8	6	6
lubelskie	8	122	10	4	7
podlaskie	9	121	15	13	4
kujawsko-pomorskie	10	147	14	9	10
świętokrzyskie	11	118	9	5	13
lubuskie	12	199	5	8	16
opolskie	13	128	6	10	14
podkarpackie	14	150	11	12	12
pomorskie	15	150	16	11	11
małopolskie	16	250	13	3	15

Źródło: Raport Mikro.

IV.3 ANALIZA TRAFNOŚCI PROGNOZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

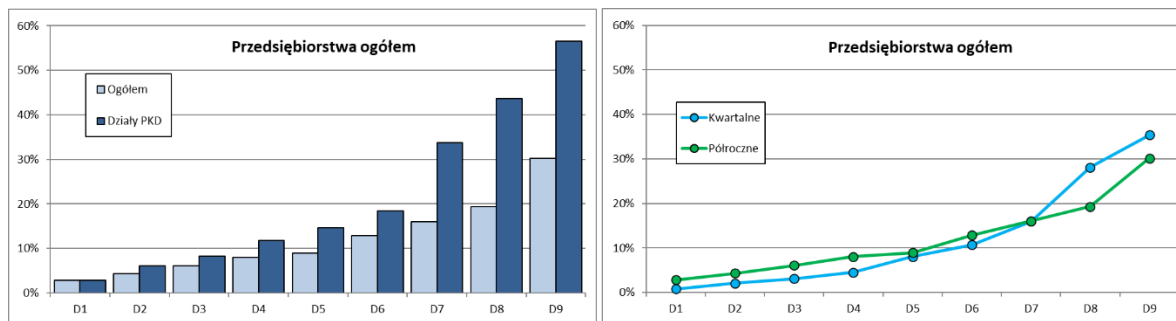
Ocena trafności prognoz punktowych stopnia zagrożenia wykorzystuje podejście zaprezentowane w *Raporcie metodologicznym* – dotyczy oceny skali oraz kierunku odchyień wygastej prognozy względem realizacji zmiennej prognozowanej. Ze względu na wielość wykonywanych prognoz (przekroje względem rodzaju działalności, 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 (II p. 2021 r.) dla zbioru ogółem przedsiębiorstw mediana (50% prognoz) wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 8,9%, natomiast w obrębie zbioru działów PKD, mediana wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 14,6%.

Ocena indywidualnych procentowych błędów prognoz wskazuje, że ich wartości są najniższe dla działalności handlowej i produkcyjnej (4-5%), natomiast najwyższe dla działalności usługowej (8%).

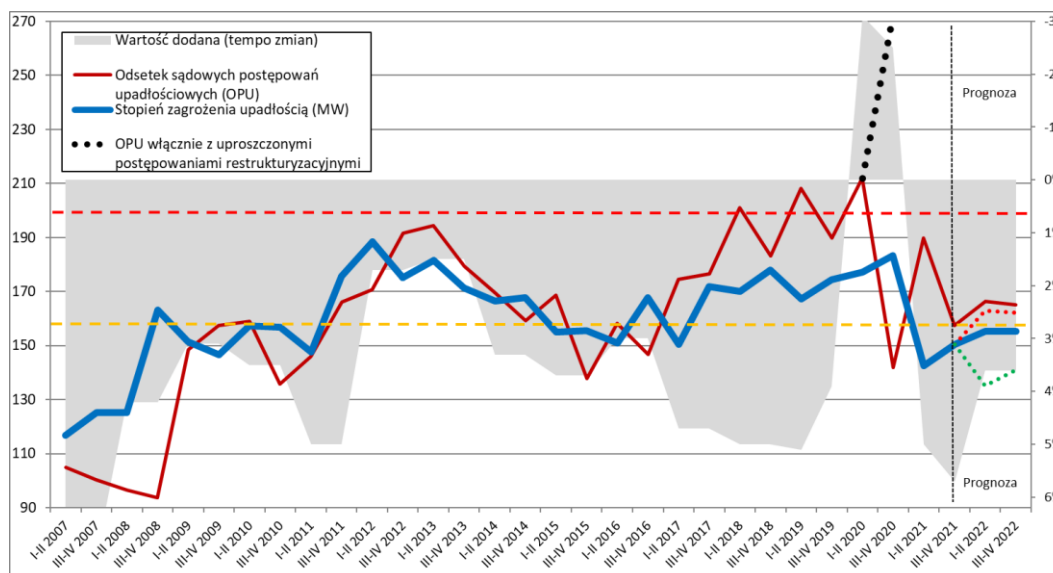
Dla wykonanych prognoz IV kw. 2021 r. dla przedsiębiorstw średnich i dużych mediana wartości bezwzględnych procentowych błędów prognoz wyniosła 8,0% (dla średnich 10,7% i dla dużych 8,0%).

Rysunek 51 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 52 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie II 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). 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) – obie miary są wysoko skorelowane (współczynnik korelacji liniowej $r=0,59$). Krótki szereg czasowy uwzględniający wprowadzone uproszczone postępowania restrukturyzacyjne (od 1.12.2021 r., poprzedzone od 1.07.2020 r. uproszczonym postępowaniem o zatwierdzenie układu) uniemożliwia badanie współzależności, także wobec braku informacji o stopniu zatwierdzania UPR lub ich wycofania (Rysunek 46).

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 wcześniej 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 13 działów PKD, które cechowały się trwałością zagrożenia (6 w produkcji i 7 w usługach). Dla 13 działów PKD (6 w produkcji i 7 w usługach) prognoza wskazuje na utrzymanie się wysokiego stopnia zagrożenia i dla jedynie 5 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. Niekorzystna utrzymująca się sytuacja wraz z niekorzystną prognozą obserwowana była w działach PKD 33 i 64.

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;
- produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli PKD 29;
- produkcję pozostałego sprzętu transportowego PKD 30;
- naprawę, konserwację i instalowanie maszyn i urządzeń PKD 33;
- magazynowanie i działalność usługową wspomagającą transport PKD 52;
- zakwaterowanie PKD 55;
- działalność związaną z produkcją filmów, nagrań wideo, programów telewizyjnych, nagrań dźwiękowych i muzycznych PKD 59;
- finansową działalność usługową, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy PKD 64;
- 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.

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	II 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	✓	✓	✓	✓
26 PRODUKCJA KOMPUTERÓW, WYROBÓW ELEKTRONICZNYCH I OPTYCZNYCH	✓	✓	✓	✓
29 PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, PRZYCZEP I NACZEP, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI	✓	✓	✓	✓
30 PRODUKCJA POZOSTAŁEGO SPRZĘTU TRANSPORTOWEGO	✓	✓	✓	✓
33 NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ	✓	✓	✓	✓
35 WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, PARĘ WODNĄ, GORĄCĄ WODĘ ...	✓	✓	✓	✓
DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA				
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSENIEM BUDYNKÓW	✓	✓	✓	✓
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 3

Do wyboru działów PKD wykorzystano analizę trwałości i prognozy zagrożenia, analizę profili i metodę DD, przy pomocy której wyodrębniono dla przedsiębiorstw ogółem te działy PKD, w których odnotowano trwały wysoki stopień zagrożenia, utrzymującą się niekorzystną prognozę oraz bieżący wysoki stopień zagrożenia. Przeprowadzona analiza ze względu na „efekt bazy” pozwoliła na wskazanie jedynie 3 działów PKD, w których utrzymuje się niekorzystna sytuacja.

Wśród działów PKD zakwalifikowanych jako szczególnie zagrożone upadłością w II p. 2021 r. wskazano 3 działy PKD, w tym 2 z działalności produkcyjnej i 1 z działalności usługowej. Dział PKD 9 dodatkowo został wskazany przy wykorzystaniu metody DD oraz był wskazany w poprzednim półroczu. Pozostałe dwa działy PKD (33 i 64) wskazano pierwszy raz w II p. 2021 r. Żaden z działów wskazanych w poprzednich dwóch półroczach, z wyjątkiem działu PKD 9, nie został wskazany w II p. 2021 r., co potwierdza obserwowaną poprawę sytuacji.

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

Działy PKD	III-IV 2020	I-II 2021	III-IV 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	√		
33 NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ			√
PRZEDSIĘBIORSTWA USŁUGOWE			
41 ROBOTY BUDOWLANE ZWIĄZANE ZE WZNOSZENIEM BUDYNKÓW	√	√	
42 ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ		√	
55 ZAKWATEROWANIE	√		
56 DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA ZWIĄZANA Z WYŻYWIENIEM		√	
59 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z PRODUKCJĄ FILMÓW, NAGRAŃ WIDEO, PROGRAMÓW TELEWIZYJNYCH, NAGRAŃ DŹWIĘKOWYCH I MUZYCZNYCH	√		
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		√	

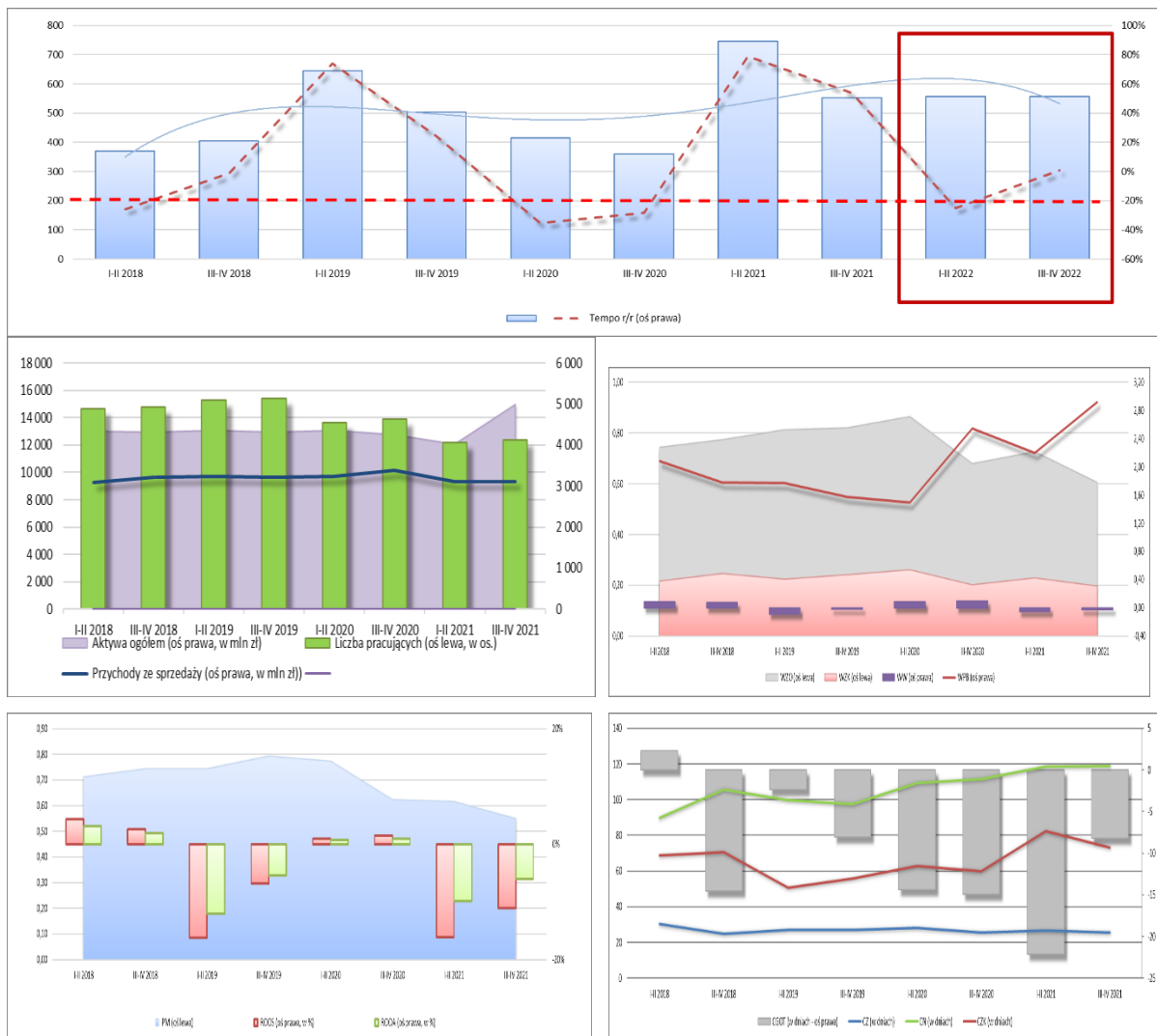
Uwagi: x – zaklasyfikowany w danym okresie poza wzorcem I, √ – zaklasyfikowany w danym okresie do wzorca I.

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 9 – Działalność usługowa wspomagająca wydobywanie

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

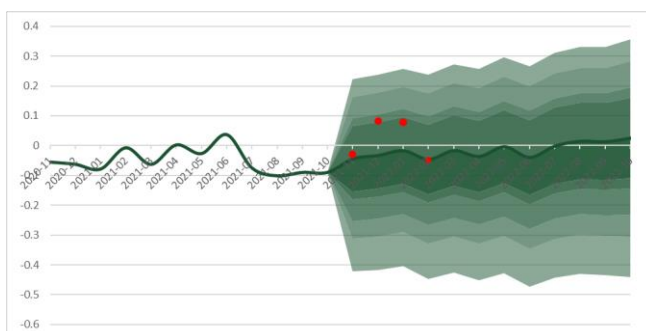
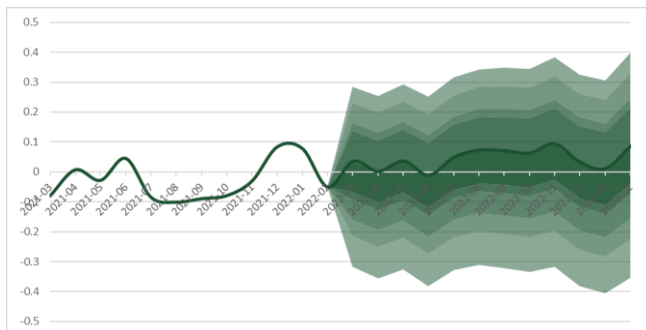
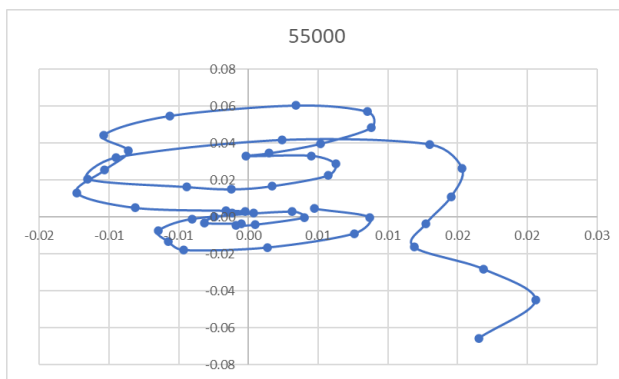
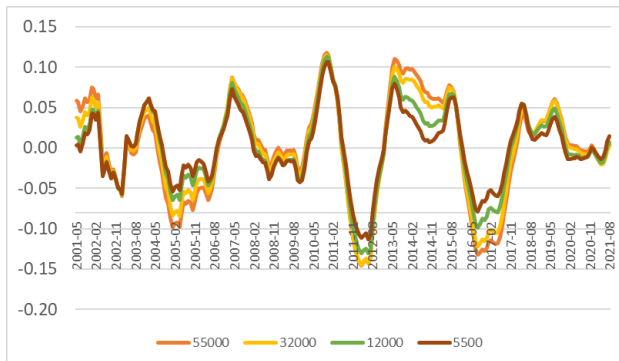


WZO – wskaźnik zadłużenia ogółem; WZK – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego; WW – wskaźnik wypłacalności; WPB – wskaźnik płynności bieżącej; CGOT – cykl gotówki; CZ – cykl zapasów, CN – cykl należności; CZK – cykl zobowiązań krótko-terminowych; PM – produktywność majątku (prędkość krążenia kapitału);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

Źródło: Raport Mikro.

Dział PKD 9 – Działalność usługowa wspomagająca wydobywanie – 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. ponownie odnotowano zmniejszenie stopnia zagrożenia, który jednak utrzymuje się na wysokim poziomie. Prognoza na 2022 r. wskazuje na utrzymanie stopnia zagrożenia na wysokim niezmiennym poziomie. W II p. 2021 r. zaobserwować można wyraźne zmniejszenie liczby pracujących w r/r (-10,89%), trwające od początku 2020 roku, jak również zmniejszenie przychodów ze sprzedaży (r/r, -7,56%). W II p. 2021 r. odnotowano znaczący wzrost aktywów (r/r, +17,52%). Niekorzystnym zmianom towarzyszyło utrzymujące się pogorszenie zdolności do obsługi długu do rekordowo niskich poziomów z utrzymującą się spadkową tendencją średniookresową (r/r, -130,98%). W II p. 2021 r. odnotowano zmniejszenie zadłużenia krótkoterminowego (r/r, -3,16%) przy jednoczesnej trzymującej się od czterech półroczy poprawie płynności bieżącej (r/r, +14,72%, II p. 2022 r.). Analiza cyklu gotówki wskazuje na jej skrócenie z wyraźną tendencją spadkową do I p. 2022 r. i odwróceniem trendu w II p. 2022 r. Zmianom tym towarzyszyło wydłużenie cyklu należności oraz cyklu zobowiązań krótkoterminowych. W II p. 2021 r. cykl zapasów

cechował się nieznacznym wydłużeniem. Zarysowana od I p. 2019 r. tendencja poprawy rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została odwrócona i w I p. i II p. 2021 roku, kształtując się na poziomach deficytowych. Od II p. 2019 r. obserwowana jest wyraźnie zarysowana tendencja spadkowa produktywności majątku, która w II p. 2021 r. została utrzymana.

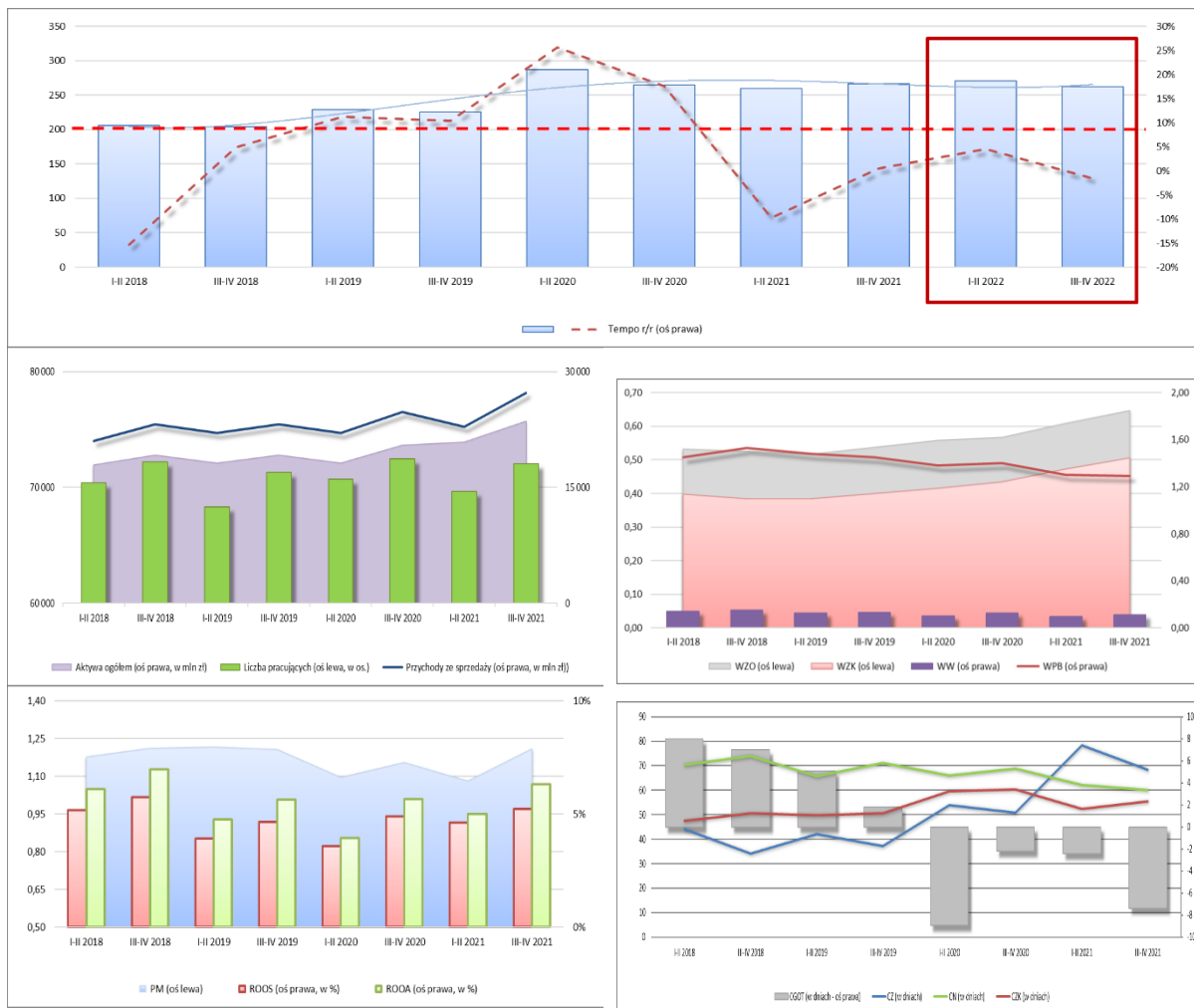


Przebieg komponentu cyklicznego od połowy 2017 roku jest bardzo nieregularny. Niska amplituda wahań i bardzo szybko następujące po sobie zmiany trendu wskazują na zmienną i niepewną sytuację analizowanego działu.

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 czwartą a pierwszą 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, pomimo że podwyższyły ścieżkę centralną prognoz. Utrzymuje się scenariusz dalszej stagnacji, 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 33 – Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń

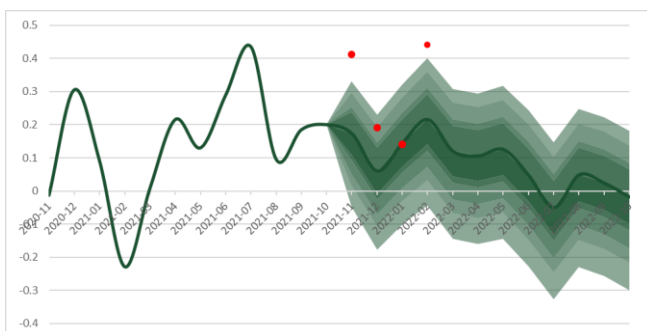
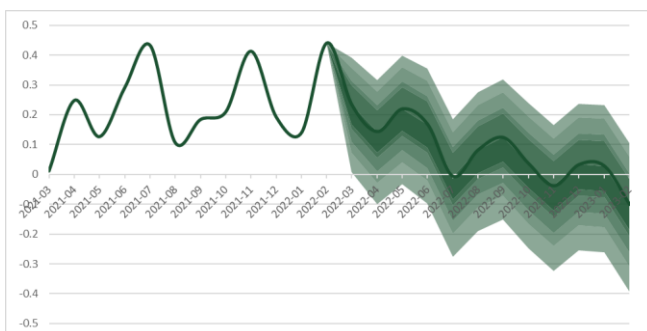
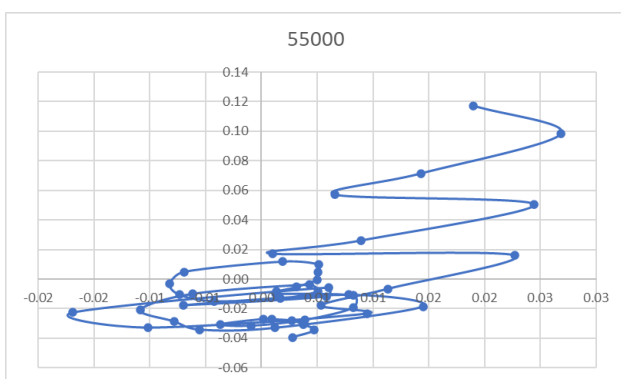
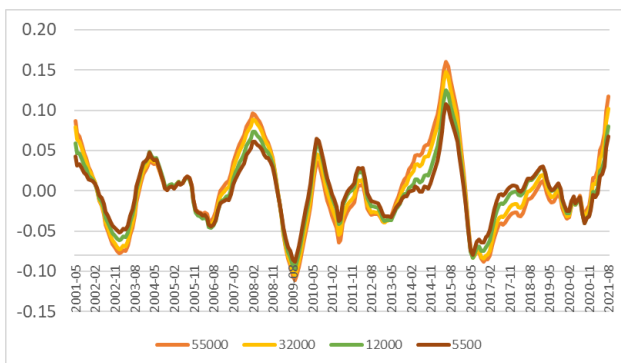
Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2018 r. – II p. 2021 r.) – dział PKD 33



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 33 – Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń – dział PKD zakwalifikowany do działalności produkcyjnej, dla którego zaobserwowano wysoki poziom miary stopnia zagrożenia od I p. 2019 r. z nieznaczną tendencją spadkową od II p. 2020 r. W II p. 2021 r. odnotowano nieznaczny wzrost stopnia zagrożenia (r/r, +0,45%). Prognoza na 2022 r. zakłada utrzymanie wysokiego poziomu zagrożenia przy jednoczesnej stabilizacji sytuacji. W II p. 2021 r. odnotowano nieznaczne zmniejszenie liczby pracujących (r/r, -0,58%), któremu towarzyszył wzrost przychodów ze sprzedaży (r/r, +10,07%), przy jednoczesnym wzroście wartości aktywów (r/r, +15,08%). Utrzymująca się tendencja wzrostu zadłużenia ogółem została utrzymana w II p. 2021 r. (r/r, +14,02%), której towarzyszył wzrost zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +16,39%), przy jednoczesnym zmniejszeniu zdolności do obsługi długu (r/r, 11,57%) i zmniejszeniu płynności bieżącej (r/r, -7,85%). Cykl gotówki uległ znaczącemu skróceniu (r/r, -232,86%) przy jednoczesnym skróceniu cyklu należności (r/r, -12,75%), lecz wzroście cyklu zobowiązań (r/r, +34,03%). W II p. 2021 r. zaobserwowano skrócenie cyklu zobowiązań krótkoterminowych (r/r, -8,24%). Obserwowana poprawa rentowności operacyjnej sprzedaży i aktywów została w II p. 2021 r. utrzymana. W II p. 2021 r. odnotowano również poprawę w zakresie sprawności działania (wzrost produktywności majątku r/r +4,69%).



Przebieg komponentu cyklicznego wskazuje, że obostrzenia pandemiczne nie miały zasadniczo negatywnego wpływu na wahania koniunkturalne w analizowanym dziale. W okresie 2019-2020 obserwujemy nieregularne fluktuacje wokół długookresowego trendu rozwojowego. Ekspansja obserwowana w dziale od 2017 r. uległa w 2019 r. wygaszeniu. Zegar cyklu koniunkturalnego jest w konsekwencji mało czytelny, co utrudnia jednoznaczne określenie pozycji cyklicznej działu. Dział znajduje się obecnie w ekspansji, z możliwością przejścia do innych faz.

Nowe obserwacje nie zmieniły przebiegu ścieżek centralnych ani rozproszenia wykresów wachlarzowych. Powyższą diagnozę potwierdzają prognozy dynamiki produkcji. Ścieżka centralna bardzo silnie fluktuuje, jednak wskazuje na hamowanie w dziale w całym horyzoncie prognozy. Na końcu horyzontu prognozy należy spodziewać się ujemnych dynamik produkcji r/r i możliwej stagnacji.

Dział PKD 64 – Finansowa działalność usługowa, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy

Stopień zagrożenia upadłością oraz podstawowe charakterystyki i wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2018 r. – II p. 2021 r.) – dział PKD 64



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 64 – Finansowa działalność usługowa, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy – sklasyfikowany jako działalność usługowa, którą cechował wysoki stopień zagrożenia oraz jego wzrost w II p. 2020 r. (r/r, +5,74%). Prognoza stopnia zagrożenia wskazuje na jego wzrost w I p. 2022 r. i następnie jego zmniejszenie w II p. 2022 r. pozostając na poziomach wysokich. W II p. 2021 r. odnotowuje się wzrost liczby pracujących (r/r, +4,05%), przy jednoczesnym zmniejszeniu przychodów ze sprzedaży (r/r, -5,82%) i wzroście wartości posiadanych aktywów (r/r, +3,62%). W II p. 2020 r. odnotowano zmniejszenie zadłużenia ogółem (r/r, -3,83%) przy jednoczesnym wzroście zadłużenia krótkoterminowego (r/r, +1,55%) i zmniejszeniu płynności bieżącej (r/r, -6,32%). W II p. 2021 r. odnotowuje się poprawę zdolności do obsługi długu (r/r, +22,34%). Skróceniu r/r uległ cykl gotówki, cykl należności (r/r, -4,78%) oraz cykl zapasów (r/r, +5,16%). W II p. 2021 r. wydłużeniu uległ cykl zobowiązań krótkoterminowych (r/r, 13,12%). Obserwowane zmniejszanie rentowności operacyjnej sprzedaży zostało zatrzymane w II p. 2020 r. i następnie jego wzrost został utrzymany do II p. 2021 r. W relacji r/r w II p. 2021 r. odnotowano poprawę rentowności aktywów (r/r, +42,45%), sprzedaży (r/r, 44,10%) oraz odnotowuje się trwające pogarszanie w zakresie sprawności działania od II p. 2018 r. (produktywność majątku r/r, -1,06% w II p. 2021 r.).

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)	42
Tabela 2 Wybrane prognozy dynamiki PKB w gospodarce światowej – lata 2021-23 (w % r/r).....	43
Tabela 3 Wartości ścieżek centralnych prognoz dla analizowanych dynamik zmiennych realnych – model z wyłączonym (górny wiersz) i włączonym (dolny wiersz) komponentem cyklicznym	53
Tabela 4 Lista rankingowa województw w Polsce według stopnia zagrożenia upadłością, liczby pracujących oraz miary MSO w II p. 2021 r.	66
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.	69
Tabela 6. Działy PKD najbardziej zagrożone upadłością ogółem (wzorzec I dla miary MSO) w okresie II p. 2020 r. – II p. 2021 r.	70

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Dynamika i struktura wzrostu PKB w Polsce	22
Rysunek 2 Dynamika r/r popytu krajowego i inwestycji (wskaźnik – w %).....	23
Rysunek 3 Dynamika eksportu i importu Polski oraz dynamika PKB w strefie euro (r/r)	23
Rysunek 4 Dynamika wzrostu VA w Polsce w wybranych sekcjach (r/r).....	23
Rysunek 5 Stopa bezrobocia, dynamika r/r wynagrodzeń realnych i nomin. w przemyśle (w %).....	23
Rysunek 6 Rachunek bieżący (górny panel) oraz inflacja cen konsumenta i producenta (CPI i PPI – dolny panel).....	25
Rysunek 7 Wykorzystanie mocy produkcyjnych (górny panel) oraz niepewność prognoz PKB (dolny panel).....	25
Rysunek 8 Nominalne i realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (lewy panel) oraz rentowność obligacji 10-letnich (prawy panel)	26
Rysunek 9 Kurs graniczny opłacalnego eksportu (lewy panel) oraz zmienność kursu (prawy panel)...	26
Rysunek 10 Indeks produkcji przemysłu (2015=100) – wielkości s.a. oraz trend	27
Rysunek 11 Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu m/m (górny panel s.a.) oraz r/r (dolny panel)	27
Rysunek 12 Ogólny wskaźnik sytuacji GUS oraz komponenty bieżący i wyprzedzający	28
Rysunek 13 Wskaźnik sytuacji finansowej – bieżący i przyszły	28
Rysunek 14 Dynamika sprzedaży detalicznej r/r	33
Rysunek 15 Wskaźniki bieżący i wyprzedzający ufności konsumentów GUS.....	33
Rysunek 16 Wskaźnik przyszłych zakupów gospodarstw domowych GUS	33
Rysunek 17 Uogólniony wskaźnik bariery braku rąk do pracy GUS	33
Rysunek 18 Fazy cyklu dla analizowanych działów produkcji w okresie od lutego 2018 do sierpnia 2021 r.	34
Rysunek 19 Cykl odchyień dla indeksu produkcji ogółem w okresie od października 2000 r. do sierpnia 2021 r. (górny panel) oraz zegar cyklu koniunkturalnego dla produkcji ogółem (do sierpnia 2021 r. – dolny panel).....	35
Rysunek 20 Rozkład maksymalnych prawdopodobieństw ujemnych dynamik produkcji dla poszczególnych miesięcy okresu (12 miesięcy) prognozy	36
Rysunek 21 Nowe zachorowania na COVID-19 (nowe przypadki na milion mieszkańców) – struktura geograficzna (Świat)	37
Rysunek 22 Indeks restrykcyjności (SI) polityki przeciwpandemicznej w Polsce na tle UE.....	38

Rysunek 23 Nowe zgony na COVID-19 i współczynnik reprodukcji (lewy panel) i natężenie pandemii (nowe przypadki na milion mieszkańców) – Świat.....	39
Rysunek 24 Nowe zachorowania i nowe zgony na COVID-19 na milion mieszkańców – pozycja Polski	39
Rysunek 25 Prognoza tygodniowych zachorowań na COVID-19 w Polsce.....	39
Rysunek 26 Efekt przeniesienia a szacunki PKB w 2022 r.	41
Rysunek 27 Dynamika PKB (akrp=100 s.a.) w Polsce i wybranych krajach postsocjalistycznych.....	43
Rysunek 28 Indeks cen energii i ceny gazu ziemnego	43
Rysunek 29 Zmienność notowań złota	44
Rysunek 30 Wskaźnik EPU – Europa	44
Rysunek 31 PMI – Strefa Euro	44
Rysunek 32 Wskaźniki koniunktury Niemiec – ZEW i IFO	44
Rysunek 33 Potencjał i wyniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2007 r. – II p. 2021 r.)	45
Rysunek 34 Podstawowe wskaźniki finansowe przedsiębiorstw (II p. 2007 r. – II p. 2021 r.)	46
Rysunek 35 Tempo zmian podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstw ogółem w II p. 2021/2020 r. oraz I p. 2021/2020 r. (w %, r/r.....	46
Rysunek 36 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	49
Rysunek 37 PKB – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)	51
Rysunek 38 Nakłady brutto na środki trwałe – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)	51
Rysunek 39 Popyt krajowy – wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel).....	52
Rysunek 40 Spożycie gospodarstw domowych wykres wachlarzowy prognoz dynamiki realnej w okresie od I kw. 2022 r. do IV kw. 2023 r. – bez komponentu cyklicznego (lewy panel) i z komponentem cyklicznym (prawy panel)	52
Rysunek 41 Liczba upadłości ze względu na rodzaj postępowania w okresie I kw. 2016 r. – IV kw. 2021 r.	56
Rysunek 42 Upadłości w wybranych gospodarkach świata – liczba i dynamika r/r (dane wygładzone)	58
Rysunek 43 Indeks upadłości globalny i w grupach krajów: wartość (górny panel) i dynamika (dolny panel). Stan obecny i prognozy	59
Rysunek 44 Prognoza dynamiki upadłości na 2022 r. w wybranych gospodarkach – dynamika r/r.....	60
Rysunek 45 Prognoza upadłości na lata 2022-23 w wybranych krajach Świata – 2010=100	60
Rysunek 46 Stopień zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.....	62
Rysunek 47 Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w II p. 2021 r. (tempo w %, r/r) .	62
Rysunek 48 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r.) według rodzaju działalności	63
Rysunek 49. Zmiany stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r. według klas wielkości	64
Rysunek 50 Kształtowanie się stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w okresie I p. 2007 r. – II p. 2022 r. według wybranych sekcji PKD (działów GN)	65

Rysunek 51 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)	67
Rysunek 52 Stopień zagrożenia upadłością oraz odsetek liczby wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw ogółem w okresie II p. 2007 r. – II p. 2022 r.	67