

2013

Projekt „Instrument Szybkiego Reagowania”

Synteza raportu X:
**RAPORT Z OCENY STOPNIA ZAGROŻENIA
PRZEDSIĘBIORSTW UPADŁOŚCIĄ
– KOMPONENT MIKROEKONOMICZNY ORAZ
ANALIZY WYKONANE W KOMPONENCIE
MAKROEKONOMICZNYM PROJEKTU ISR**

Małopolska Szkoła Administracji Publicznej
Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie
Kraków, październik 2013 r.

SPIS TREŚCI

I. WPROWADZENIE	3
II. WYNIKI PRZEPROWADZONYCH ANALIZ.....	4
III. WNIOSKI I REKOMENDACJE.....	7

I. WPROWADZENIE

Pilotażowy projekt systemowy „Instrument Szybkiego Reagowania” (ISR) jest realizowany przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości w partnerstwie z Małopolską Szkołą Administracji Publicznej Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – w okresie od 1 kwietnia 2009 r. do 30 czerwca 2014 r., w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Priorytet II: „Rozwój zasobów ludzkich i potencjału adaptacyjnego przedsiębiorstw oraz poprawa stanu zdrowia osób pracujących”, współfinansowanego ze środków EFS.

Celem projektu jest wsparcie przedsiębiorstw i pracowników, nakierowane na złagodzenie negatywnych skutków istotnego pogorszenia się sytuacji gospodarczej. Badania w ramach projektu ISR są prowadzone zgodnie z koncepcją Instrumentu Wczesnego Ostrzeżenia, którego podstawowym zadaniem jest określenie poziomu ryzyka wystąpienia w skali gospodarki krajowej oraz w poszczególnych jej sektorach takich zakłóceń, które uzasadniają podejmowanie przez rząd i jego agendy szczególnych działań prewencyjnych i pomocowych. Zakłócenia te mogą ujawniać się zarówno w sferze zjawisk mikro-, jak i makroekonomicznych, dlatego też prace prowadzone w ramach komponentu badawczego ISR odnoszą się do obu tych obszarów.

Prezentowany materiał jest syntezą dziesiątego cyklu analiz wykonanych w ramach komponentów mikro- i makroekonomicznego, których celem jest zarówno określenie kluczowych trendów makroekonomicznych i innych zewnętrznych uwarunkowań procesów upadłości przedsiębiorstw, jak i identyfikacja zjawisk ekonomicznych na poziomie branż, mających istotne znaczenie dla działań w ramach ISR. Jego podstawą są wyniki analiz szerzej omawiane w przekazanych PARP następujących opracowaniach:

- Raportcie z oceny stopnia zagrożenia przedsiębiorstw upadłością – komponent mikroekonomiczny,
- Raportcie z analiz koniunktury oraz prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski, wykonanych w komponentcie makroekonomicznym projektu ISR.

Opracowania te, wraz z tzw. Raportem łącznym, były przedmiotem oceny Panelu interpretacyjnego projektu ISR, w skład którego wchodzi: dr Mirosław Gronicki, dr Janusz Jankowiak (JJ Consulting), Stefan Kawalec (Capital Strategy), Bartosz Kwiatkowski, prof. dr hab. Krzysztof Marczewski (Szkoła Główna Handlowa) oraz prof. dr hab. Andrzej Sławiński (Narodowy Bank Polski, Szkoła Główna Handlowa). W posiedzeniu Panelu brali też udział dr Stanisław Kluza oraz doc. dr Andrzej Kondratowicz. W prezentowanym opracowaniu syntetycznym wykorzystane zostały uwagi i komentarze zgłoszone przez ekspertów systematycznie uczestniczących w pracach Panelu interpretacyjnego.

II. WYNIKI PRZEPROWADZONYCH ANALIZ

W ostatnich dwóch kwartałach gospodarka Polski znajdowała się wciąż w niepewnym otoczeniu zewnętrznym, które charakteryzowało się brakiem wyraźnych oznak poprawy sytuacji gospodarczej. Obserwuje się obecnie pewne sygnały ożywienia w strefie euro. Odczyty danych krajowych o wzroście z II kwartału 2013 r. należy także uznać za dobre relatywnie względem innych gospodarek europejskich. Wskazywać mogą one na słabe ożywienie gospodarcze.

Podobnie jak w poprzednich wersjach raportu należy podkreślić, że nie ma silnych i przekonujących argumentów za istotniejszym prawdopodobieństwem wystąpienia recesji w rozważanym tu horyzoncie. Prawdopodobieństwo realnego spadku PKB r/r w okresie prognozy jest w obecnej rundzie prognostycznej analogiczne jak w poprzednim raporcie i wynosi około 0,2. Zaobserwowane nowe dane oraz analizy modelowe upoważniają do przedstawienia pozytywnego scenariusza prognostycznego, w którym spodziewać się należy w najbliższych kwartałach ożywienia wzrostu gospodarczego, zintensyfikowania produkcji i wzrostu handlu. Wynikająca z prognoz poprawa sytuacji i powrót na ścieżkę silniejszego wzrostu są jednak wyraźnie obarczone dużą niepewnością.

Makroekonomiczne szeregi czasowe wykorzystane w prognozach niosą informację o słabej odbudowie. Nowe dane o produkcie krajowym z II kwartału przesuwają tendencję centralną rozkładów predyktywnych. Prognozujemy poprawę sytuacji w drugiej połowie roku 2013 i w roku 2014. Zgodnie z parametrami położenia tych rozkładów najniższy wzrost zanotowaliśmy w I kwartale 2013 r. Przyjmując wariant prognoz z czynnikiem cyklicznym wbudowanym w opracowany model, w kolejnych kwartałach roku 2013 i 2014 obserwować będziemy następujące tempa zmian PKB r/r: 1,4% w III kwartale, 2,3% w IV kwartale 2013 r., 3,1% w I kwartale 2014 i 4,0% w II kwartale 2014 r. Prognozy w wersji modelu z wyłączonym czynnikiem cyklicznym także wskazują na ożywienie, jednak słabsze.

Wykresy wachlarzowe rozkładów predyktywnych dla kategorii makroekonomicznych o kwartalnej częstotliwości obserwacji są lewostronnie asymetryczne. Oznacza to możliwość wystąpienia z większym prawdopodobieństwem scenariusza gorszego niż wynikający ze ścieżki centralnej z prognoz, w porównaniu z przypadkiem szybszej odbudowy wzrostu. Na uwagę zasługuje słuszność scenariusza przedstawionego w poprzedniej edycji raportu. W przypadku danych kwartalnych zaobserwowane wartości wszystkich prognozowanych kategorii: to jest tempa zmian PKB, eksportu netto, popytu oraz wartości dodanej brutto w przemyśle, zostały przewidziane bardzo precyzyjnie.

W przypadku analiz dla produkcji ogółem ostatnie punkty zegara dla wszystkich rozważanych parametrów wygładzających λ znajdują się nadal w trzeciej ćwiartce układu współrzędnych. Wskazuje to wyraźnie na pozostawanie obecnie sektora produkcji w stanie pogorszenia koniunktury. W poprzednich edycjach raportu pogorszenie się koniunktury nie było tak jednoznaczne i dlatego pisaliśmy o jego możliwościach. W chwili obecnej obraz sektora produkcji charakteryzuje obniżona aktywność, jednak trwająca już na tyle długo z punktu

widzenia badanych w Raporcie charakterystyk cyklicznych, że perspektywy rozwojowe sektora w drugiej połowie roku 2013 i w 2014 roku powinny być lepsze.

Jeśli chodzi o stan koniunktury oraz jej prognozy w działach produkcyjnych, na podstawie szeregów czasowych produkcji o częstotliwości miesięcznej, to wyraźną fazę recesji (która stanowi albo jej kontynuację z poprzednich raportów, lub wejście w ciąg ostatnich trzech miesięcy) można zaobserwować w mniejszej liczbie działów produkcji, w porównaniu z poprzednim raportem. Jednak widocznej fazy ekspansji w działach należy się spodziewać dopiero z początkiem przyszłego roku. Nowe obserwacje o tempie zmian w kwietniu, maju i czerwcu w kilku działach produkcji znacznie odstawały od przyjętej poprzednio ścieżki prognostycznej. W konsekwencji, rozkłady predyktywne zbudowane w obecnej wersji raportu są w kilku przypadkach silnie nieregularne i o dużym rozproszeniu.

W kontekście jakościowej analizy wygenerowanych prognoz, analogicznie jak w poprzedniej wersji raportu, wyróżniono sytuację prognozowanego a posteriori wyraźnego wzrostu, wyraźnego spadku oraz sytuację pośrednią, jako stabilizację tempa zmian produkcji i dużą niepewność, co do rozwoju branży. Pomimo diagnozy o pozostawaniu wielu działów w bieżącym okresie w fazie spowolnienia, prognozy wskazują na rozwój i ekspansję w bieżącym roku. Oczekiwany, wyraźny wzrost produkcji w badanym horyzoncie charakteryzuje obecnie większość działów. Warto jednocześnie podkreślić, że analiza ex post prognoz wykonanych w poprzednim raporcie dla działów produkcji wskazuje na dobre własności prognostyczne stosowanych narzędzi. Charakterystyki rozkładów predyktywnych w większości działów produkcji prawidłowo przewidziały tendencję rozwojową w drugim kwartale 2013 r.

Również w przypadku Handlu, prognozuje się ożywienie w większości działów. Bardziej złożony obraz dotyczy natomiast Budownictwa. W przypadku tego działu zegar cyklu koniunkturalnego wskazuje na przejście w fazę recesji. Dział robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków charakteryzuje się nieco lepszą sytuacją w porównaniu z poprzednim raportem. Nieco lepiej też jest w dziale budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej. W przypadku działu związanego ze wznoszeniem budynków sytuacja w ciągu całego przyszłego roku może być poważna i prognozy wskazują na spadek aktywności, a także możliwość recesji. Rozkłady predyktywne zbudowane dla rozważanych zmiennych wskazują na możliwe pogorszenie się sytuacji w budownictwie w ciągu całego horyzontu prognozy. Prognoza sytuacji w tym dziale gospodarki jest jednak obciążona dużą niepewnością – rozkłady predyktywne dają równe szanse zarówno pogorszeniu się sytuacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy, jak i sytuacji oznaczającej poprawę kondycji.

Powyższe uwarunkowania makroekonomiczne przełożyły się na procesy demograficzne w sektorze przedsiębiorstw, w tym procesy upadłościowe. W II p. 2012 r. nastąpił wzrost stopnia zagrożenia upadłością. Pojawiły się jednak sygnały, zwłaszcza jeśli przeanalizować dane z populacji firm średnich i dużych, że być może poziom tego zagrożenia stabilizuje się, a może nawet wykaże w pewnych obszarach tendencję malejącą. W I kw. 2013 r. odnotowano mianowicie spadek liczby postępowań upadłościowych. Dane za II kw. 2013 r. pokazują dodatkowo, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw średnich i dużych była tylko nieco gorsza niż w ana-

logicznym okresie roku poprzedniego, ale bez pogorszenia rentowności. W przypadku tak istotnej z punktu widzenia zagrożenia upadłością płynności – sytuacja poprawiła się.

Mimo delikatnych sygnałów możliwej poprawy istnieją jednak obszary szczególnie zagrożone upadłością (tzw. Top 10). Najnowsze analizy mezoekonomiczne tych działów wskazują, że w przypadku większości obszarów wskazanych w poprzednim Raporcie jako szczególnie zagrożonych upadłością, sytuacja ta utrzyma się i w horyzoncie obecnej prognozy. Pewnej poprawy można spodziewać się w przypadku Produkcji pojazdów.

III. WNIOSKI I REKOMENDACJE

W ostatnich dwóch kwartałach gospodarka Polski znajdowała się wciąż w niepewnym otoczeniu zewnętrznym, które charakteryzowało się brakiem wyraźnych oznak poprawy sytuacji gospodarczej. Obserwuje się jednak obecnie sygnały ożywienia w strefie euro.

Dwie recesje, jakie wystąpiły w strefie euro, nie były produktem naturalnej cykliczności zmian koniunktury w gospodarkach rynkowych. Ostrość recesji w 2009 r. była skutkiem globalnego kryzysu bankowego o skali porównywalnej tylko z kryzysem lat 30. Z kolei recesja, w jaką nieoczekiwanie weszła gospodarka strefy euro w 2012 r. była rezultatem zaostrenia się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro z powodów w dużej mierze bardzo specyficznych.

Czynnikami, które spowodowały powrót recesji w strefie euro na przełomie 2011 i 2012 r. był silny wzrost niepewności wywołany zaostreniem się kryzysu zadłużeniowego w Grecji oraz powracające fale spekulacji na spadek obligacji włoskich i hiszpańskich, które – gdyby nie ogłoszenie przez ECB programu OMT – mogłyby wywołać znaczne zaostrenie się kryzysu fiskalnego. Ten wzrost niepewności i wręcz obaw o przyszłość strefy euro, wywołał ogólny wzrost stóp procentowych, spadek inwestycji i powrót recesji. Z tego punktu widzenia sytuacja w strefie euro jest w tym roku wyraźnie lepsza niż w zeszłym. Ogłoszenie przez Europejski Bank Centralny w lipcu zeszłego roku gotowości do dokonywania nieograniczonych interwencji na wtórnych rynkach obligacji skarbowych krajów członkowskich strefy euro skutecznie ukróciło wcześniejszą spekulację na spadek ich cen, a tym samym – na wzrost wysokości ich oprocentowania. Skuteczność OMT, brak zmaterializowania się kolejnych – po Cyprze – ognisk zapalnych kryzysu zadłużeniowego (oczekiwano, że może być nim Słowenia) oraz osiągnięcie przez kraje południowej części strefy euro nadwyżek pierwotnego salda budżetu (co daje szansę na ustabilizowanie relacji ich długu do PKB) zmniejszyły obawy dotyczące możliwości powtórzenia się zaburzeń na europejskich rynkach finansowych i ponownego wzrostu rynkowych stóp procentowych. Źródłem utrzymywania się obaw tego rodzaju pozostała jednak nadal niewyjaśniona sytuacja w niektórych znaczących europejskich bankach, co do jakości ich aktywów, o czym świadczy ogłoszona niedawno przez Europejski Bank Centralny jego gotowość do ponownego udzielenia europejskim bankom 3-letnich pożyczek w ramach programu LTRO, by zapobiec ponownemu wzrostowi rynkowych stóp procentowych.

Czynnikiem ożywienia gospodarczego w strefie euro jest niewątpliwie poprawiająca się sytuacja w gospodarce niemieckiej, nadal korzystającej ze swego dogodnego ulokowania w gospodarce globalnej, jako kraju wytwarzającego dobra inwestycyjne dla krajów wschodzących. Pozostałe kraje strefy euro są generalnie w trudniejszej sytuacji, ponieważ ich sektory eksportowe są relatywnie mniejsze i w dużo mniejszym stopniu specjalizują się w produkcji dóbr inwestycyjnych, jakkolwiek i one zdołały zwiększyć swój eksport.

Poprawa agregatowych miar konkurencyjności kosztowej gospodarki irlandzkiej i gospodarek krajów południowej części strefy euro wprawdzie następuje, ale jej skala może być statystycznie przeszacowana, ponieważ spadek jednostkowych kosztów pracy wynika w znacznej mierze ze zmniejszenia się w tych krajach udziału w PKB budownictwa, gdzie jed-

nostkowe koszty pracy są z natury wysokie. Z drugiej jednak strony, wcześniejsze obawy, dotyczące znacznego pogorszenia się kosztowej konkurencyjności gospodarek południowej części strefy euro nie w pełni odzwierciedlały rzeczywistą sytuację, ze względu na rosnący wówczas udział budownictwa w PKB. Korzystne jest to, że występują stosunkowo duże przyrosty eksportu nie tylko w przypadku Irlandii, ale także w krajach południowej części strefy euro. Trudno jest jednak jeszcze ocenić, na ile konieczność utrzymywania tempa wzrostu płac na niskim poziomie i odzyskania dzięki temu konkurencyjności kosztowej przez sektory eksportowe w krajach południowej części strefy euro – zgodnie z wcześniejszymi w tym względzie obawami – stanie się czynnikiem ograniczającym ich tempo wzrostu.

Tak więc, czynnikami, które będą ograniczać tempo wzrostu w strefie euro pozostaną konieczność kontynuowania zacieśnienia fiskalnego w krajach południa strefy i ograniczony popyt na kredyty wynikający z konieczności spłaty dużego zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w części krajów strefy. Relatywny sukces strefy euro, w postaci wzrostu jej eksportu, może z czasem stanowić także zagrożenie dla jej wzrostu gospodarczego, ponieważ już obecnie strefa euro, traktowana jako całość, stała się gospodarką mającą największą na świecie nadwyżkę handlową, co może w przyszłości spowodować aprecjację wspólnej waluty europejskiej.

Szereg czynników mogących przyspieszyć wzrost w strefie euro jest związanych z sytuacją gospodarki niemieckiej. Pierwszym z nich jest wzrost płac i konsumpcji, jaki jest widoczny w Niemczech po raz pierwszy od czasu utworzenia strefy euro. Jeśli oznacza to, że zakończył się proces dostosowań kosztowych w niemieckich przedsiębiorstwach, to mogłoby to świadczyć o tym, że motorem wzrostu w gospodarce niemieckiej po raz pierwszy od kilkunastu lat może ponownie stać się konsumpcja, jakkolwiek jest jeszcze zbyt wcześnie, by móc ocenić, na ile zmiana tego rodzaju rzeczywiście nastąpi. Drugim czynnikiem mogącym zdynamizować konsumpcję w Niemczech jest ożywienie na niemieckim rynku budowlanym, które – gdyby okazało się względnie trwałe, mogłoby – oprócz wzrostu płac – stać się ważnym czynnikiem pobudzającym koniunkturę.

Konieczność zachowania przez niemiecki sektor eksportowy konkurencyjności kosztowej w stosunku do Stanów Zjednoczonych i Japonii jest czynnikiem, który każe ostrożnie oceniać prawdopodobieństwo trwałego wzrostu płac w Niemczech. Przez cały okres powojenny niemiecki przemysł skutecznie zdobywał przewagę konkurencyjną, pomimo kolejnych dewaluacji walut europejskich w stosunku do marki niemieckiej, dzięki utrzymywaniu niskiego tempa wzrostu płac. Także możliwość pojawienia się boomu budowlanego w Niemczech należy traktować ze znaczną ostrożnością ze względu na to, że w gospodarce niemieckiej – mimo że od dawna charakteryzuje ją niski poziom inflacji i stóp procentowych – boom tego rodzaju wystąpił tylko w okresie kilku lat po zjednoczeniu Niemiec, a gospodarstwa domowe w Niemczech w dużo większym stopniu, niż w innych krajach strefy euro preferują wynajem mieszkań, a nie ich zakup.

Jest rzeczą symptomatyczną, że ożywieniu koniunktury w Niemczech towarzyszy jednoczesne ożywienie w gospodarkach państw naszego regionu i jest ono relatywnie silniejsze niż w krajach południowej części strefy euro. Wynika to nie tylko stąd, że w krajach naszego

regionu nie występują problemy strukturalne charakteryzujące gospodarki południowej części strefy euro, ale także – z silnego powiązania gospodarek Europy Środkowej z gospodarką niemiecką, poprzez globalne sieci produkcyjne.

Systematycznie zwracamy uwagę na sytuację w gospodarce niemieckiej nie tylko dlatego, że Niemcy są naszym dominującym partnerem handlowym i koniunktura w polskiej gospodarce tak ściśle zależy od koniunktury w gospodarce niemieckiej. Także ze względu na rolę Niemiec w Europie, tak w wymiarze gospodarczym, jak i politycznym. Trudno sobie wyobrazić wyjście strefy euro z kryzysu ekonomicznego i instytucjonalnego bez niemieckiego zaangażowania i przywództwa. Z tego punktu widzenia wyraźny wynik wyborów parlamentarnych w Niemczech jest sygnałem obiecującym. Angela Merkel ma silny mandat polityczny. Z tym, że uzyskała go mocno eksponując niemiecki interes narodowy i nie przyjmując, że Niemcy mają szczególną odpowiedzialność wobec pozostałych partnerów europejskich; raczej wykazując, co inni powinni pod względem strukturalnym u siebie poprawić, niż ułatwiając im osiągnięcie tego. Kontynuacja takiej postawy może oznaczać, że kryzys strefy euro będzie się przedłużał.

Trzeba też pamiętać, że sytuacja gospodarki niemieckiej jest silnie uzależniona od jej możliwości eksportowych na rynki pozaunijne, zwłaszcza dalekoazjatyckie. A pod tym względem globalne perspektywy nie rysują się najlepiej. Kraje grupy BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) odczuwają gospodarczą zadyszkę. Ich dynamiczny przez wiele lat wzrost gospodarczy wyraźnie zwalnia. I choć przyczyniają się do tego czynniki koniunkturalne i krótkotrwałe, to jednak nie sposób nie dostrzec też oddziaływania czynników strukturalnych i długotrwałych.

Po pierwsze, wiele wskazuje na to, że zakończył się okres relatywnie silnego wzrostu cen surowców, który pobudzał przez szereg lat tempo wzrostu w krajach BRICs (za wyjątkiem Chin, które importują surowce) oraz w wielu innych gospodarkach wschodzących. Po drugie, w dającej się przewidzieć przyszłości Stany Zjednoczone nie będą miały tak dużego deficytu w obrotach handlowych, jak było to w ostatniej dekadzie, a strefa euro będzie miała nadwyżkę handlową. Oznacza to, że popyt ze strony krajów rozwiniętych nie będzie tak silnie, jak przed kryzysem sprzyjał wzrostowi eksportu krajów wschodzących. Po trzecie, okres wysokiego wzrostu zmniejszył skłonność krajów wschodzących do przeprowadzania reform strukturalnych, które zwiększałyby elastyczność ich gospodarek i sprzyjały przemieszczaniu się zasobów do bardziej wydajnych, nowocześniejszych branż przemysłu. Przepływom takim mogą nie sprzyjać systemy polityczne w krajach wschodzących nastawione na zaspokajanie potrzeb zakorzenionych grup interesu (a więc przemysłów już istniejących), a nie – promowanie zmian dokonywanych dla dobra całych gospodarek. Dlatego można generalnie powiedzieć, że kraje BRICs, jak zresztą większość gospodarek wschodzących, wpadają w „pułapkę średniego dochodu”, i jeśli nie wyrwą się z tej pułapki, co łatwe nie będzie, ich ponowne wejście na ścieżkę bardzo wysokiej dynamiki wzrostu będzie mało prawdopodobne. Już dzisiaj prognozy MFW zakładają trwałe obniżenie się tempa wzrostu krajów wschodzących. Tym samym może się okazać, że nie tylko obecna, ale i następna dekada będzie dekadą niskiego wzrostu w krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo i w skali globalnej. A to będzie oznaczać, że handel światowy szybko nie będzie rósł w tempie sprzed globalnego kryzysu.

Pomimo wciąż niekorzystnej sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, dane odnoszące się do II kwartału wskazują na wystąpienie w polskiej gospodarce wstępnej fazy ożywienia. Podobnie jak w poprzednich wersjach raportu chcemy podkreślić, że prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w rozważanym przez nas krótkim horyzoncie (4-6 kwartałów) jest niskie i wynosi około 0,2. Nowe dane oraz analizy modelowe upoważniają do przedstawienia pozytywnego scenariusza prognostycznego, w którym spodziewać się należy w najbliższych kwartałach przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Trwała poprawa sytuacji i powrót w średnim okresie na ścieżkę silnego wzrostu rzędu 4,5 proc. PKB rocznie, choć możliwa, jest jednak obciążona dużą niepewnością.

Poprawa nastrojów i wchodzenie w fazę ożywienia nie może przesłaniać faktu, że wciąż występują działy gospodarki szczególnie zagrożone upadłością. Dotyczy to zwłaszcza takich działów, jak: wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego, budownictwa oraz przemysłu samochodowego. I prognozy dla tych działów są nadal generalnie niekorzystne. Pewnej poprawy można spodziewać się tylko w przypadku produkcji pojazdów. W tym przypadku czynnikiem korzystnej zmiany jest wzmożony zakup samochodów w polskich salonach przez niemieckich konsumentów.

Ożywienie koniunktury w polskiej gospodarce nie przyniesie natychmiast odczuwalnej poprawy kondycji finansowej przedsiębiorstw. Pewna poprawa wyników odnotowana w II kwartale 2013 r. jest efektem lepszego wyniku na działalności niezwiązanej z sprzedażą, szczególnie zwiększenia wpływów z dywidend i udziałów. Brak poprawy wyników na sprzedaży jest świadectwem utrzymywania się niedostatecznej dynamiki krajowego popytu. Dlatego sytuacja przedsiębiorstw eksportujących i sprzedających w kraju mocno się zróżnicowała. Te pierwsze radzą sobie znacznie lepiej niż te drugie, przede wszystkim dlatego, że potrafiły mocniej wejść na rynki pozaunijne. W tym obszarze dynamika eksportu w ostatnich kwartałach jest bardzo wysoka – rzędu 20%. I to zadecydowało o znaczącym wkładzie eksportu netto do PKB.

Pomimo stagnacji popytu, sprzedaż przedsiębiorstw w ujęciu realnym rosta z powodu malejących cen produkcji przemysłowej. W sumie przedsiębiorstwa w ostatnim okresie odnotowały poprawę w zakresie płynności finansowej, co pozwoliło im zmniejszyć zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek (tu wyjątkiem jest energetyka i górnictwo). Natomiast nie towarzyszy temu poprawa wskaźników rentowności. A bez tego trudno oczekiwać znaczącego wzrostu nakładów inwestycyjnych oraz zatrudnienia.

Pomimo wychodzenia polskiej gospodarki z fazy stagnacji, nie nastąpi natychmiast obniżenie rejestrowanych przez nas wskaźników prawdopodobieństwa zagrożenia upadłością. W rocznej perspektywie, zgodnie z wynikami obliczeń modelu predykcyjnego, można oczekiwać przejściowego wzrostu liczby i odsetka wszczętych sądowych postępowań upadłościowych przedsiębiorstw, szczególnie w budownictwie i turystyce.

Polityce gospodarczej najwięcej problemów w tej fazie, wśród firm zagrożonych upadłością, będą przysparzały przedsiębiorstwa duże. Upadłość któregokolwiek z nich może wywołać negatywne skutki odczuwalne tak na całym rynku pracy, jak i zwłaszcza na rynkach regionalnych. Przedsiębiorstwa duże miały więcej zasobów i możliwości niż średnie i małe,

aby radzić sobie w warunkach wyraźnego pogorszenia koniunktury, odczuwanego od IV kwartału 2011 r. Z drugiej strony w ich przypadku najtrudniej przeprowadzić szybko efektywną restrukturyzację i trwale obniżyć koszty funkcjonowania. Jeśli napotkały one bariery popytu i obniżyły produkcję, początkowo radziły sobie lepiej z przetrwaniem na rynku, ale teraz może okazać się, że w ich przypadku nastąpił skokowy wzrost jednostkowych kosztów pracy. W tym zakresie efektywność krańcowa jest często wyższa w małych firmach bez przestępstw kadrowych. I dla firm dużych nawet nadejście lepszej koniunktury nie musi oznaczać wystarczającej poprawy rentowności i ich pozycji konkurencyjnej.

Obserwujemy wyraźnie to zjawisko w przypadku budownictwa, które nadal trwa w recesji. Tu odcinkowa poprawa może wystąpić w krótkim okresie tylko w zakresie budownictwa mieszkaniowego, bowiem – w związku z taniejącymi lokatami – coraz więcej osób kupuje mieszkanie, które chce przeznaczyć na wynajem. Liczba transakcji na rynku mieszkaniowym w połowie 2013 r. wzrosła do poziomu z 2009 r., przewyższając liczbę mieszkań oddawanych do użytku. Liczba mieszkań, których budowę deweloperzy rozpoczęli w 2013 r. co prawda jest o 40% mniejsza niż rok wcześniej, ale korzystają oni zarazem z niższych cen gruntów i możliwości tańszego zakupu usług wykonawców, którzy wciąż walczą o przetrwanie. Wzmoczeniu korzystnych koniunkturalnych tendencji w budownictwie mieszkaniowym może sprzyjać program uruchamiany właśnie przez BGK.

Generalnie w obecnym okresie uwaga decydentów gospodarczych powinna skupić się więc na tych zagrożonych działach, w których dominują przedsiębiorstwa duże. Uwagi, obok budownictwa, wymaga górnictwo, gdzie w ogóle mamy do czynienia głównie z dużymi przedsiębiorstwami, zaś dodatkowym problemem jest także ich silne oddziaływanie regionalne, co odnosi się szczególnie do województwa śląskiego.

Symptomatyczne w ostatnim okresie jest zwiększenie pieniądza gotówkowego w obiegu gospodarczym. Wynika to między innymi z wycofywania przez gospodarstwa domowe części depozytów bankowych. Środki te tylko częściowo zostały przeniesione do innych form oszczędzania. W większości zasiliły bieżącą konsumpcję i tym można wyjaśnić odnotowany w II kwartale wzrost sprzedaży trwałych dóbr konsumpcyjnych. Wystąpił tym samym efekt „odroczonej konsumpcji”. Nie wydaje się jednak, aby był on silny i trwały.

Z drugiej strony, pobudzeniu spożycia może pomóc zwiększenie dostępności kredytu konsumpcyjnego, jako efekt obniżenia stóp procentowych oraz złagodzenia rekomendacji KNF. Banki – w reakcji na globalny kryzys oraz stagnacyjne tendencje w polskiej gospodarce – wyraźnie osłabiły udzielanie tego rodzaju kredytów. Przyczyniła się też do tego wcześniejsza rekomendacja T, która zachęcała do wyraźnego zaostrzenia warunków udzielania kredytu. W rezultacie wartość depozytów detalicznych znacznie zaczęła przekraczać wartość bieżących kredytów dla gospodarstw domowych, co niewątpliwie doraźnie przyczyniło się do ograniczenia popytu.

Chcemy też podkreślić, że obserwowane zawężenie się różnicy w oprocentowaniu nominalnym między depozytami długoterminowymi, krótkoterminowymi i bieżącymi, będzie zachęcać do zmiany w strukturze terminowej depozytów. Z punktu widzenia banków będzie to czynnik osłabiający ich pozycję płynnościową, jak również potencjał do akcji kredytowej.

W rezultacie może nastąpić spadek skłonności do oszczędzania, gdy i tak poziom oszczędności krajowych jest niski, co stanowi barierę długofalowego rozwoju gospodarczego Polski.

Wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu można też przypisać poszerzeniu się „szarej strefy” i handlu przygranicznego. To, wraz z wyraźnym wzrostem dynamiki eksportu, wyjaśnia, dlaczego tak słabo są realizowane w bieżącym roku przychody budżetowe, zwłaszcza w przypadku VAT. Trzeba w tym kontekście zadać sobie też pytanie, czy przypadkiem część wysokiej dynamiki eksportu na rynki pozaunijne nie jest fikcją, pod którą kryje się unikanie VAT-u. To, wraz z rozszerzeniem się obrotu niefakturowanego, pozwalałoby wyjaśnić oba równocześnie obserwowane zjawiska: wzrost pieniądza gotówkowego i niską dynamikę wpływów podatkowych.

Choć nasze projekcje wskazują na wystąpienie w drugiej połowie 2013 i w 2014 r. wyraźnej poprawy koniunktury w polskiej gospodarce, w tym na osiągnięcie pułapu wzrostu rzędu 3 proc. PKB, to jednak w tym pozytywnym w sumie scenariuszu utrzymywać się będą istotne zagrożenia, a nawet należy spodziewać się ujawnienia kolejnych. Do najważniejszych z nich zaliczamy:

- Pogarszanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski.
- Wzrost udziału inwestycji portfelowych w inwestycjach zagranicznych w Polsce oraz udziału nierezydentów w zakupie Skarbowych Papierów Wartościowych (SPW).
- Możliwość rewizji polityki FED i odejście od luzowania ilościowego w USA, co przyniesie wzrost wysokości długoterminowych stóp procentowych na rynku globalnym.
- Ukształtowanie się negatywnego sentymentu na rynkach finansowych względem „gospodarek wschodzących”, co może prowadzić do presji na spadek kursów ich walut (jakkolwiek wysoki stopień integracji gospodarki polskiej ze strefą euro wyraźnie stał się czynnikiem zmniejszającym zmienność złotego wobec wspólnej waluty europejskiej).
- Planowane przez rząd zmiany dotyczące OFE.
- Możliwą względną ekspansję fiskalną (tzn. zaniechanie zacieśnienia fiskalnego) w rezultacie statystycznego obniżenia poziomu długu do PKB w następstwie zmian w OFE. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że w połowie 2014 r. wchodzimy w pełny cykl wyborczy, który potrwa kilkanaście miesięcy.

Według danych NBP, pod koniec 2012 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski była wysoce ujemna i wyniosła 259,8 mld EUR – wyznacza to stan zagranicznego zadłużenia netto Polski. Przy czym, tylko w 2012 r. to ujemne saldo wzrosło o 38,2 mld EUR, czyli o 17,3 proc. W relacji do PKB zadłużenie to stanowi 68,1 proc. i w 2012 r. silnie wzrosło, bo aż o 8,3 punktu procentowego. Porównanie tego wskaźnika z Czechami, dla których wynosi on 49,7 proc. PKB, m.in. wyjaśnia, dlaczego zagraniczni inwestorzy korzystniej oceniają czeską gospodarkę. Podkreślić też trzeba, że największy udział w generowaniu zagranicznego zadłużenia Polski ma sektor rządowy i samorządowy (41,1 proc.) i udział tego sektora w tym zakresie systematycznie rośnie (w 2012 r. w porównaniu do roku poprzedniego o 5,2 punktu procentowego).

Kluczowym elementem omawianego zagrożenia jest nie tylko sam poziom zagranicznego zadłużenia, ale jego szybki wzrost, co zasadniczo jest powodowane wzrostem długu państwowego i kosztów jego obsługi. W rezultacie niekorzystnie zmienia się struktura inwestycji zagranicznych. Tylko w 2012 r. zobowiązania z tytułu zagranicznych inwestycji portfelowych wzrosły o 31,4 mld EUR i osiągnęły kwotę 128,8 mld EUR.

Szybko rosnący udział nierezydentów na rynku polskich SPW, potencjalnie może zwiększać ryzyko odpływu kapitału i przejściowego zwiększenia się zmienności złotego. Ryzyko tego rodzaju wiąże się z zapowiadaniem stopniowym odchodzeniem FED od wcześniejszego luzowania polityki pieniężnej, co było już przedmiotem wstępnych zapowiedzi. Choć nie wydaje się, aby nastąpiło to w 2014 r., to jednak wykluczyć tego nie można, przynajmniej, gdy chodzi o trwałą zmianę nastawienia polityki FED.

Dotychczas w przypadku gwałtownego odpływu kapitału zagranicznego z polskiego rynku, silnym buforem były Otwarte Fundusze Emerytalne, które – mając zapewniony stały dopływ składek ubezpieczeniowych i zmuszone do inwestowania ich, w co najmniej 60 proc. w SPW – mogły łatwo zastąpić inwestycje nierezydentów. Jeśli rząd przeprowadzi swoje plany ten bufor zniknie i trudno będzie go zastąpić innym. W konsekwencji płynność rynku SPW będzie wyraźnie mniejsza, niekorzystnie zmieni się struktura kupowanych obligacji, zwiększając udział papierów krótkoterminowych kosztem długoterminowych i zapewne nastąpi wzrost ich rentowności, czyli kosztów obsługi długu publicznego. W dalszym następstwie zwiększy się udział nierezydentów, którzy będą oczekiwali wyższej premii za ryzyko. W dodatku zapowiedziane zmiany w funkcjonowaniu OFE mogą w krótkim (połowa 2014 r.) i średnim okresie wywołać istotne zakłócenia w funkcjonowaniu Giełdy Papierów Wartościowych.

Oczekując wyraźnego ożywienia polskiej gospodarki już w I półroczu 2014 r., chcemy zarazem podkreślić, że może to również oznaczać pojawienie się czysto wewnętrznych czynników przyczyniających się do naruszenia równowagi makroekonomicznej. Problem w tym, że zgodnie z szacunkami NBP produkt potencjalny jest obecnie na wyjątkowo niskim poziomie 2,6%. To łączny efekt kryzysu w gospodarkach strefy euro oraz stagnacyjnych tendencji w polskiej gospodarce. Rodzi to następujący dylemat: (1) jeśli tempo wzrostu będzie zbliżone do produktu potencjalnego, czyli rzędu 3 proc. PKB rocznie, to nie będzie możliwe rozwiązanie kluczowych problemów strukturalnych polskiej gospodarki, a mianowicie: nie zagospodarujemy znaczącej nadwyżki zasobów pracy, nie nastąpi wyraźny wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i nie nastąpi automatyczna poprawa sytuacji finansów publicznych (wyrastanie z długu publicznego). Osiągnięcie tego wymagałoby tempa wzrostu wyraźnie wyższego, rzędu 4,5-5 proc. PKB rocznie; (2) jeśli natomiast osiągnęlibyśmy relatywnie szybko takie wysokie tempo wzrostu, np. w 2015 r., czemu może sprzyjać napływ kolejnej fali środków unijnych, to mogłoby to oznaczać stosunkowo szybkie pogorszenie się salda w obrotach bieżących, a relatywnie silny wzrost popytu krajowego mógłby wywołać narastanie presji inflacyjnej. Gdyby to nastąpiło, RPP musiałaby zacząć zaostrzać politykę pieniężną. W takiej sytuacji utrzymanie wysokiego tempa wzrostu w dłuższym okresie nie byłoby możliwe. To pokazuje, że trwała zmiana sytuacji w polskiej gospodarce wciąż wymaga takich działań w polityce struktu-

ralnej, które od strony podaźowej poprawiałyby konkurencyjność polskiej gospodarki i przyczyniły się do podniesienia poziomu produktu potencjalnego.

Na koniec chcemy zatem kolejny raz podkreślić, że choć koniunkturalnie polska gospodarka, w porównaniu do innych gospodarek naszego regionu, a zwłaszcza gospodarek zachodnioeuropejskich, radzi sobie wciąż nieźle, to jednak narastają jej problemy strukturalne. Jednym z nich jest niski poziom oszczędności krajowych i inwestycji rozwojowych przedsiębiorstw. I bez zmiany w tym zakresie wzrost gospodarczy nie będzie wysoki i trwały, zaś polska gospodarka nie będzie wyraźnie bardziej konkurencyjna. Jeśli już mamy nadchodzące ożywienie gospodarcze, to pora pomyśleć o tym, aby nie był to tylko „słomiany”, krótkookresowy epizod wzrostu, wywołany stymulacją monetarną i fiskalną.