

2014

Projekt „Instrument Szybkiego Reagowania”

**Synteza raportu XI:
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, styczeń 2014 r.**



KAPITAŁ LUDZKI
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI



UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI
FUNDUSZ SPOŁECZNY



SPIS TREŚCI

I. WPROWADZENIE	3
II. WYNIKI PRZEPROWADZONYCH ANALIZ.....	4
III. WNIOSKI I REKOMENDACJE.....	6

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 jedenastego 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 trzech kwartałach gospodarka Polski znajdowała się wciąż w niepewnym otoczeniu zewnętrznym, nie wykazującym wyraźnych oznak poprawy sytuacji gospodarczej. Obserwuje się zaledwie słabe sygnały ożywienia w strefie euro. Zdecydowanie bardziej optymistyczny obraz, choć też niepozbawiony rys, zaobserwować można w USA. Trudno tu jednak powiedzieć, czy jest to już tendencja trwała. W takiej sytuacji odczyty danych o wzroście z III kwartału 2013 r. dla polskiej gospodarki należy uznać za dość dobre; zwłaszcza względem innych gospodarek europejskich. Wskazywać mogą one na ożywienie gospodarcze, przewidywane już w poprzednich edycjach raportu. Nie jest też znaczące, co sygnalizowaliśmy już wcześniej, prawdopodobieństwo wystąpienia recesji. 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 rozwoju handlu. Wynikająca z prognoz poprawa sytuacji i powrót na ścieżkę silniejszego wzrostu są jednak nadal obarczone dużą niepewnością.

Prognozujemy poprawę sytuacji w roku 2014. Zgodnie z parametrami położenia rozkładów predykcyjnych najniższy wzrost zanotowaliśmy w I kwartale 2013 r. Przyjmując wariant prognoz z czynnikiem cyklicznym wbudowanym w opracowany model, w kolejnych kwartałach roku 2013 obserwować powinniśmy wyższe tempo zmian PKB r/r – zgodnie z obecną wersją raportu: 2,84% w IV kwartale br., 3,49% w I kwartale 2014, 4,49% w II kwartale 2014 roku oraz aż 5,07% w III kwartale 2014 r. Prognozy w wersji modelu z wyłączonym czynnikiem cyklicznym również wskazują na ożywienie, jednak słabsze.

Przedstawiając te ścieżki należy jednak wskazać na ryzyka, jakie ujawniają stosowane modele. Zwraca uwagę m.in. to, że wykresy wachlarzowe rozkładów predykcyjnych 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. Przy ocenie ryzyka prognozy na uwagę zasługuje jednak 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 bardzo precyzyjnie przewidziane.

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 na pozostawanie obecnie sektora produkcji w stanie pogorszenia koniunktury. W poprzednich edycjach raportu pogorszenie się koniunktury było mniej wyraźne. Choć w chwili obecnej obraz sektora produkcji charakteryzuje obniżona aktywność, jednak stan ten trwa już na tyle długo, że perspektywy rozwojowe sektora pod koniec bieżącego roku i w roku przyszłym powinny być lepsze.

Hipotezę taką wspierają m.in. analizy – na podstawie szeregów czasowych produkcji o częstotliwości miesięcznej – koniunktury oraz prognozy sytuacji w działach produkcyjnych.

Prognozą objęto dwunastomiesięczny horyzont czasowy (podobnie jak dla agregatów produkcji i sprzedaży). Wyraźną fazę recesji, będącą bądź kontynuacją stanu wskazanego w poprzednich raportach, lub nowym zjawiskiem, które ujawniło się w ciągu ostatnich trzech miesięcy, można zaobserwować w mniejszej liczbie działów produkcji w porównaniu z poprzednim raportem. Stanowi to pozytywny sygnał. Oceniając jego znaczenie trzeba jednak zwrócić uwagę, że wyraźniejszej fazy ekspansji w działach należy się spodziewać dopiero z początkiem przyszłego roku.

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 już w tym roku, a analiza *ex post* prognoz wykonanych w poprzednim raporcie dla działów produkcji wskazuje na dobre własności prognostyczne stosowanych narzędzi.

Pomimo widocznych oznak poprawy koniunktury gospodarki i jej podmiotów w III kw. 2013 r., dokonana ocena stopnia zagrożenia – tak w ujęciu retrospektywnym, jak i sporządzonych prognoz – nie uprawnia jednak do wycofania sygnału ostrzegawczego. Sugerują to wykonane analizy w zakresie zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności, wybranych działów GN (sekcji PKD) oraz klas wielkości badanych firm. Diagnozę taką uprawdopodobniają także doświadczenia międzynarodowe, z których wynika, że wyraźniejszy spadek zagrożenia upadłością występuje dopiero wówczas, gdy tempo wzrostu PKB trwale przekroczy 3% r/r. Zgodnie z prognozami makroekonomicznymi sytuacji takiej można się spodziewać dopiero po I kw. 2014 r. Prognozowane tempo rozwoju polskiej gospodarki sugeruje jednak, że mało prawdopodobne jest wystąpienie scenariusza pesymistycznego zagrożenia upadłością ogółem. Sygnał ostrzegawczy należy też interpretować jako ocenę poziomu zagrożenia upadłością, który do końca pierwszej połowy roku wciąż może być jeszcze dość wysoki, a nie – oczekiwanej dynamiki liczby upadłości. Tu model makro sugeruje spadek tej liczby.

Zagrożenie upadłością w poszczególnych działach i sekcjach PKD może jednak odbiegać od takiego obrazu ogólnego. I tak w przypadku Produkcji czy Przemysłu nie przewiduje się wzrostu stopnia zagrożenia upadłością nawet w scenariuszu pesymistycznym prognozy. Nie widać też wzrostu stopnia zagrożenia upadłością, w porównaniu do stanu obecnego, dla scenariuszy neutralnego i optymistycznego: w całej populacji firm (Ogółem) oraz w przypadku Handlu i Usług. Pogorszenie może natomiast jeszcze nastąpić w Budownictwie. Trzeba jednak stwierdzić, że z wyjątkiem Przemysłu, nawet w tych analizowanych tu przekrojach, w których przewiduje się spadki stopnia zagrożenia upadłością – stan tego zagrożenia jest wciąż historycznie wysoki.

III. WNIOSKI I REKOMENDACJE

Dane uzyskane w kolejnym (XI) cyklu badawczym ISR potwierdzają nasze wcześniejsze pozytywne oczekiwania co do poprawy koniunktury w polskiej gospodarce. Ożywienie gospodarcze jest już faktem i obecnie możemy przewidywać, że w 2014 r. będzie wyraźnie silniejsze w kolejnych kwartałach. Co oczywiście przeniesie się na odwrócenie w II połowie roku towarzyszącej nam od dłuższego czasu tendencji wzrostu stopnia zagrożenia przedsiębiorstw upadłością.

Dokonana ocena stopnia zagrożenia – zarówno w ujęciu retrospektywnym, jak i sporządzonych prognoz – nie uprawnia jednak do wycofania sygnału ostrzegawczego. Sugerują to wykonane analizy w zakresie zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw według rodzaju działalności (sekcje PKD) oraz klas wielkości badanych firm (te unikatowe analizy wykonano na danych pochodzących z blisko 48 tys. przedsiębiorstw i obejmują one ponad 641 tys. obiektów obserwacji analizy porównawczej i przyczynowo-skutkowej). Diagnozę taką uprawdopodobniają także doświadczenia międzynarodowe, z których wynika, że wyraźniejszy spadek zagrożenia upadłością występuje dopiero wówczas, gdy tempo wzrostu PKB trwale przekroczy 3 proc. r/r. Zgodnie z prognozami makroekonomicznymi sytuacji takiej można się spodziewać dopiero w II połowie 2014 r.

W okresie wchodzenia w ożywienie i jego intensyfikacji sytuacja przedsiębiorstw mocno się różnicuje. Można ocenić, że mniej więcej $\frac{3}{4}$ z nich odczuwa poprawę, a pozostała $\frac{1}{4}$ – nie. Korzystne impulsy koniunkturalne nie docierają do przedsiębiorstw w tym samym czasie i w równym stopniu – jest to mocno uzależnione także od ich usytuowania sektorowego i regionalnego. I tak, ogólna poprawa w budownictwie ujawni się z pewnym opóźnieniem i dopiero wówczas, gdy przedsiębiorstwa, pewne wzrostu zapotrzebowania na ich produkty i usługi, zdecydują się na inwestycje podnoszące ich moce wytwórcze. Na drugim biegunie można oczekiwać poprawy sytuacji przedsiębiorstw w transporcie i gospodarce magazynowej, który to sektor pozostawał w ostatnim okresie w recesji. To rezultat odczuwalnego już wzrostu produkcji przemysłowej.

Na poziomie działów PKD, w których zatrudnienie ogółem ma duży wpływ na rynek pracy, ponadprzeciętny stopień zagrożenia upadłością ma miejsce w następujących działach:

- produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń,
- wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego,
- produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych,
- produkcja urządzeń elektrycznych,
- naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń,
- handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi,
- roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej,
- działalność związana z zatrudnieniem,
- działalność pocztowa i kurierska,
- roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków,

- magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport,
- roboty budowlane specjalistyczne.

Podkreślamy, że nie należy oczekiwać natychmiastowego spadku liczby postępowań upadłościowych. Zapewne dla wielu przedsiębiorstw ożywienie koniunktury przychodzi za późno i jest niewystarczająco silne. Natomiast prawdopodobnie zmieni się trochę struktura tych postępowań – wzrośnie odsetek postępowań z możliwością zawarcia układu w stosunku do postępowań w celu likwidacji majątku. W okresie ożywienia i odczuwalnej poprawy kondycji finansowej wierzyciele będą nieco inaczej spoglądać na problemy swoich dłużników.

W układzie regionalnym nasze obecne analizy mikroekonomiczne wskazują na wyraźniej trudniejszą niż przeciętna sytuację przedsiębiorstw w województwie dolnośląskim. Tam liczba postępowań upadłościowych – w świetle ostatnich dostępnych danych – wzrastała najszybciej.

Natomiast w układzie działowym w najbliższym okresie – obok budownictwa – najtrudniejsza sytuacja będzie w „pozostałych usługowych działach PKD”. Świadczy o tym między innymi odczuwalne pogorszenie w 2013 r. wyniku finansowego przedsiębiorstw w tych działach. Zapewne jednak i tu będziemy obserwować znaczące zróżnicowanie sytuacji i w części sektorów usługowych nastąpi odczuwalna poprawa. Wyrażna korzystna zmiana sytuacji w tym obszarze będzie dopiero następstwem wzrostu dochodów gospodarstw domowych i spożycia indywidualnego, czego można oczekiwać w II połowie 2014 r.

Awizowane wcześniej utrzymywanie się złej koniunktury górnictwa węglowego znajduje potwierdzenie w aktualnych prognozach cen węgla (zwłaszcza koksowego) na rynkach światowych – znaczne ich spadki zanotowane w 2013 r. nie zostaną zrekompensowane wzrostami w 2014 r.

Ważnym nowym sygnałem płynącym z tej edycji badań jest silny wzrost zagrożenia upadłością w sekcji „informacja i komunikacja”. W jej skład wchodzi: działalność wydawnicza (książki, gazety, czasopisma), produkcja programów RTV i usługi informacyjne.

Nie do końca jasne będą w najbliższym okresie makroekonomiczne konsekwencje przeprowadzonej przez rząd zasadniczej zmiany w funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Z jednej strony, z pewnością pomogą one znacząco obniżyć poziom jawnego długu publicznego i obniżyć koszty jego obsługi. Być może też można liczyć na to, że w konsekwencji zostanie obniżony poziom deficytu budżetowego, a tym samym ogłoszone zmiany przyczynią się do poprawy sytuacji finansów publicznych. Tu jednak trzeba pamiętać, że przeszliśmy w okres intensywnego cyklu wyborczego (w ciągu dwóch lat czekają nas cztery ogólnokrajowe postępowania wyborcze). A to z pewnością wzmoże presję społeczną i polityczną na wzrost wydatków. Nie da się tego całkowicie uniknąć. Problem w tym, jaka będzie skala presji. Gdyby miało się okazać, że znacząca, a na to wyraźnie wskazują coraz częstsze zapowiedzi premiera o kolejnych prospołecznych działaniach rządu, to wpływ demontażu OFE na stan finansów publicznych nie będzie korzystny, przeciwnie – może, paradoksalnie, rodzić negatywne następstwa.

Ryzyko wzrostu konsumpcyjnych wydatków budżetowych z powodu czysto politycznej kalkulacji w 2014 r. zwiększa oczekiwana poprawa sytuacji budżetu państwa, wynikająca również i z tego, że poprawa koniunktury przyczyni się do wzrostu importu i pogorszenia salda bilansu handlowego, ale w rezultacie przyrost wpływów z VAT będzie większy niż wzrost nominalnego PKB. A to zjawisko nie zostało uwzględnione w projekcji dochodów podatkowych, na której oparto ustawę budżetową. Zatem tegoroczny budżet ma – jak się wydaje – pewną rezerwę wydatkową, w odróżnieniu od roku 2013. Jednak biorąc pod uwagę, że ożywienie koniunktury wystąpiło w polskiej gospodarce już w III kwartale 2013 r., można obecnie oszacować, że ostatecznie deficyt budżetowy państwa w ubiegłym roku może być niższy o około 8 mld zł, niż jego poziom zapisany w znowelizowanej ustawie budżetowej.

Wzrostu wydatków w 2014 r. można także oczekiwać po stronie jednostek samorządu terytorialnego, bowiem jesienią odbędą się wybory samorządowe.

Zmiany w OFE mają jednak i tę stronę – w tym przypadku jednoznacznie negatywną – że przyczynią się do pogorszenia i tak niezbyt korzystnej międzynarodowej pozycji polskiej gospodarki. Przekonująca jest w tym względzie opinia Stefana Kawalca (jednego z ekspertów panelu ISR). Jego zdaniem zmiany w OFE grożą pogorszeniem kluczowych wskaźników równowagi zewnętrznej Polski. Kawalec podkreśla, że dla analizy równowagi zewnętrznej kraju podstawowe znaczenie mają dwa powiązane ze sobą wskaźniki: saldo obrotów bieżących oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPIN – różnica między wszelkimi aktywami zagranicznymi i zobowiązaniami zagranicznymi kraju). Saldo obrotów bieżących obrazuje sumaryczny efekt zewnętrznych przepływów finansowych kraju w danym roku. Natomiast MPIN odzwierciedla skumulowany efekt sald obrotów bieżących z przeszłości.

Agencja ratingowa Moody's zapowiada, że od 2014 r. do oceny wiarygodności kredytowej krajów używać będzie nowej metodologii, w której wskaźniki równowagi zewnętrznej (w tym MPIN) będą miały większą niż obecnie wagę. W tym kontekście warto uświadomić sobie, jak na MPIN Polski wpłyną planowane zmiany w OFE. Samo przeniesienie obligacji z OFE do ZUS zmniejszy statystyczny dług państwowy o około 8% PKB, lecz nie wpłynie bezpośrednio ani na całkowitą wielkość MPIN, ani też na wielkość zadłużenia zagranicznego netto. Obniżenie statystycznej relacji długu państwowego do PKB stworzy jednak przestrzeń dla wzrostu zadłużenia w latach 2014-2015. Wobec wypadnięcia OFE z rynku obligacji skarbowych, nowe zadłużenie zostanie w przeważającej mierze objęte przez inwestorów zagranicznych. Spowoduje to dalsze pogorszenie MPIN Polski, której ujemna wielkość najprawdopodobniej szybko przekroczy 70% PKB, a przy tym powiększeniu ulegać będzie najbardziej ryzykowna część MPIN, czyli zadłużenie zagraniczne netto.

Relacja zadłużenia zagranicznego do PKB we wrześniu 2013 r. wynosiła 71,9% i rosła.

I jeszcze jedna kwestia – odnosząca się do OFE – wydaje się istotna dla oceny perspektyw koniunktury w polskiej gospodarce. Zakładając przesunięcie całej „części obligacyjnej” oraz 70-80 proc. „części akcyjnej” z OFE, można postawić znak zapytania w przypadku stabilności i wycen na polskiej giełdzie w latach 2014-2015. W zależności od przebiegu tego procesu będzie miało to wpływ na koniunkturę gospodarczą. Problem ten komplikuje także sumaryczną ocenę wpływu powyżej wskazanych czynników na zagrożenie upadłością w sektorze

przedsiębiorstw. Z jednej bowiem strony, możliwy do sfinansowania „wyborczy bodziec popytowy” przejściowo może zmniejszać to zagrożenie. Z drugiej natomiast strony, ewentualne fluktuacje na rynku kapitałowym oraz groźba pogorszenia się ocen wiarygodności kredytowej naszego kraju raczej nie będą tu działały pozytywnie. Nie można też zapominać, że procesy te mogą dotyczyć notowanych, a więc na ogół i większych, spółek.

Krótkookresowe optymistyczne perspektywy koniunktury gospodarczej wiążą się z utrzymywaniem się wysokiej konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki. Godzinowe koszty pracy w sektorze przetwórstwa przemysłowego były niższe niż w innych państwach naszego regionu. Według obliczeń NBP, odpowiednio o 26,7%, 23,7% oraz 5,8% niż w Czechach, na Słowacji i na Węgrzech. Kurs złotego utrzymuje się na stabilnym poziomie, co pobudza eksport. Zaobserwowane w 2013 r. tempo wzrostu polskiego eksportu nie odbiegało od tempa wzrostu handlu światowego, co było dużym osiągnięciem, wobec mizernego popytu importowego w krajach strefy euro. Polscy eksporterzy potrafili uplasować swoje produkty na rynkach pozaunijnych. Niestety wzrost eksportu w niewielkim stopniu wynika z wejścia na rynki z nowymi produktami: jest raczej wyrazem zmiany geografii sprzedaży niż innowacyjności. Trzeba jednak dostrzec i te sektory naszej gospodarki, które znacząco podniosły swoje możliwości eksportowe w następstwie przemyślaných inwestycji. Przykładem może być przemysł rolno-spożywczy. Tu inwestycje w przetwórstwo i chłodnictwo osłabiły odczuwalnie sezonowość sprzedaży i uatrakcyjniły jej ofertę.

Sytuacja w gospodarkach państw strefy euro pozostaje głównym źródłem niepewności dla polskiej gospodarki. Pomimo relatywnej poprawy sytuacji gospodarczej w krajach europejskich, poziom ich zadłużenia nadal pozostaje na rekordowym poziomie. To oznacza, że problem uznawany dość powszechnie za kluczowy dla kryzysu pozostaje nierozwiązany. Warto zwrócić uwagę, że na większości tych rynków popyt krajowy pozostaje ujemny, a ożywienie generuje przede wszystkim eksport. Nadal występują poważne problemy i zagrożenia w europejskim systemie bankowym.

Zdecydowanie bardziej optymistyczny obraz, choć też niepozbawiony rys, można zaobserwować w USA. Trudno jednak powiedzieć, czy jest to już tendencja trwała. Między innymi dlatego, że ożywienie nie jest tu wynikiem wzrostu efektywności w gospodarce realnej, ale stymulacji pieniężnej. Jednocześnie rozpoczęło się – choć niewielkie i powolne – ograniczanie skali luzowania ilościowego. Dla gospodarek wschodzących będzie to jednak źródłem szoku, bowiem spowoduje odpływ kapitału zagranicznego z tych rynków. Może to dotknąć także Polski. W konsekwencji może to doprowadzić do skokowego osłabienia złotego, co – jak się wydaje – jest jedynym poważnym źródłem zagrożenia makroekonomicznego.

Obecny – niedowartościowany – kurs złotego jest korzystny dla eksporterów. Jednak zauważamy pewne obniżenie się marży bezpieczeństwa, co oznacza, że wyraźniejsza aprecjacja złotego stosunkowo szybko spowodowałaby nieopłacalność części eksportu.

Nasze analizy sygnalizują, że znaczenie eksportu dla koniunktury gospodarczej oraz wkład eksportu netto do PKB będą miały jednak charakter wygasający już w perspektywie najbliższych kwartałów. Pytanie, w jakim stopniu rolę czynników wzrostu przejmą inwestycje i konsumpcja?

W II połowie 2013 r. obserwowaliśmy – raczej zaskakujący – wzrost spożycia. Można to tłumaczyć jako efekt odroczonej konsumpcji, którą wyzwoliło wycofanie części bankowych depozytów gospodarstw domowych w sytuacji znaczącego obniżenia ich oprocentowania, w następstwie serii obniżek stóp procentowych, przeprowadzonej przez RPP w I połowie ubiegłego roku.

Źródłem „dodatkowego” strumienia konsumpcji może być także rozrost działalności gospodarczej w szarej strefie, jako konsekwencja pogorszenia koniunktury na przełomie 2012 r. i 2013 r. Wskazywałyby na to dwa zjawiska – obniżona ściągalsność podatków oraz zwiększenie sumy pieniądza gotówkowego w obiegu. W 2013 r. dynamika przychodów podatkowych była ujemna, pomimo wzrostu nominalnego PKB.

Przy oczekiwanym wzroście popytu krajowego oraz w związku z relatywnie wysokim poziomem wykorzystania mocy wytwórczych, można oczekiwać wyraźnego wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Wskazujemy na te ankietowe deklaracje, choć obserwowana dynamika inwestycji jest jeszcze wciąż niska. Możemy oceniać, że większość przedsiębiorstw ma środki i motywy do podjęcia inwestycji rozwojowych. Co je powstrzymuje? Ważnymi czynnikami, które wpływają ograniczająco na wielkość inwestycji krajowych jest spadek dopływu funduszy unijnych oraz niepewność, jaką rodzi przedłużający się kryzys w strefie euro. Oba czynniki – jeśli nawet w złagodzonej formie – będą nadal występowały w tym roku, ponieważ duży napływ funduszy unijnych zacznie się w 2015 r., a strefie euro nie udaje się zahamować wzrostu zadłużenia publicznego w części krajów członkowskich, co uniemożliwia zmniejszenie premii za ryzyko zawartej w stopach dochodowości obligacji państw południowej części strefy euro. Ryzyko przedłużania się stagnacji w ich gospodarkach może – w połączeniu z deflacją – doprowadzić do wzrostu realnej wysokości długoterminowych stóp procentowych i zmniejszyć szanse na ożywienie i przynajmniej ustabilizowanie wielkości zadłużenia. Czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest brak politycznej zgody na umorzenie części zadłużenia państw śródziemnomorskich lub postulowane od dawna uwspólnotowanie długu strefy euro.

Należy też dostrzegać w Europie wzrost ryzyka politycznego. Rodzi je m.in. wciąż niezwykle wysokie bezrobocie strukturalne w szeregu gospodarek, np. Hiszpanii. I to ryzyko może się szybko ujawnić w wyniku zbliżających się wyborów do Parlamentu Europejskiego.

Czynnikiem przemawiającym za bardziej optymistycznym scenariuszem, zakładającym trwałą powrót strefy euro na ścieżkę wzrostu, co stworzyłoby szansę na ustabilizowanie relacji długu do PKB w krajach członkowskich, jest trwające ożywienie w gospodarce niemieckiej i poprawiające się perspektywy zawarcia unii bankowej. To zwiększa szanse na pojawienie się z czasem wzrostu akcji kredytowej jako czynnika wspierającego ożywienie gospodarcze.

U nas wzrostowi nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw będzie sprzyjać zapowiedź Rady Polityki Pieniężnej utrzymania, co najmniej do połowy 2014 r. stóp procentowych na obecnym, historycznie niskim poziomie. Długość okresu utrzymywania obecnego poziomu stóp będzie zapewne zależna od dynamiki wzrostu gospodarczego. Jeśli będzie on wyraźnie wyższy i znacznie przekroczy poziom produktu potencjalnego (obecnie szacowany na pozio-

mie 2,6%), to stosunkowo szybko ujawni się tendencja domykania się ujemnej luki popytowej. A to może skłonić Radę do zaostrzenia polityki pieniężnej.

Warto też zauważyć, że dla znaczącej części przedsiębiorstw źródłem niepewności jest wysokie ryzyko regulacyjne. Przykładami są m.in. ustawa o OZE (której koncepcja zmieniała się o 180 stopni w trakcie prac rządowych, skądinąd opóźnionych już o trzy lata) czy też poważne problemy administracji z zarządzaniem – uznanym za strategiczny – programem łupkowym.

W 2014 r. można oczekiwać poprawy sytuacji na rynku pracy. Nie będzie to jednak radykalna zmiana i nadal poważnym problemem będzie wysokie strukturalne bezrobocie. Z tym, że odwrócenie tendencji spadku zatrudnienia, co nastąpiło już w II połowie 2013 r., powinno skłaniać do odchodzenia od środków koniunkturalnego interweniowania na rynku pracy (np. zatrudnienie stażowe), na rzecz instrumentów wspierających dostosowania strukturalne. W tym obszarze kluczowe znaczenie powinno mieć wyższe niż dotychczas opłacanie wzrostu wydajności pracy, co powinno wspomagać stopniowe przesuwanie się przedsiębiorstw w kierunku konkurowania opartego na wysokiej jakości kapitału ludzkiego oraz innowacyjności, a nie tylko na niskich kosztach.

Najnowsza nasza projekcja makroekonomiczna przyniosła symptomatyczny wynik. Odczyt części danych okazał się zbliżony – wbrew wcześniejszym oczekiwaniom – nie do prognozy z wyłączonym komponentem cyklicznym, lecz do prognozy z tym komponentem aktywnym. Na razie jest jeszcze zbyt wcześnie na formułowanie mocnych wniosków, tym niemniej, gdyby taka sytuacja utrzymała się, to oznaczałaby, że okres globalnego kryzysu bankowego, a później globalnej recesji, nie wywołał w polskiej gospodarce zmian strukturalnych, które zmieniłyby w sposób zasadniczy charakter występującego w niej cyklu koniunkturalnego. Gdyby następne kwartały to potwierdziły, oznaczałoby to szansę na powrót polskiej gospodarki do tempa wzrostu PKB zbliżonego do przeciętnego tempa wzrostu przed kryzysem (z wyłączeniem lat 2007-2008, gdy także w Polsce tempo wzrostu było po części sztucznie podwyższone w wyniku boomu na rynku hipotecznym).

Co może przemawiać za tego rodzaju scenariuszem? Między innymi to, że dwie największe gospodarki strefy euro – niemiecka i francuska, będące naszymi najważniejszymi europejskimi rynkami zbytu – nie zostały dotknięte kryzysem bankowym w takim stopniu, jak Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Grecja. Prawdopodobnie zatem obie gospodarki powrócą do swego tempa wzrostu przed kryzysem, które było relatywnie niskie (1-2%), lecz wystarczające, aby wspierać relatywnie wyższe tempo wzrostu w gospodarce polskiej. Co więcej, stopniowe ożywienie następuje także w gospodarkach brytyjskiej i włoskiej, odgrywających relatywnie dużą rolę w polskim eksporcie.

Istotne jest jednak przede wszystkim to, że polska gospodarka nadal jest zrównoważona, w związku z czym nie występują w niej nierównowagi, które potencjalnie uniemożliwiłyby jej wejście na ścieżkę szybszego wzrostu.

Jednocześnie trzeba brać pod uwagę pewne pogorszenie się wskaźników koniunktury w grudniu oraz wyniki krótkoterminowej prognozy makroekonomicznej, które mogą wskazywać na możliwość osłabnięcia jeszcze w tym roku siły obecnego ożywienia koniunktury, co

jest zgodne z obawami, że słabość popytu w krajach rozwiniętych może z czasem osłabić się ożywienia w krajach wschodzących i zwrócić – w całej gospodarce globalnej.

Biorąc pod uwagę surowe wyniki analizy makroekonomicznej, na horyzoncie (z początkiem w 2015 r.) zarysowuje się wygaszenie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. Na razie jest to tylko pierwszy sygnał wskazujący na możliwość pogorszenia się dobrej koniunktury i przechodzenie do kolejnego cyklu koniunkturalnego. Z pewnością więcej danych do analizy tego negatywnego scenariusza uzyskamy w kolejnym (XII) cyklu badawczym ISR. Gdyby jednak miało się to niestety potwierdzić, to sygnalizowałoby, że z dużym prawdopodobieństwem mamy do czynienia ze skróceniem i osłabieniem fazy ożywienia w cyklu koniunkturalnym głównie z powodu słabości popytu w gospodarkach państw wysoko rozwiniętych.

Nie możemy zatem być pewni, czy nie mamy do czynienia jedynie z bardzo przejściowym przejawem ożywienia gospodarczego. Niewątpliwie impuls koniunkturalny został wykreowany przez politykę pieniężną w I poł. 2013 r. Istotne obniżki stóp procentowych przełożyły się m.in. na spadek atrakcyjności depozytów, pojawienie się efektu zaspokożenia odroczonej konsumpcji (widać to szczególnie mocno w sprzedaży samochodów, której poziom oscyluje wokół 15% r/r). Czy jest to jednak wystarczające do utrwalenia się lepszej koniunktury w dłuższym horyzoncie? Czy impuls monetarny wypali się po kilku kwartałach i już w 2014 r. będziemy obawiać się rychłego powrotu spowolnienia i jego ewentualnych skutków dla wzrostu stopnia zagrożenia upadłością? O tym będziemy w stanie znacznie więcej powiedzieć w następnym raporcie.