

2015

Projekt „Instrument Szybkiego Reagowania”

Synteza raportu XIV:
**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 2015 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 2015 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 Ostrzegania, 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 czternastego 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:

- Raporcie z oceny stopnia zagrożenia przedsiębiorstw upadłością – komponent mikroekonomiczny,
- Raporcie 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), dr Stanisław Kluza (Szkoła Główna Handlowa), Bartosz Kwiatkowski, prof. dr hab. Krzysztof Marczewski (Szkoła Główna Handlowa) oraz prof. dr hab. Andrzej Sławiński (Narodowy Bank Polski, Szkoła Główna Handlowa). W prezentowanym opracowaniu syntetycznym wykorzystane zostały uwagi i komentarze zgłoszone przez ekspertów systematycznie uczestniczących w pracach Panelu interpretacyjnego.

II. WYNIKI PRZEPROWADZONYCH ANALIZ

W ostatnich kwartałach gospodarka Polski znajdowała się wciąż w niepewnym otoczeniu zewnętrznym, które charakteryzowało się brakiem wyraźnych oznak poprawy sytuacji gospodarczej. Napięta sytuacja w Europie wschodniej pozostawia też wiele niepewności, co do rozwoju gospodarczego w naszym kraju. Dodatkowo nie obserwuje się wyraźnych sygnałów ożywienia w strefie euro. Odczyty danych o wzroście z III kwartału 2014 r. dla polskiej gospodarki są dobre relatywnie względem innych gospodarek europejskich i zostały przewidziane w poprzednich edycjach raportu. Zbudowane w tej edycji raportu prognozy wskazują jednak na ryzyko wystąpienia spowolnienia gospodarczego w 2015 roku. Dodatkowo, podobnie jak w poprzednich wersjach raportu należy podkreślić, że silnych i przekonujących argumentów za występowaniem recesji w horyzoncie sześciu kwartałów nie ma. Zaobserwowane nowe dane oraz podejście modelowe upoważniają do przedstawienia scenariusza prognostycznego, w którym spodziewać się należy w najbliższych kwartałach wyhamowania wzrostu gospodarczego, spadku aktywności w sektorze produkcji i słabego wzrostu w sektorze handlu.

Nowe dane o produkcji krajowym z III kwartału nie przesuwają tendencji centralnej rozkładów predykcyjnych w kierunku zera. Prognozujemy natomiast wyhamowanie aktywności w drugim półroczu 2015 r. Przyjmując wariant prognoz z czynnikiem cyklicznym wbudowanym w opracowany model, w kolejnych kwartałach 2014 r. obserwować będziemy wyższe tempo zmian PKB r/r, co jest zgodnie z obecną wersją raportu: 3,6% w IV kwartale, 4,9% w I kwartale 2015 roku, 3,9% w II kwartale 2015 roku oraz 3,7%, 3,0% oraz 2,2% r/r odpowiednio w III, IV kwartale 2015 r. i w I kwartale 2016 r.

Prawdopodobieństwo realnego spadku PKB r/r w okresie prognozy jest w obecnej rundzie prognostycznej analogiczne jak w poprzednim raporcie i wynosi około 0,2. 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, 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 na pozostawanie obecnie sektora produkcji w stanie pogorszenia koniunktury. W chwili obecnej obraz sektora produkcji charakteryzuje obniżona aktywność, która może niepokoić, gdyż trwa już relatywnie długo.

W dalszej kolejności dokonano analizy koniunktury oraz prognozy sytuacji w działach produkcyjnych, na podstawie szeregów czasowych produkcji o częstotliwości miesięcznej. Prognozą objęto dwunastomiesięczny horyzont czasowy, podobnie jak dla agregatów produkcji

i sprzedaży. Wyraźną fazę recesji lub wyhamowanie aktywności można zaobserwować w jedenastu działach produkcji, w tym m.in. w: Produkcja wyrobów tekstylnych, Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych, Produkcja metali, Produkcja maszyn i urządzeń, Produkcja mebli, Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń. Słabe ożywienie lub ekspansja (zwykle po trwającym dotychczas okresie spowolnienia lub recesji), może być przewidywane w pięciu działach: Dobra związane z energią (poza sekcją D oraz E), Górnictwo i wydobywanie, Wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego, Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych, Produkcja pozostałego sprzętu transportowego, Pozostała produkcja wyrobów. Pozostałe działy produkcji, które stanowią większość (21 działów), charakteryzuje stagnacja, to znaczy zarówno zegary cykli, jak i wykresy wachlarzowe prognoz tempa zmian produkcji r/r nie wskazują ani na poprawę sytuacji, ani na pogorszenie się. Niepewność, opisana w rozważanym podejściu, przez rozproszenie rozkładów predykcyjnych daje w tych przypadkach jednakowe szanse wzrostowi jak i spadkowi produkcji w rozważanym horyzoncie 16 miesięcy.

W przypadku handlu ocena perspektyw rozwojowych jest nieco lepsza, zgodnie z określeniem fazy cyklu, jak i zgodnie z przedstawionymi prognozami, co najmniej słabe ożywienie lub ekspansja będzie dotyczyć 8 spośród 15 rozważanych działów handlu. Pozostałe siedem działów handlu tkwi w stagnacji, zaś zbudowane prognozy wskazują na równe szanse dla wzrostu i dla spadku aktywności. W handlu nie zaobserwowano działów charakteryzujących się wyraźną recesją i spowolnieniem.

W przypadku budownictwa słabe ożywienie może dotyczyć działów: Budownictwo ogółem oraz Roboty budowlane związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Sektor Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków nie będzie się rozwijał w horyzoncie prognozy, jednak nie będzie też wykazywać dalszej recesji.

W sytuacji, w której polska gospodarka znajduje się w fazie umiarkowanego wzrostu, można oczekiwać przynajmniej pewnej stabilizacji sytuacji przedsiębiorstw. Wykonane analizy mikroekonomiczne w zakresie zmian stopnia zagrożenia upadłością przedsiębiorstw ogółem wskazują na spadek zagrożenia upadłością do końca 2014 r. z pewnym jednak odbiciem stopnia zagrożenia w I kw. 2015 r. Wynikać ono może głównie, w scenariuszu neutralnym z pogorszenia się stopnia zagrożenia w Handlu i Usługach, gdyż prognozy wskazują na malejący stopień zagrożenia w Produkcji. Wzrost zagrożenia dotyczyć też będzie bardziej firm średnich niż dużych, w których jego poziom będzie praktycznie stabilny (z nieznaczną tendencją wzrostową).

III. WNIOSKI I REKOMENDACJE

W poprzednim kwartalnym Raporcie (XIII edycja) mocno akcentowaliśmy znaczenie czynników zewnętrznych dla kształtowania sytuacji polskiej gospodarki. I chcemy podkreślić, że również w świetle aktualnych danych to one nadal wywierają zasadniczy wpływ. Chodziło nam w szczególności o przedłużający się okres stagnacji gospodarek strefy euro oraz o konsekwencje konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. Teraz do tej listy należy dołożyć „uwolnienie” (zaprzestanie interwencji walutowych przez Narodowy Bank Szwajcarii) w połowie stycznia 2015 kursu franka szwajcarskiego i jego szokową aprecjację.

Wpływ wzrostu kursu franka na polską gospodarkę powinien być ograniczony, ponieważ – w przeciwieństwie do sytuacji na Węgrzech – polski nadzór bankowy, wydawał kolejne regulacje zaostrzające zasady udzielania walutowych kredytów mieszkaniowych. Do najważniejszych należały kolejne edycje rekomendacji S (w latach 2006, 2008, 2011 i 2013) oraz rekomendacja T wydana w 2010 r.

W efekcie działań nadzorczych większość mieszkaniowych kredytów walutowych zaciągnęły najzamożniejsze gospodarstwa domowe, w przypadku, których wzrost kursu franka i kosztów obsługi takiego kredytu nie będzie stanowił znacznego procentu ich dochodów do dyspozycji. Typowe obciążenie spłatą kredytów walutowych wynosi, bowiem ok. 20 proc. dochodów gospodarstw domowych, co nie powinno mieć znaczącego wpływu na ogólną wielkość wydatków konsumpcyjnych w tej dominującej grupie kredytobiorców.

Ogólnie jednak ponad 20-procentowa aprecjacja CHF będzie miała niekorzystny, choć raczej ograniczony, wpływ na polską gospodarkę. Potencjalne korzyści mogące się pojawić w obszarze handlu zagranicznego będą minimalne ze względu na strukturę polskiego eksportu. Poziom kredytów mieszkaniowych denominowanych w CHF może wzrosnąć o ok. 30 mld zł.

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie podał dotąd pełnej analizy przyczyn uwolnienia kursu franka. Być może jedną z nich były rosnące alternatywne koszty zarządzania bardzo dużymi i szybko rosnącymi rezerwami walutowymi Szwajcarii. Jeśli faktycznie tak było, to jednym z powodów uwolnienia kursu franka mogło być dążenie SNB do zmniejszenia przyszłej presji aprecjacyjnej na franka poprzez przypomnienie inwestorom na rynku globalnym, że lokowanie w szwajcarską walutę także wiąże się z ryzykiem. 40-procentowy udział produkcji przemysłowej w PKB Szwajcarii i mały rynek wewnętrzny przemawiałyby za tym, że Narodowy Bank Szwajcarii z czasem ponownie stabilizować swą walutę, jednakże brak jest na razie przesłanek, by przewidywać kiedy i w jakiej formie to nastąpi.

W XIV edycji analiz ISR chcemy jednak mocniej zaakcentować znaczenie czynników krajowych. Zaczynają one bowiem silniej oddziaływać i w połączeniu z czynnikami zewnętrznymi, mocno komplikując sytuację. Jej analiza jest w konsekwencji bardzo trudna, a nasze prognozy obarczone większą niż zwykle niepewnością. Na szczególną uwagę zasługują tu m.in. dwa uwarunkowania:

1. Utrzymująca się w średnim okresie deflacja.
2. Korzyści z niskich cen ropy w zderzeniu z konsekwencjami kosztów nieefektywnego górnictwa.

Patrząc na łączny przebieg trzech zmiennych: PKB, bezrobocia i inflacji można mieć wrażenie, że nie działa (a przynajmniej nie jest intensywny) w Polsce tzw. „efekt nominalnej sztywności płac w dół” (zwany regułą Howitta). Oznacza, to możliwość zachodzenia w polskiej gospodarce następujących zależności (rozłącznie lub w różnym układzie proporcji):

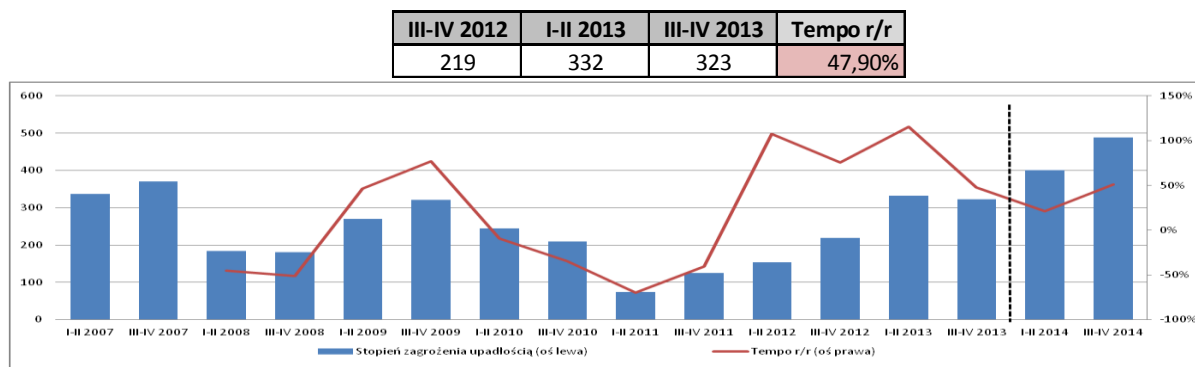
- bezrobocie mimo kolejnych spadków jest znacząco powyżej swej naturalnej stopy i nie kreuje ryzyka spirali płacowo-inflacyjnej; wówczas polityka pieniężna jest indyferentna ze względu na wybrane składowe impulsów koniunkturalnych i w większym stopniu może zarządzać dylematem na styku: koszt obsługi długu publicznego vs. podnoszenie skłonności do oszczędzania przez gospodarstwa domowe;
- siła (potencjał dla) koniunktury w polskiej gospodarce jest wewnętrznie na tyle duża, że nie zachodzi (znacząco obniża) ryzyko efektu schłodzenia ze względu na możliwość wystąpienia obniżki efektywności branż z dużym udziałem etatów o najniższych wynagrodzeniach;
- deflacja (zarówno popytowa jak i kosztowa) jest przejściowa (krótkookresowa) i nie odzwierciedla rzeczywistej równowagi na styku PKB – rynek pracy – procesy cenowe. Przejściowość może wynikać w przewadze z zewnętrznych równowag cenowych. Wówczas nieco wyższa stopa procentowa NBP jest lepszą strategią w tym szczególnie wobec możliwości odwrócenia się globalnych tendencji cenowych.

Niskie ceny ropy będą istotnym czynnikiem pro koniunkturalnym w polskiej gospodarce, nawet jeżeli ceny detaliczne spadną w mniejszym stopniu niż te na rynkach hurtowych. Z drugiej strony będzie to negatywnie oddziaływać na ceny węgla, które pośrednio są powiązane ze wszystkimi surowcami energetycznymi. Na szczególne wyróżnienie zasługuje istotne i z dużym wyprzedzeniem wygenerowanie sygnału przez model ISR dla ryzyk koniunkturalnych w polskim górnictwie. Z punktu widzenia polityk zapobiegawczych (które może podejmować rząd), sygnał ten był już bardzo czytelny od prawie dwóch lat. Kwestii górnictwa węgla kamiennego, w tym diagnozach zawartych w raportach ISR, chcemy więc poświęcić obszerniejszy komentarz.

Na wysoki stopień zagrożenia bankrutem w dziale „Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego” zwraca uwagę większość Raportów Łącznych ISR (RŁ) – zarówno na podstawie przeprowadzanych analiz mikroekonomicznych, jak i prognoz na poziomie agregatów działowych. Dział ten zazwyczaj był zaliczany do grupy 10 najbardziej zagrożonych upadłością, przy czym najczęściej mieścił się w pierwszej piątce w tym rankingu.

Syntetyczny obraz kształtowania się zagrożenia upadłością w tym dziale według obecnej metodyki (RŁ 13 – wrzesień 2014) w analizowanym w ramach ISR okresie przedstawia poniższy rysunek:

Dział PKD: WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU) Stopień zagrożenia upadłością



Źródło: Analizy wykonane w komponente makroekonomicznym i mikroekonomicznym projektu ISR – Raport łączny XIII.

Wskazuje on na systematyczny wzrost zagrożenia upadłością (sygnalizowany w kolejnych Raportach Mikro oraz RŁ) od II p. 2011 r., przy czym od 2013 r. stopień tego zagrożenia jest oceniany jako wysoki, a prognoza stopnia zagrożenia wskazywała na koniec 2014 r. bardzo wysoki (alarmowy) stopień zagrożenia.

Nasze analizy i Raporty trafnie i we właściwym czasie sygnalizowały punkt zwrotny stopnia zagrożenia upadłością oraz przyczyny tego zagrożenia (po okresie relatywnie niższego poziomu tego zagrożenia w okresie od I p. 2011 do I p. 2012).

Złe wyniki przedsiębiorstw tego sektora nie wynikają tylko z dekonjunktury i obniżenia cen. Podstawowe przyczyny złej kondycji ekonomiczno-techniczno-produkcyjnej państwowego sektora górnictwa węgla kamiennego są dwie:

1. Nieracjonalne zarządzanie, które w wielu przypadkach jest efektem ograniczeń natury politycznej.
2. Słabość nadzoru właścicielskiego i organów nadzorczych spółek. Walne zgromadzenia akcjonariuszy ograniczają się do udzielania absolutorium zarządom spółek i radom nadzorczym oraz zawierania kontraktów menedżerskich, których wypełnianie nie jest poważnie rozliczane.

W konsekwencji, w państwowym sektorze górnictwa węgla kamiennego występuje: (i) przerost zatrudnienia w spółkach węglowych; (ii) utrzymywanie zbędnego majątku trwałego (szyby, wyrobiska, nieruchomości przykopalniane); (iii) niedostosowany do uwarunkowań rynkowych asortyment produkowanego węgla oraz, w wielu przypadkach, niedostateczna jakość produkowanych tzw. miałów energetycznych.

Dla trwałej naprawy tego sektora gospodarki wskazane jest:

- ustanowienie mechanizmu zwiększenia zapasów węgla w przedsiębiorstwach energetycznych;
- przeprowadzenie inwentaryzacji i analizy kluczowych wskaźników funkcjonowania każdej czynnej kopalni/zakładu górniczego, w tym wyliczenie progów rentowności, a na ich podstawie wskazanie, które kopalnie mogą być rentowne w przyszłości, a które są trwale nierentowne;
- zamknięcie trwale nierentownych kopalń;
- dokonanie racjonalizacji zbiorowych układów pracy;
- wprowadzenie nowej organizacji pracy wzorowanej na organizacji pracy w kopalni „Silesia”;
- ustanowienie rynkowego mechanizmu wyznaczanie ceny węgla według jego klasy;
- wprowadzenie do obrotu publicznego na Giełdzie Papierów Wartościowych akcji zrestrukturyzowanych spółek górniczych.

Przykład górnictwa kamiennego jest znamieny, choć nie jedyny, bowiem pokazuje, że opracowane przez nas analizy nie są we właściwym stopniu brane pod uwagę przez decydentów rządowych. Wniosek jest smutny, choć oczywisty: dysponujemy w Polsce zweryfikowanym i dobrym Systemem Wczesnego Ostrzegania, niestety Instrumentu Szybkiego Reagowania nadal nie ma.

Z naszych analiz i bieżących informacji wynika, że w co najmniej kilku sektorach naszej gospodarki występuje wysoki poziom koniunkturalnego zagrożenia. Jednym z nich jest transport i logistyka. Również o tym zagrożeniu systematycznie informujemy w kolejnych raportach. W przypadku tego sektora dodatkowe niebezpieczeństwo wynika z decyzji władz niemieckich, dotyczącej obowiązku stosowania niemieckiej stawki płacy minimalnej wobec kierowców za okres przejazdu przez Niemcy.

Warto zwrócić uwagę na znaczące pogorszenie się w 2014 r. sytuacji przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego – nie zostało ono przewidziane przez model, ponieważ wynikało w znacznej mierze z szoków egzogenicznych.

Kolejnym zagrożonym sektorem są usługi telekomunikacyjne i pocztowe.

Natomiast poprawiła się sytuacja w budownictwie. Już w 2014 r. spadł wskaźnik zagrożenia upadłością dla przedsiębiorstw budowlanych. Wydaje się, że wyjątkowo ciepła zima może pomóc sektorowi w 2015 r. ostatecznie wyjść na prostą – choć nie oznacza to dynamicznego wzrostu.

Z naszych prognoz wynika, że polska gospodarka utrzyma relatywnie wysokie – czyli powyżej 3 proc. PKB - tempo wzrostu w 2015 r., w tym we wszystkich jego kwartałach. W tym okresie możemy spodziewać się następujących pozytywnych impulsów wpływających na gospodarkę:

- utrzymywanie się niskich cen energii na świecie (pytanie, czy osiągnięto już minimum cen, jeśli tak, to przy coraz mocniejszym dolarze pozytywny wpływ może stopniowo wygasać i przekształcić się w negatywny);

- inwestycje publicznie wzrosną, ale w tempie umiarkowanym (ograniczenie budżetowe działać może hamująco, wybory – pobudzająco), natomiast wzrost niepewności na rynkach bazowych oraz konflikt na Wschodzie nie będzie sprzyjał wzrostowi inwestycji prywatnych;
- spożycie indywidualne może wzrosnąć w podobnym tempie jak w 2014 r.; przy stosunkowo wolno rosnącym funduszu płac i niskiej dynamice świadczeń społecznych oraz deflacji w początku roku (wzrost spożycia może być mniejszy, gdyby wystąpiły niespodzianki inflacyjne: szoki podażowe – przede wszystkim w rolnictwie);
- okres wyborczy będzie skłaniał do umiarkowanego zwiększenia wydatków publicznych.

Niestety gorzej wygląda prognoza wzrostu w 2016 r. Pod tym względem nasza prognoza wskazuje na odmienną tendencję w kształtowaniu się koniunktury niż inne prognozy publikowane z Polsce i przez instytucje międzynarodowe.

Nasz model makroekonomiczny sygnalizuje możliwość obniżenia tempa wzrostu PKB poniżej 3 proc. już w I kwartale 2016 r. Obliczenia wskazują bowiem na obniżenie dynamiki spożycia krajowego. Gdyby miało się to potwierdzić, czemu sprzyjałaby szoki podażowe prowadzące do powrotu inflacji, wówczas możliwość utrzymania względnie wysokiego tempa wzrostu zależeć będzie od wkładu eksportu netto oraz dynamiki inwestycji prywatnych. I te dwa zagadnienia są obecnie ważne w polityce gospodarczej rządu.

Szczególnie wysoka wydaje się tu waga eksportu, bowiem międzynarodowe prognozy w większości wskazują na przejście gospodarki światowej w okres graniczącego z recesją spowolnienia. Skuteczna promocja polskiego eksportu staje się więc konieczna.

Eksperti uczestniczący w panelu interpretacyjnym podkreślili przy tym, że analizy ex post potwierdzają, że model wykorzystywany w projekcie ISR do prognoz makroekonomicznych rzeczywiście (pomimo kontrowersyjnych niekiedy wyników dotyczących poziomów prognozowanych zmiennych) posiada – zgodnie z zamierzeniami towarzyszącymi jego tworzeniu – rzadką w przypadku modeli prognostycznych zdolność do przewidywania wystąpienia punktów zwrotnych koniunktury i precyzyjnej lokalizacji ich w czasie. Ta właściwość modelu jest potencjalnie bardzo cenna zwłaszcza w sytuacji, gdy na całym świecie doświadczenia niedawnego kryzysu uwypukliły potrzebę bardziej aktywnego niż wcześniej zakładano – prowadzenia antycyklicznej polityki stabilizacyjnej, zwłaszcza w odniesieniu do polityki fiskalnej.

Podstawowym źródłem obaw, dotyczących przyszłej koniunktury polskiej gospodarki, jest nadal sytuacja w strefie euro. Poważnym problemem strefy euro jest duże i nadal rosnące zadłużenie rządów krajów członkowskich (będące konsekwencją wcześniejszego kryzysu bankowego i wywołanej nim recesji) powodujące, że ekspansja fiskalna nie może być użyta (także ze względu na ustalenia paktu fiskalnego) jako czynnik przeciwdziałający słabości popytu. A działanie takie byłoby pożądane, bo słabość ta jest efektem m.in. trwającego procesu oddłużania się gospodarstw domowych, co z natury rzeczy zmniejsza wielkość ich wydatków konsumpcyjnych. W dodatku jednoczesne oddłużanie się gospodarstw domowych i rządów tworzy efekt skumulowany i jest w strefie euro przyczyną chronicznej słabości popytu.

W sytuacji tego rodzaju czynnikiem mogącym ożywić koniunkturę mógłby być wzrost eksportu lub polityka reflacyjna, polegająca na podjęciu na dużą skalę inwestycji infrastrukturalnych. Wprawdzie eksport staje się stopniowo czynnikiem poprawiającym koniunkturę w niektórych krajach członkowskich (na przykład w Hiszpanii), jednakże poprawa koniunktury w gospodarce globalnej jest zbyt powolna, by mogło to mieć znaczący wpływ na koniunkturę w całej strefie euro.

Kluczowym elementem polityki reflacyjnej ma być tzw. Plan Junckera, zakładający, że udzielenie gwarancji kredytowych o wartości 21 mld. euro umożliwi uruchomienie inwestycji o wartości 315 mld. euro. Na razie trudno ocenić realność tego planu. Można przypomnieć jedynie, że przyczyną wzrostu inwestycji w gospodarce amerykańskiej i brytyjskiej było ożywienie konsumpcji i wzrostu produktu krajowego.

Gdy, ani polityka fiskalna ani polityka reflacyjna mogą nie wystarczyć dla podtrzymania koniunktury w strefie euro, duże nadzieje wiąże się z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny, czego kolejnym etapem ma być zakup obligacji skarbowych (QE).

Zasadniczym celem QE jest spowodowanie wzrostu cen obligacji skarbowych i spadku długoterminowych stóp procentowych. Jeśli nawet cel ten zostanie osiągnięty (mimo i tak już niskiego poziomu stóp długoterminowych), to i tak nie będzie to mogło mieć podobnie pozytywnych skutków dla gospodarki strefy euro jak w przypadku gospodarki amerykańskiej czy brytyjskiej. Firmy europejskie finansują bowiem swoje potrzeby pożyczkowe w dużo większym stopniu zaciągając kredyty w bankach niż emitując obligacje (jak ma to miejsce w krajach anglosaskich). W tej sytuacji na koszt pieniądza dla przedsiębiorców wpływa w Europie kontynentalnej raczej koszt ich finansowania przez banki, a nie wysokość długoterminowych stóp procentowych.

W Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii spadek długoterminowych stóp procentowych wpłynął na wzrost cen domów. Wartość aktywów netto gospodarstw domowych stała się dzięki temu ponownie dodatnia (relacja wartości domów do kredytów hipotecznych zaciągniętych na ich zakup), co umożliwiło gospodarstwom domowym ponowne refinansowanie kredytów hipotecznych i zaprzestanie spłacania ich z bieżących dochodów, co wpłynęło korzystnie na popyt krajowy. W strefie euro, jeśli nawet nastąpi wzrost cen domów, to nie wpłynie on znacząco na spadek obciążenia gospodarstw domowych spłatami netto kredytów hipotecznych, ponieważ w Europie kontynentalnej z różnych powodów efekt majątkowy występuje w nieporównanie mniejszym stopniu.

Nadzieje na to, że luzowanie polityki pieniężnej poprawi koniunkturę w strefie euro wiążą się z powszechnym przekonaniem, że jego efektem będzie „drukowanie pieniądza” przez Europejski Bank Centralny. W rzeczywistości jednak efektem QE jest jedynie wzrost płynnych rezerw banków, których zwiększenie się mogłoby wpłynąć na wzrost podaży pieniądza, a w konsekwencji także wydatków krajowych, ale tylko wtedy, gdyby banki wykorzystwały wzrost płynnych rezerw na zwiększenie swej akcji kredytowej. A to ona jest faktycznym źródłem kreacji pieniądza (środków płatniczych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, wyko-

rzystywanych przez nie na finansowanie bieżących wydatków na towary i usługi). Tymczasem, przy relatywnie mało optymistycznych perspektywach wzrostu w gospodarce europejskiej, popyt na kredyt jest wciąż słaby. Przejawem tego jest m.in. znacznie mniejsze niż oczekiwano zainteresowanie europejskich banków udziałem w programie TLTRO (umożliwiającym bankom finansowanie udzielanych przez nie kredytów).

Obok niemożności ożywienia akcji kredytowej, czynnikiem mogącym spowodować z czasem umocnienie się tendencji stagnacyjnych w gospodarce strefy euro jest utrzymująca się presja deflacyjna, która – jeśli się utrwali – może zmniejszyć możliwość skutecznego wpływu przez ECB na wysokość realnych stóp procentowych.

Potencjalnie pozytywnym efektem QE byłoby obniżenie oprocentowania obligacji skarbowych krajów członkowskich strefy, które ułatwiłoby zahamowanie niepokojącego procesu stałego wzrostu relacji długu publicznego do PKB, co stoi w sprzeczności z postanowieniami paktu fiskalnego (*Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union*), którego postanowień kraje członkowskie mogą nie spełniać w obliczu stagnacji gospodarczej. Niepokojącym symptomem tego zagrożenia są niedawne decyzje rządów Francji i Włoch.

Czynnikami podtrzymującymi koniunkturę w strefie euro były relatywnie dobra sytuacja w gospodarce niemieckiej, ogólne zmniejszenie się skali restrykcyjności polityki fiskalnej w krajach strefy, spadek cen ropy, zwiększający siłę nabywczą gospodarstw domowych, oraz spadek kursu euro, zwłaszcza po ogłoszeniu przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości, że zakupy obligacji skarbowych państw członkowskich strefy mieszczą się w mandacie ECB (pomimo poważnych zastrzeżeń w tym względzie formułowanych przez Bundesbank i niemiecki Federalny Trybunał Konstytucyjny).

Skutki spadku cen ropy i innych surowców dla krajów wschodzących „przypomniaty”, w jak dużym stopniu ich sytuacja gospodarcza zależy od popytu na surowce ze strony gospodarek wysoko rozwiniętych i Chin. Zależność tę zwiększa trwający w krajach wschodzących proces deindustrializacji, czyli zmniejszania się udziału przemysłu przetwórczego w tworzeniu wartości dodanej.

Zmiany koniunktury w państwach wysoko rozwiniętych wpływają szybko na zmiany koniunktury w krajach wschodzących, ponieważ zachodzący w nich wcześniej proces industrializacji polegał na objęciu ich gospodarek globalnymi sieciami produkcji i dystrybucji (*global supply chains*). Jednym z efektów tego zjawiska jest szybkość, z jaką słabość koniunktury w strefie euro odbiła się na spadku eksportu krajów naszego regionu, objętych sieciami produkcyjnymi dużych europejskich (głównie niemieckich) korporacji.

Symptomem relatywnie dobrej sytuacji w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej jest względna odporność popytu krajowego na spadek eksportu do strefy euro i oraz do Rosji i na Ukrainę. Sytuacja ta jest efektem tego, że w gospodarkach regionu nadal trwa proces realnej konwergencji i wciąż rośnie udział wartości dodanej tworzonej w przemyśle przetwórczym, co podtrzymuje relatywnie wysokie tempo wydajności, umożliwiające wzrost płac i dochodów gospodarstw domowych.

W odniesieniu do ewentualnych kolejnych edycji raportów analitycznych ISR uczestnicy panelu ekspertów wsparli propozycję wprowadzenia informacji o korelacji pomiędzy opóźnionymi/wyprzedzającymi szeregami czasowymi. Daje to więcej informacji o współzależnościach pomiędzy wybranymi do analizy agregatami makroekonomicznymi (np. produkcją przemysłową i sprzedażą detaliczną). Można w ten sposób zbadać/wyodrębnić sektory, które są wyprzedzające lub opóźnione względem innych.