

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 04/14 (grudzień 2014 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2014 r.



Nr 04/14 (grudzień 2014 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2014 r.

Zofia Jankiewicz

Łukasz Postek

Katarzyna Puchalska

Agnieszka Sawicka

Izabela Tymoczko

Spis treści

Streszczenie	2
Rentowność i jej determinanty	4
1. Populacja przedsiębiorstw	4
2. Przychody	4
3. Koszty	9
4. Wynik finansowy i rentowność	12
Zatrudnienie, wydajność pracy	17
1. Zatrudnienie	17
2. Wydajność pracy	18
Aktywność inwestycyjna	20
1. Inwestycje ogółem	20
2. Wartość kosztorysowa nowo rozpoczynanych inwestycji	21
3. Środki trwale z importu	21
4. Inwestycje w układzie rodzajowym	22
5. Finansowanie	24
Zapasy	26
Płynność, finansowanie działalności	27
1. Płynność	27
2. Zadłużenie	29
3. Wyplacalność	31
Aneks	35

Streszczenie

W III kw. br. pojawiły się dalsze sygnały słabnącego tempa wzrostu w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie firmy pozostawały w dobrej kondycji finansowej: wzrósł wynik finansowy, zwiększył się odsetek firm rentownych, wyższy był poziom płynności i zgromadzone na rachunkach środki pieniężne, zaś dynamika inwestycji w majątek trwały pozostała dwucyfrowa.

Relatywnie słaby popyt wewnętrzny i słabnący popyt zewnętrzny oraz wprowadzenie sankcji na import żywności do Rosji przełożyły się na spadek dynamiki przychodów ze sprzedaży. Silniejszą redukcję odnotowano w przypadku eksportu. Przychody te obniżyły się w ujęciu nominalnym, zaś realnie minimalnie wzrosły. Wśród branż zależnych od sprzedaży na rynek wschodni spadki zanotował przemysł elektroniczny i odzieżowy, a ze względu na sankcje, również przemysł spożywczy. Embargo na wywóz żywności do Rosji przełożyło się na poziom cen, co dodatkowo obniżyło wpływy ze sprzedaży firm z branży spożywczej. W niektórych branżach spadki eksportu były częściowo rekompensowane przez wzrost sprzedaży na rynek krajowy. Ponadto, silne wzrosty zanotował zwłaszcza przemysł motoryzacyjny oraz elektroniczny.

Po słabym II kw. w kolejnych trzech miesiącach roku miał miejsce wzrost wyniku finansowego. Był on m.in. skutkiem ograniczenia poziomu kosztów, m.in. materiałów, na co wpływ miały malejące ceny produkcji sprzedanej przemysłu. Ważnym czynnikiem zwiększającym zyski były ponadto przychody z operacji finansowych. Jednak trafiły one przede wszystkim do bardzo wąskiego grona największych przedsiębiorstw w populacji i miały najprawdopodobniej charakter wyłącznie „księgowy”. Ostatecznie koncentracja środków finansowych w populacji zmniejszyła się, na co złożyła się zarówno obniżona zyskowność największych podmiotów, jak i stopniowo poprawiająca się sytuacja przedsiębiorstw średniej wielkości. Mimo tych zmian duże podmioty pozostały bardziej rentowne niż sektor MSP.

Czwarty kwartał z rzędu rosło zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Wzrost ten był niewielki co do skali, ale silniejszy niż wzrost sprzedaży. Liczbę etatów powiększył ponownie sektor usługowy oraz Przetwórstwo przemysłowe, w tym zwłaszcza firmy sprzedające za granicą, a zatem grupy przedsiębiorstw rozwijające się najszybciej, względnie osiągające dobre wyniki finansowe. Fundusz płac rósł w III kw. bardziej dynamicznie niż poziom zatrudnienia, a wzrost ten był najczęściej obserwowany wraz z rosnącą liczbą etatów. Przeciętne wynagrodzenia również nieznacznie zwiększyły się; najbardziej w usługach nierynkowych i usługach zorientowanych na potrzeby biznesu (poza handlem i transportem).

Wzrost zysków i środków pieniężnych w sektorze przedsiębiorstw, jak też niskie stopy procentowe tworzyły sprzyjające warunki do inwestowania. Inwestycji nie wyhamowało malejące tempo przychodów, co może oznaczać przejściowy charakter tego spadku w odczuciu przedsiębiorstw. Poziom wydatków na cele inwestycyjne rósł w III kw. w tempie dwucyfrowym, a przy tym nieznacznie szybciej niż kwartał wcześniej. Poprawa obserwowana była m.in. w postaci rosnącego odsetka firm inwestujących w większej skali, niż w roku poprzednim. Można też zauważyć, że wydatki inwestycyjne stają się coraz mniej skoncentrowane w grupie największych przedsiębiorstw, a zatem inwestuje coraz więcej mniejszych podmiotów. Kwota przeciętnych nakładów na środki trwałe odniesionych do wartości majątku przedsiębiorstwa nieznacznie wzrosła, niemniej pozostała wyraźnie poniżej swoich maksymalnych wartości z lat odznaczających się największą aktywnością inwestycyjną. W III kw. przedsiębiorstwa wyraźnie zwiększyły inwestycje w maszyny i urządzenia, ale też kontynuowały inwestycje w budynki i budowle oraz zakupy środków transportu. Przyspieszające inwestycje w park maszynowy, a także malejący odsetek inwestycji modernizacyjnych sugerują, że rośnie rola inwestycji mających na celu rozbudowę zdol-

ności produkcyjnych. Skala tych działań pozostała jednak relatywnie niewielka. W dalszym ciągu największą aktywnością inwestycyjną charakteryzuje się przemysł (poza górnictwem).

W III kw. br. sektor przedsiębiorstw nadal akumulował środki finansowe. Zwiększyły się wszystkie główne miary płynności, jak też odsetek przedsiębiorstw, które odznaczają się „bezpiecznym” poziomem płynności. Oznacza to, że sytuacja płynnościowa w sektorze przedsiębiorstw poprawia się również w grupie mniejszych podmiotów, choć trzeba też zauważyć, że poprawa w sektorze MSP charakteryzuje się niskim tempem poprawy.

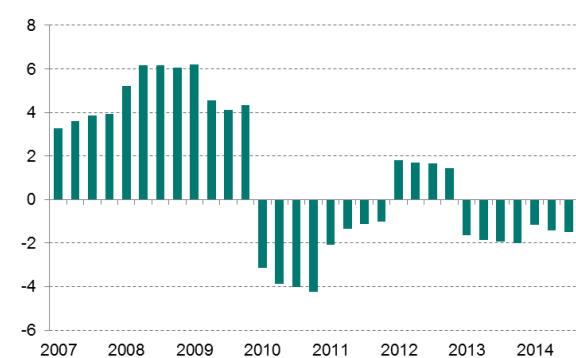
Z punktu widzenia skali zadłużenia, można nadal uznać, że ryzyko upadłości w sektorze przedsiębiorstw pozostaje umiarkowane. Zobowiązania firm stanowią obecnie 48% pasywów sektora, co choć oznacza lekki wzrost w porównaniu do poprzedniego kwartału, to jednak pozostaje nadal relatywnie niewielkie na tle zadłużenia firm w innych krajach. Wzrost zadłużenia zanotowano m.in. w odniesieniu do kredytów długoterminowych, co było najprawdopodobniej skutkiem zwiększonego zapotrzebowania na środki finansowe związane z zakupem środków trwałych. Natomiast dalszy spadek dotyczył zobowiązań z tytułu kredytów krótkoterminowych, co z kolei można powiązać ze zwiększającymi się zyskami i wysoką płynnością firm. Podobnie rozbieżne kierunki zmian odnotowano w odniesieniu do emisji papierów wartościowych – wyraźnie wzrosła wartość wyemitowanych papierów długoterminowych, zmniejszyła się zaś emisja papierów o krótszym terminie wykupu. Nadal z tej formy finansowania korzystało stosunkowo niewiele największych firm, w dalszym ciągu też duża część tej emisji przeznaczona była dla podmiotów powiązanych.

Rentowność i jej determinanty

1. Populacja przedsiębiorstw

W III kw. 2014 r. liczebność populacji F-01/I-01 zmniejszyła się o 1,5% r/r, do czego w głównej mierze przyczynił się spadek liczebności przedsiębiorstw budowlanych (o 10,9% r/r). Z uwagi na występowanie opóźnienia pomiędzy faktycznym nałożeniem lub zwolnieniem z obowiązku sprawozdawczego a spełnianiem przez przedsiębiorstwo formalnych wymagań określających ten obowiązek, spadek liczebności populacji F-01/I-01 należałoby wiązać ze spadkiem zatrudnienia oraz wysoką dynamiką liczby upadłości przedsiębiorstw w 2013 r.¹ Dane Coface za III kw. 2014 r. wskazują na spadek liczby upadłości ogółem o 4% r/r. Szczególnie silne ograniczenie liczby upadłości odnotowano w przetwórstwie przemysłowym (-17,2%) oraz w budownictwie (-35,4%); bardzo wysoki wzrost natomiast – w transporcie (116,7%) oraz kategorii rezydualnej po wyłączeniu przemysłu, handlu, budownictwa oraz transportu (wzrost o 22%).

Wykres 1 Dynamika (r/r) liczebności populacji przedsiębiorstw objętych sprawozdawczością F-01/I-01



¹ Współczynnik korelacji pomiędzy opóźnioną o rok dynamiką liczebności populacji F-01/I-01, a dynamiką liczby upadłości wg Coface wynosi -78% (dla danych rocznych).

2. Przychody

W III kw. 2014 r. **przychody ogółem** (dane nominalne, kwartalne) wzrosły o 1,8% r/r tj. o 0,5 pp. mniej niż przed kwartałem. Za ograniczenie dynamiki przychodów odpowiadał w głównej mierze silny spadek dynamiki sprzedaży zagranicznej do -1,5% (spadek o 8,4 pp. w porównaniu z poprzednim kwartałem), któremu towarzyszyło wyhamowanie dynamiki sprzedaży krajowej do 0,6% (z 1,8% w ubiegłym kwartale). Negatywny wkład do dynamiki przychodów ogółem wniosła również dynamika pozostałych przychodów operacyjnych (-14,9%). Tym samym łączne przychody operacyjne były w III kw. 2014 r. mniejsze niż przed rokiem o 0,2% (wzrost o 3,3% w II kw. 2014 r.), a czynnikiem który złagodził spadek przychodów operacyjnych i utrzymał dynamikę przychodów ogółem na dodatnim poziomie był bardzo silny wzrost dynamiki przychodów finansowych (252,2%) w obszarze dywidend (606,2%) oraz inwestycji finansowych (149,9%)².

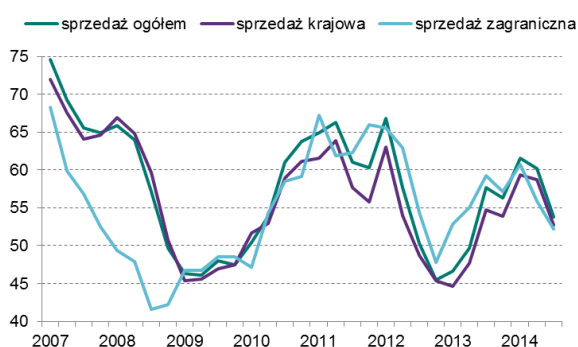
Tabela 1 Nominalna dynamika przychodów (r/r)

dane kwartalne	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
przychody ogółem	2,4	2,7	2,3	1,8
- przychody ze sprzedaży	2,3	3,2	2,9	0,1
- krajowej	1,6	3,1	1,8	0,6
- zagranicznej	4,6	3,6	6,9	-1,5
- pozostałe przychody operacyjne	10,2	0,5	3,0	-14,9
- przychody finansowe	-6,2	-32,1	-22,1	252,2
- dywidendy	67,6	-39,7	-9,6	606,2
- odsetki	-24,6	-20,4	1,1	-0,4
- inwestycje	32,5	-53,1	-53,9	149,9
- różnice kursowe	-78,3	-42,5	-92,4	-269,2

² Udział przychodów finansowych w przychodach ogółem wyniósł ok. 1,7% w okresie od I kw. 2005 r. do III kw. 2014, w tym ok. 0,5% przypadło na przychody z dywidend a 0,2% – na przychody z inwestycji finansowych.

Odsetki przedsiębiorstw, które odnotowały wzrost sprzedaży w relacji rocznej były niższe niż w poprzednim kwartale o 6,0 pp. w przypadku sprzedaży krajowej oraz o 3,7 pp. w przypadku sprzedaży zagranicznej i wyniosły odpowiednio 52,7% oraz 52,2%. Uzyskane wyniki w połączeniu z bliską zera dynamiką sprzedaży wskazują na wyraźne pogorszenie koniunktury w sektorze przedsiębiorstw (pomimo stabilnej dynamiki PKB).

Wykres 2 Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały w relacji rocznej nominalny wzrost sprzedaży (dane kwartalne, w przypadku sprzedaży zagranicznej pod uwagę wzięto jedynie eksporterów)



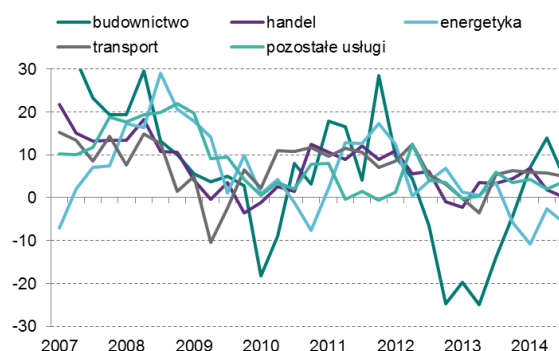
Dane nominalne w podziale według sekcji PKD wskazują na zbliżone poziomy dynamik przychodów ze sprzedaży w analizowanych klasach przedsiębiorstw za wyjątkiem energetyki, która czwarty kwartał z rzędu zanotowała ujemną dynamikę przychodów ze sprzedaży. Istotny wpływ na wyniki energetyki mogły mieć umiarkowane temperatury w okresie ostatnich 12 miesięcy, niż przed rokiem. Na tle populacji dużą wariacją dynamiki przychodów odznacza się budownictwo – przez poprzednie cztery kwartały obserwowano silnie rosnącą dynamikę przychodów, która w dużej mierze wynikała z efektu niskiej bazy i trudnej sytuacji branży budowlanej w 2013 r.; w III kw. 2014 r. dynamika ta wyhamowała (ale pozostała dodatnia), pomimo że efekt niskiej bazy powinien się wciąż utrzymywać.

W przekroju wg przeznaczenia produkcji i usług na tle populacji szczególną uwagę zwraca poprawa dynamiki sprzedaży wśród podmiotów świadczą-

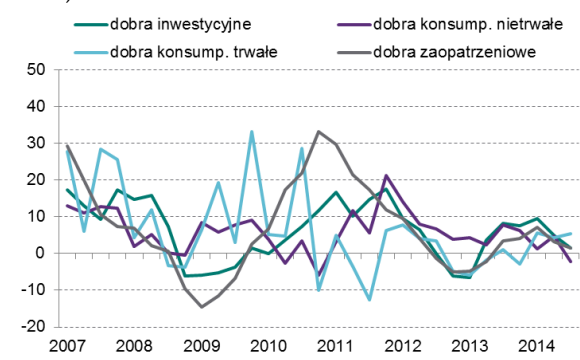
cych usługi nierynkowe (z 11,3% do 19,3%), a więc w tej klasie przedsiębiorstw, która począwszy od 2011 r. notowała wysoką, a zarazem relatywnie stabilną dynamikę sprzedaży. W pozostałych klasach przedsiębiorstw wyróżnionych ze względu na przeznaczenie produkcji i usług zróżnicowanie dynamiki sprzedaży jest stosunkowo niewielkie i waha się od -2,2% (dobra konsumpcyjnie nietrwałe) do 5,4% (dobra konsumpcyjne trwałe).

W bardziej szczegółowym podziale sekcji Przetwórstwo przemysłowe uwagę zwraca silny wzrost przychodów ze sprzedaży krajowej w branży elektronicznej oraz motoryzacyjnej (odpowiednio o 103% oraz 47% r/r). Głównie dzięki tej poprawie dynamika przychodów krajowych w całym sektorze przedsiębiorstw nie obniżyła się, choć trzeba też zauważyć, że sprzedaż krajowa stanowi relatywnie niewielką część sprzedaży tych branż (34% - branża elektroniczna i 22% - przemysł motoryzacyjny). Równocześnie jednak branże elektryczna oraz motoryzacyjna odpowiadały w największej mierze za silny spadek dynamiki eksportu (spadek eksportu odpowiednio o 12,7% oraz 11,1% r/r). Zbliżoną dynamikę eksportu zanotowała również branża spożywcza (-9,8% r/r).

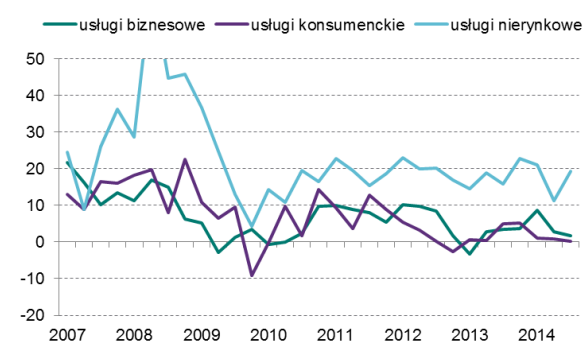
Wykres 3 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg sekcji PKD (r/r, dane kwartalne)



Wykres 4 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg przeznaczenia produkcji (r/r, dane kwartalne)



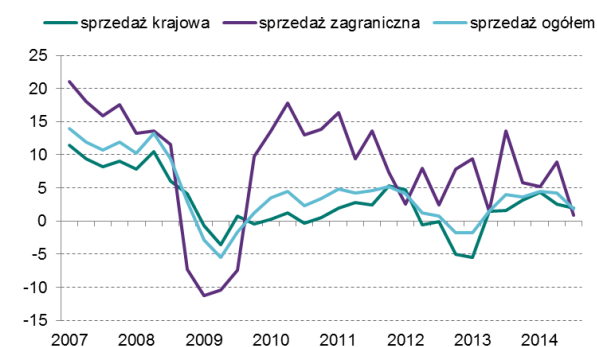
Wykres 5 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg przeznaczenia usług (r/r, dane kwartalne)



W ujęciu realnym (wg PPI) dynamika przychodów ze sprzedaży ogółem osiągnęła niższy wynik niż

przed kwartałem (1,9% r/r, spadek o 2,3 pp. kw/kw), na co złożyło się ograniczenie dynamiki sprzedaży krajowej do 1,9% (z 2,6% w ubiegłym kwartale) oraz silny spadek dynamiki sprzedaży zagranicznej do 0,9% (z 8% w ubiegłym kwartale). Spadkowi dynamiki sprzedaży zagranicznej towarzyszyło umocnienie złotego względem euro o ok. 1,7% w relacji rocznej, podczas gdy w poprzednim kwartale złoty umocnił się względem euro o ok. 0,8%. Tym samym spadek dynamiki sprzedaży tylko w niewielkim stopniu można tłumaczyć zmianami kursu złotego.

Wykres 6 Realna dynamika przychodów ze sprzedaży ogółem, krajowej i zagranicznej (r/r, dane kwartalne, wg odpowiadającego PPI)



Ramka 1 Eksport a zawirowania na rynkach rosyjskim i ukraińskim

Wstępna informacja bieżąca GUS *Obroty handlu zagranicznego ogółem i według krajów I – IX 2014 r.* oraz *Obroty handlu zagranicznego ogółem i według krajów I – VI 2014 r.* pozwalają oszacować, że eksport do Rosji spadł w III kw. 2014 r. o ok. 17,3% r/r, a eksport do grupy krajów obejmującej Albanię, Białoruś, Mołdawię i Ukrainę obniżył się o 16,3% r/r.

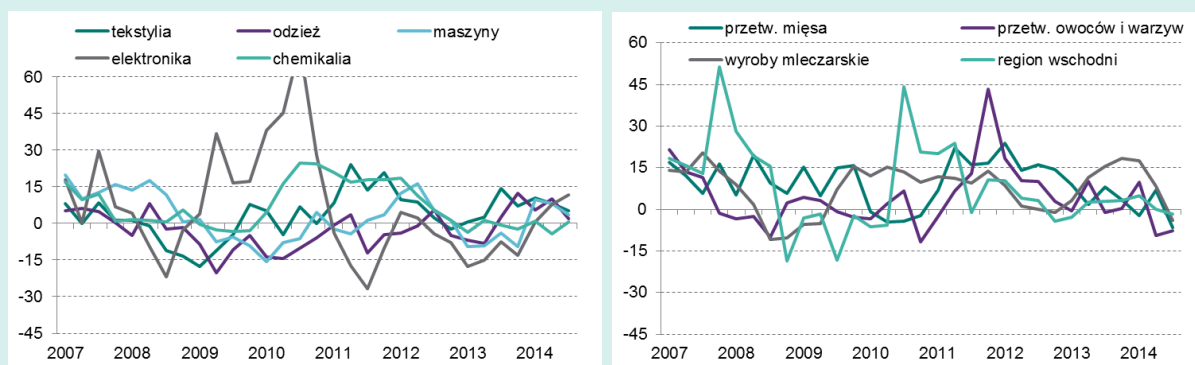
Dla oceny konsekwencji trwającego konfliktu na wschodzie dla polskiego sektora przedsiębiorstw wyodrębniono grupę podmiotów, które ze względu na największe zaangażowanie w eksport na rynek rosyjski i ukraiński są potencjalnie najbardziej narażone na problemy finansowe. Do tej grupy zaliczono: producentów tekstyliów, odzieży, chemikaliów, komputerów, elektroniki, optyki, maszyn i urządzeń; wybrane grupy przedsiębiorstw z branży spożywczej: przetwórstwo mięsa, warzyw i owoców oraz wytwórstwo wyrobów mleczarskich oraz przedsiębiorstwa zlokalizowane we wschodnim regionie Polski.

Dane ze sprawozdań finansowych wskazują, że dynamika sprzedaży w branżach najbardziej narażonych na skutki kryzysu wschodniego nie wykazała oznak głębokich spadków. W III kw. wyraźny spadek dynamiki sprzedaży do wartości ujemnych zanotowano jedynie w przetwórstwie mięsa oraz wytwórstwie wyrobów mleczarskich (-6,7% oraz -4% r/r). Na poziomie zbliżonym do wartości sprzed kwartału utrzymała się natomiast ujemna dynamika sprzedaży w przetwórstwie owoców i warzyw (-7,8% w III kw. w porównaniu do -9,3% przed kwartałem).

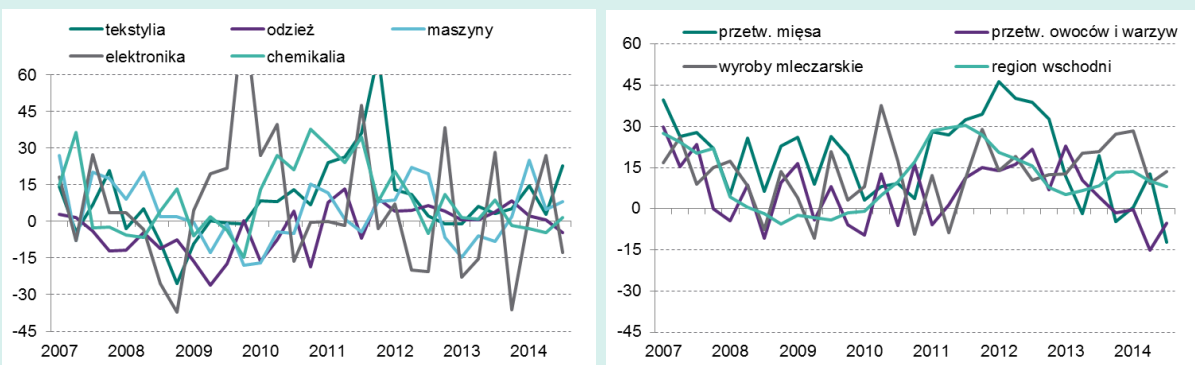
Spadki dynamiki eksportu zanotowano jedynie wśród producentów odzieży, elektroniki oraz przetwórców mięsa, przy czym we wszystkich przypadkach dynamika eksportu cechowała się na przestrzeni ostatnich lat na tyle wysoką wariancją, że samą skalę spadków z III kw. 2014 trudno uznać za bezprecedensową. W przypadku przetwórców mięsa sytuacja była o tyle wyjątkowa, że w analizowanym okresie nie zanotowano tak silnie ujemnej dynamiki eksportu (-12,2% r/r). Uwagę zwraca również dynamika eksportu w przetwórstwie owocowo-warzywnym – w II kwartale odnotowano w tej grupie przedsiębiorstw głęboki spadek eksportu (-15,1% r/r), natomiast w III kwartale – silne ograniczenie skali jego spadku (-5,3% r/r).

Dane sugerują zatem, że – przynajmniej do III kw. 2014 r. – wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na sytuację przedsiębiorstw z populacji F-01/I-01 był ograniczony i selektywny. Poza przetwórstwem owocowo-warzywnym oraz mleczarstwem, przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników nie doświadczyły wyraźnego ograniczenia eksportu, co wynika zarówno z relatywnie niskiego udziału eksportu na rynki rosyjski i ukraiński, jak i z nadal dynamicznego wzrostu sprzedaży na inne ważne rynki, w tym szczególnie do krajów strefy euro (eksport do krajów strefy euro wzrósł w pierwszych trzech kwartałach 2014 r. o 8,4%).

Wykres 7 Nominalna dynamika sprzedaży ogółem w grupie firm najbardziej narażonych na skutki kryzysu rosyjsko-ukraińskiego (r/r, dane kwartalne)



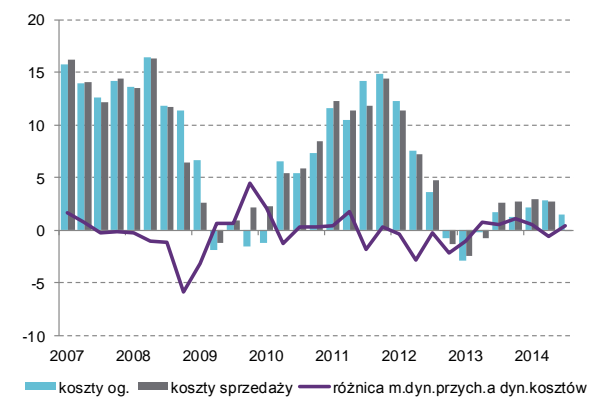
Wykres 8 Nominalna dynamika sprzedaży zagranicznej w grupie firm najbardziej narażonych na skutki kryzysu rosyjsko-ukraińskiego (r/r, dane kwartalne)



3. Koszty

Główne składowe kosztów

Wykres 9 Dynamika kosztów ogółem na tle dynamiki przychodów (r/r, dane kwartalne)



W III kw. br. przedsiębiorstwom udało się utrzymać dyscyplinę kosztową (**koszty z całokształtu działalności** rosły wolniej od przychodów, odpowiednio o 1,4,% r/r oraz 1,8%). Było to głównie efektem obniżenia kosztów sprzedaży (o 0,1% r/r), przy utrzymaniu bardzo niskiej, ale dodatniej dynamiki przychodów z podstawowej działalności (wzrost o 0,1%).

Koszty sprzedaży

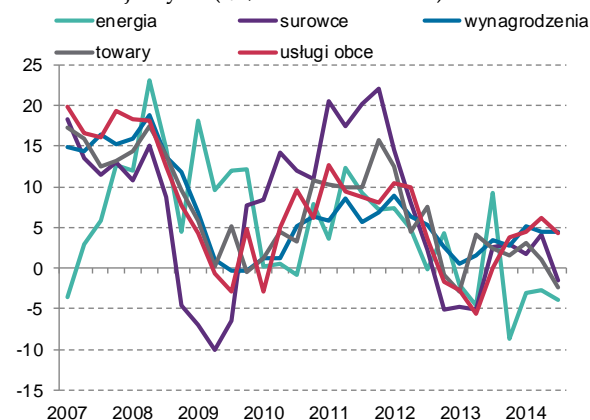
Na **niższe koszty sprzedaży** złożyło się przede wszystkim zmniejszenie wydatków na **towary zakupione w celu dalszej odsprzedaży** (o 2,3%), w tym zwłaszcza towary od krajowych producentów (o 4,3%), czemu z kolei sprzyjały malejące ceny producenta (w III kw. o 1,7%). W tym czasie import towarów nadal rósł (o 4,4%), choć znacznie wolniej niż w poprzednim kwartale. Niższe koszty zakupu towarów krajowych zanotował zarówno handel hurtowy, jak i detaliczny, a ponadto energetyka, przemysł spożywczy, samochodowy i paliwowy, przy czym w tym ostatnim również import towarów był niższy niż rok wcześniej.

Drugim ważnym czynnikiem spadku kosztów sprzedaży były **surowce i materiały** wykorzysty-

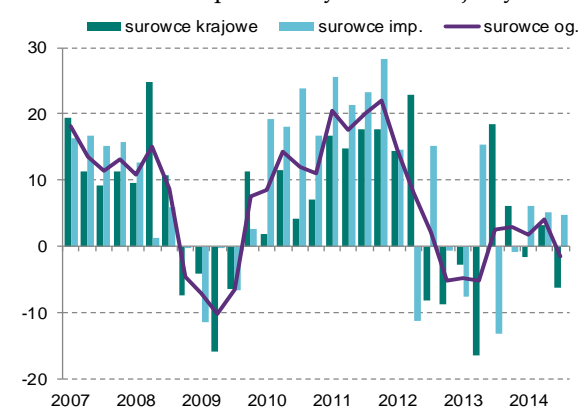
wane do produkcji (spadek o 1,5%). Również w tym wypadku redukcja kosztów była możliwa dzięki niższym wydatkom na surowce i materiały zakupione w kraju (o 6,3%), przy dalszym wzroście surowców importowanych (o 4,9%). Niższe koszty surowców wykazało Przetwórstwo przemysłowe, budownictwo i górnictwo. W usługach wydatki te nadal rosły.

Dalszy spadek zanotowano jeśli chodzi o **koszty zakupu energii** (spadek o 4%). Redukcja tych kosztów dotyczyła większości sekcji PKD, poza Przetwórstwem przemysłowym, gdzie koszty te były zbliżone do ubiegłorocznych wydatków oraz handlem, gdzie koszty energii znacząco wzrosły (o 9,3%).

Wykres 10 Nominalna dynamika wybranych kosztów rodzajowych (r/r, dane kwartalne)



Wykres 11 Nominalna dynamika kosztów surowców i towarów importowanych oraz krajowych



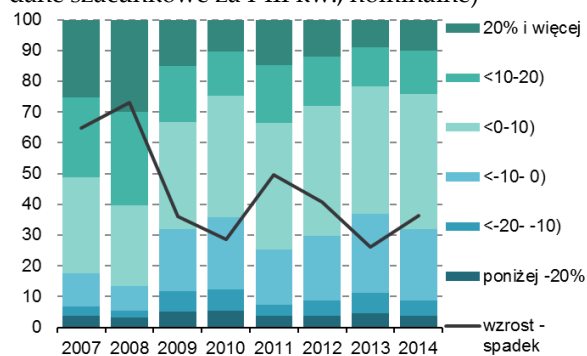
Koszty najbardziej napędzały **rosnące wynagrodzenia** (szerzej na ten temat w następnym podrozdziale), a także **koszty usług obcych** (wzrost o 4,2%). Koszty usług obcych zwiększyły się w większości sekcji, poza górnictwem i energetyką.

Koszty wynagrodzeń

Dynamika kosztów wynagrodzeń (wraz z ubezpieczeniami społecznymi) w III kw. 2014 r. wyniosła 4,5% r/r. (wzrost o 0,2 pp. kw/kw). Wzrostowi kosztów pracy towarzyszył stabilny, ale niższy co do skali wzrost zatrudnienia (o 2% r/r), następował także wzrost przeciętnych wynagrodzeń.

Rozkład dynamiki wynagrodzeń w III kw. 2014 r. (dane szacunkowe na podstawie danych F-01/I-01) pokazuje, że po dwóch latach spadku przewagi odsetka firm podnoszących przeciętne płace (nad redukującymi je) nastąpiła zmiana – zwiększył się w porównaniu z rokiem poprzednim udział przedsiębiorstw, które podniosły płace przy jednoczesnym spadku odsetka przedsiębiorstw, które je ograniczyły.

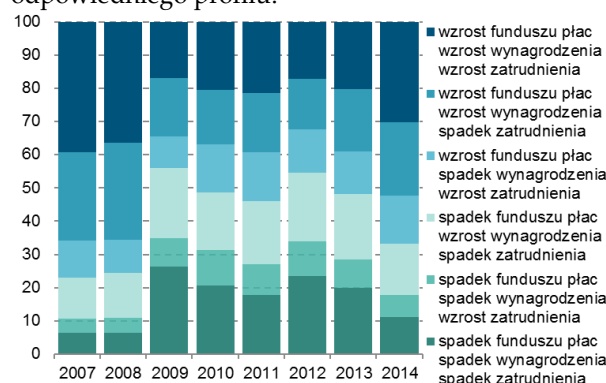
Wykres 12 Rozkład dynamiki wynagrodzeń (r/r, dane szacunkowe za I-III kw., nominalne)



Realny wzrost kosztów wynagrodzeń odnotowano w zdecydowanej większości przedsiębiorstw (w 66,7%, wzrost o 14,8 pp. w relacji do poprzedniego roku). Jest to jednak nadal mniej niż w rekordowych latach 2007 – 2008, kiedy ok. ¾ firm zwiększało koszty pracy. Najbardziej zwiększyła się grupa przedsiębiorstw, w których wzrost funduszu płac

ma dwa źródła – zarówno wzrost zatrudnienia, jak i wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Natomiast wyraźne zmniejszenie liczebności firm redukujących koszty wynagrodzeń było w głównej mierze skutkiem spadku udziału przedsiębiorstw jednocześnie ograniczających zatrudnienie jak i płace.

Wykres 13 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian kosztów wynagrodzeń, przeciętnego wynagrodzenia oraz zatrudnienia (r/r, dane za wrzesień) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu.

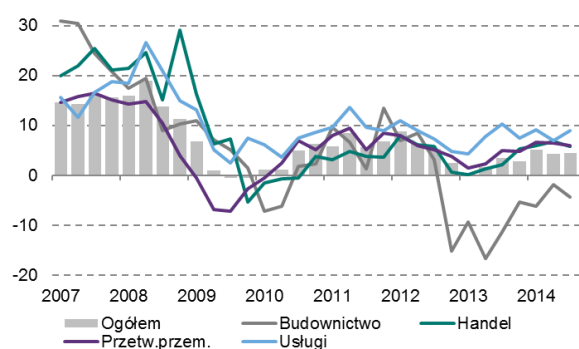


Próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosły koszty pracy, zielone – spadły. Dane dot. przeciętnego wynagrodzenia są szacunkowe.

W ujęciu branżowym dynamika kosztów pracy była zróżnicowana. W budownictwie nadal obserwowany był wyraźny spadek kosztów zatrudnienia (przy spadku dynamiki do -4,3% r/r). Spadek ten to efekt kontynuacji znacznej redukcji zatrudnienia w tej sekcji (częściowo spowodowanej spadkiem liczby firm budowlanych, składających sprawozdanie F-01/I-01), natomiast przeciętne wynagrodzenie w budownictwie w III kw. br. wzrosło. W przetwórstwie przemysłowym koszty pracy zwiększyły się, przy jednoczesnym słabszym wzroście zatrudnienia; roczna dynamika kosztów pozostała na poziomie nieco niższym od poprzedniego kwartału (6,1%). Najwyższy wzrost kosztów pracy nastąpił w segmencie wytwarzania produktów konsumpcyjnych trwałych oraz inwestycyjnych (wyraźnie wzrosło tam również zatrudnienie). W handlu wzrost kosztów pracy nadal był wyraźny, choć

niecو zwołnił (do 5,9%), przy czym wzrost zatrudnienia miał mniejszą skalę. W transporcie dynamika kosztów pracy była dodatnia, ale osłabiła się (do 1,5%), przy stabilnym zatrudnieniu. W pozostałych usługach dynamika kosztów pracy pozostała wysoka. Wzrost kosztów pracy w branżach usługowych (poza handlem i transportem) był efektem wzrostu tych kosztów w dużym stopniu w usługach nierynkowych (gdzie wzrosło też wyraźnie zatrudnienie). W sektorze usług rynkowych nadal koszty pracy szybciej rosły w usługach dla biznesu niż dla konsumentów (podobnie jak i zatrudnienie). Koszty wynagrodzeń zwiększyły się ponadto w sekcji Dostawa wody, odpady (o 5,2%). Natomiast energetyka zmniejszyła koszty pracy, w podobnym stopniu co zatrudnienie. W górnictwie koszty pracy spadały zaś szybciej niż zatrudnienie.

Wykres 14 Nominalna dynamika kosztów pracy



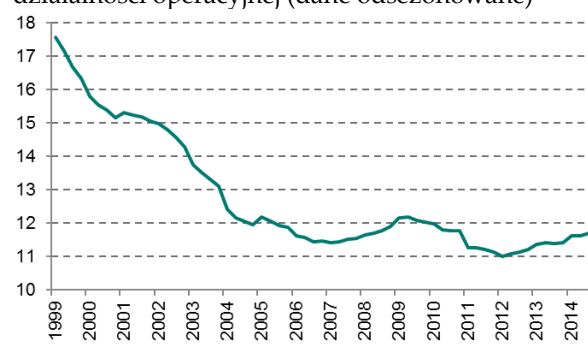
Wysoką dynamikę kosztów pracy osiągnęły **firmy eksportujące** (8,3%). Najszybciej rosły one nadal w grupie eksporterów wyspecjalizowanych (10,2%). W przedsiębiorstwach działających wyłącznie na rynku krajowym koszty pracy spadły (-2,3%), przy jeszcze głębszym spadku zatrudnienia.

Dynamika kosztów pracy w **sektorze MSP** ponownie okazała się niższa od dynamiki w przedsiębiorstwach dużych (MSP: 2,4%, firmy duże: 5,5%). Jednak w firmach największych (2000 i więcej osób) wzrost kosztów pracy kształtował się poniżej przeciętnego, mimo najsilniejszego wzrostu zatrudnienia w tej grupie.

Przedsiębiorstwa **publiczne** nieco zredukowały koszty pracy (o 0,8%), podczas gdy firmy **prywatne** zwiększyły je (o 5,6%), nieco bardziej jednostki prywatne krajowe niż zagraniczne.

W latach 1999-2006 **udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej** przedsiębiorstw spadał systematycznie – z 17,7% w 1999 r. do 11,4% w 2006 r. W latach 2007-2014 zmiany były wolniejsze a od 2012 r. udział ten pozostaje w tendencji rosnącej (w III kw. 2014 r. wyniósł 11,6%).

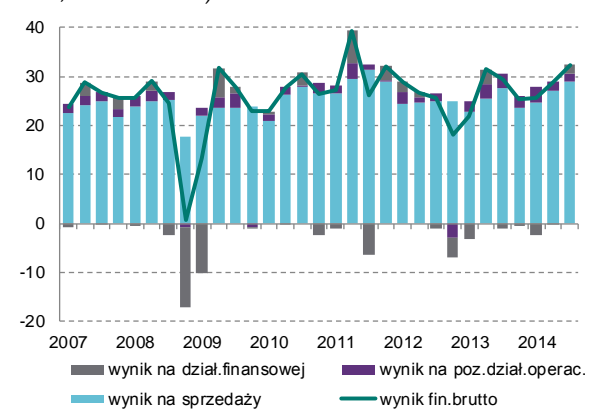
Wykres 15 Udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej (dane odsezonowane)



4. Wynik finansowy i rentowność

Po wyraźnych redukcjach w II kw. br., III kw. przyniósł wzrost **wyniku finansowego brutto** (o 9,8% r/r) do poziomu 32,4 mld PLN. **Wynik finansowy netto** wyniósł 28,4 mld (wzrost o 14,1% r/r), co wynikało z obniżenia kwoty podatku dochodowego (o 13,9% r/r).

Wykres 16 Wynik finansowy brutto i jego główne składowe (dane kwartalne za okres I kw.2010-II kw. 2013, w mld PLN)

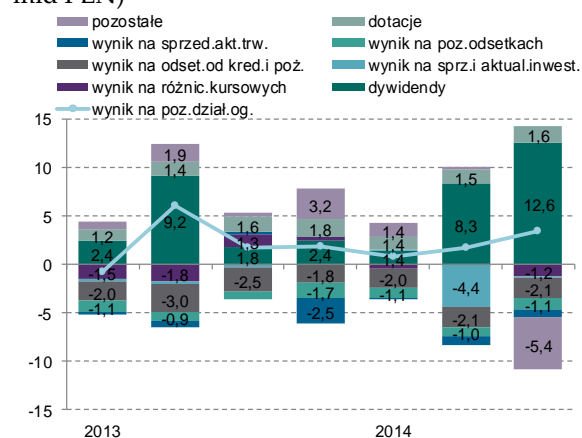


Na wzrost zysków względem poprzedniego roku złożyły się: dyscyplina kosztowa, spadek cen surowców oraz przesunięcie terminu wypłaty dywidend. Poprawa względem II kw. br. była dodatkowo skutkiem dokonania w tamtym okresie przez jedną z największych firm w kraju odpisu z tytułu strat na inwestycjach. Dzięki dyscyplinie kosztowej **wynik na sprzedaży** w całej populacji dużych przedsiębiorstw wzrósł o 4,6% (tj. o 1,3 mld), mimo nierosnących wpływów ze sprzedaży. Wynik na pozostałej działalności zwiększył się względem 2013 r. o 1,6 mld i wyniósł 3,4 mld, w tym wzrost wpływów z tytułu otrzymanych dywidend wyniósł aż 10,8 mld (zjawisko to opisano szerzej w poprzednim rozdziale dotyczącym przychodów).

W dalszym ciągu obserwowano **wzrost odsetka firm rentownych**, który w III kw. osiągnął poziom 77% (wobec 73,4% w analogicznym okresie ub.r.). Obecny poziom tego wskaźnika znajduje się na poziomie niewiele niższym od swoich historycz-

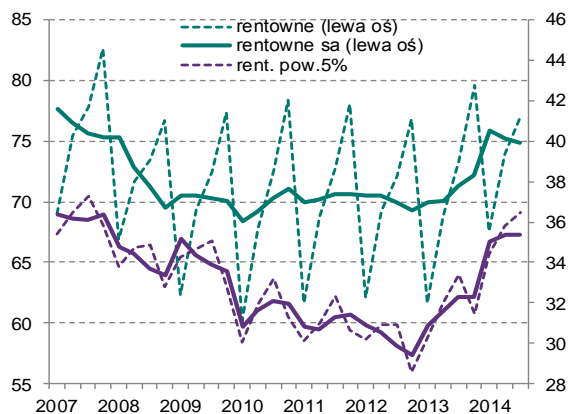
nych maksimów z 2007 r. Ponieważ jednak po odsezonowaniu danych widoczny jest już kolejny niewielki (0,3 pp.) spadek odsetka firm rentownych w ujęciu kwartalnym, można oczekiwać wyhamowania tego wzrostu w kolejnych kwartałach roku, na co wskazuje również malejąca dynamika wyniku finansowego na sprzedaży (spadek z 7,1% w II kw. br. do 4,6%).

Wykres 17 Główne składowe wyniku na pozostałej działalności (dane kwartalne za lata 2012-2013, w mld PLN)

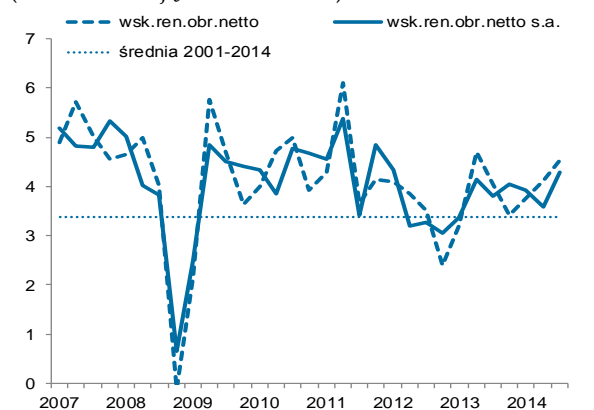


W ślad za poprawą wyniku finansowego poprawiły się również wszystkie **miary rentowności**. Rentowność sprzedaży zwiększyła się do 4,8%, tj. o 0,2 pp. r/r i o 0,1 pp. kw/kw, osiągając poziom równy swojej średniej za lata 2001-2014. Wskaźnik ten wykazuje lekką tendencję rosnącą. Rentowności obrotu netto i brutto wzrosły nieco silniej, w obu przypadkach o 0,4 pp. r/r do poziomu odpowiednio 4,5% i 5,2%. Wskaźniki te podlegają dość silnym wahaniom, m.in. ze względu na zmienność wyniku na operacjach finansowych, na co z kolei mają wpływ zarówno zmiany kursu walutowego, jak i wahlliwe inwestycje finansowe. Poziom rentowności kształtuje się wyraźnie powyżej średniej długookresowej, choć sytuacja w poszczególnych klasach i branżach jest wciąż silnie zróżnicowana (szerzej o tym w następnym podrozdziale).

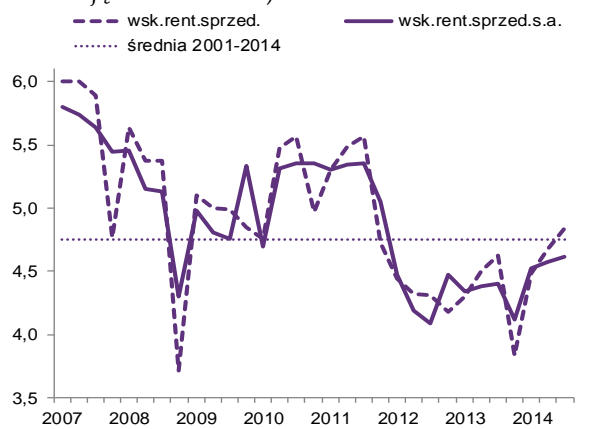
Wykres 18 Odsetek przedsiębiorstw rentownych oraz odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik rentowności obrotu netto przewyższa 5% (dane narastające)



Wykres 19 Wskaźnik rentowności obrotu netto (dane narastające i kwartalne)



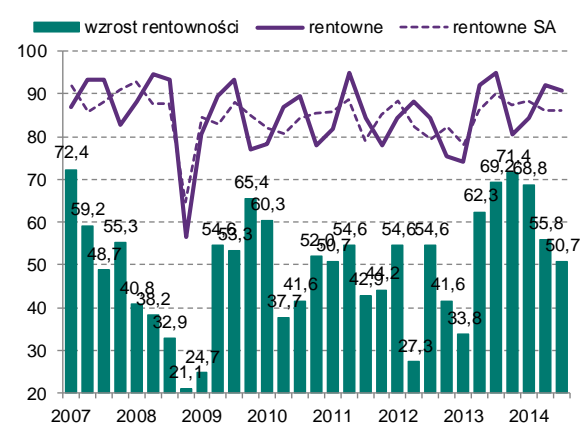
Wykres 20 Wskaźnik rentowności sprzedaży (dane narastające i kwartalne)



Zmiany rentowności i wyniku finansowego w wybranych klasach

W III kw. br. odnotowano dalszy spadek koncentracji wyników finansowych w sektorze przedsiębiorstw. Spadek ten był efektem gorszych wyników największych firm w populacji, przy jednoczesnej poprawie kondycji jednostek pozostałych. Większość spośród analizowanych branż zanotowała zyski, choć liczba branż, w których zyski wzrosły była już tylko minimalnie większa niż liczba branż, w których zyski obniżyły się. W przemyśle spożywczym pojawiły się pierwsze wyraźniejsze negatywne skutki wprowadzenia sankcji na import żywności do Rosji.

Wykres 21 Odsetek branż rentownych oraz odsetek branż odnotowujących wzrost rentowności r/r (odsetki policzono na zagregowanych, narastających wynikach przy dwucyfrowym PKD/NACE)



Spadek zysków zanotowało **Przetwórstwo przemysłowe**. Sytuacja w tej sekcji była jednak zróżnicowana, o czym świadczy m.in. dalszy wzrost odsetka firm rentownych (z 78% do 81%). Spadki rentowności miały miejsce w firmach oferujących produkty zaopatrzeniowe, inwestycyjne oraz konsumpcyjne nietrwałe. Wzrost rentowności nastąpił w przedsiębiorstwach dostarczających trwałe dóbr konsumpcyjnych. We wszystkich tych grupowaniach miał miejsce wzrost odsetka firm rentownych.

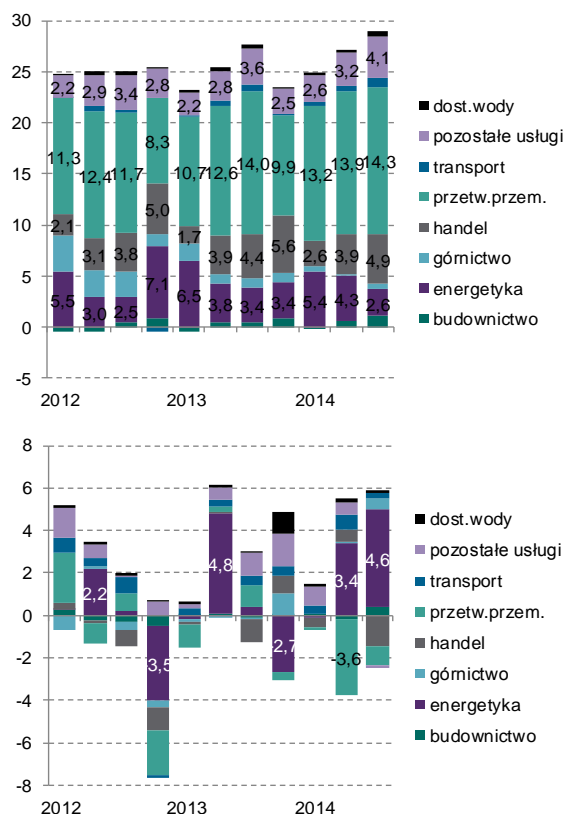
Wśród branż przetwórczych, które są **najsilniej zorientowane na rynek rosyjski** spadki zysków zanotowały: przemysł spożywczy i chemiczny (odpowiednio o 0,4 pp. i 0,8 pp.). Przy czym tylko w tym pierwszym przypadku spadki związane były ze znaczącą redukcją przychodów z eksportu (o 10% r/r). W obu branżach nieznacznie zmniejszył się odsetek firm rentownych (odpowiednio o 0,5 pp. i o 0,7 pp.). W przemyśle odzieżowym i elektronicznym, mimo spadku eksportu, udało się osiągnąć wzrost zysków i odsetka firm rentownych. Natomiast w przemyśle maszynowym i tekstylnym miały miejsce zarówno wzrost eksportu, jak i zysków oraz udziału firm z dodatnim wynikiem finansowym.

Na **przemysł spożywczy**, który został bezpośrednio dotknięty przez sankcje rosyjskie, warto spojrzeć również z punktu widzenia wzrostu zagrożenia bankrutem. W III kw. w branży tej zanotowano wzrost odsetka firm nierentownych, jednak nie spowodowało to wzrostu zadłużenia sektora – udział zobowiązań w pasywach branży obniżył się do 45,1%, w tym nieznacznie spadło zadłużenie wobec banków. Można przypuszczać, że część zwłaszcza największych podmiotów zrezygnowała z finansowania bankowego na rzecz emisji obligacji. Trzykrotnie (względem poprzedniego roku) powiększyły się bowiem zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych. Ponieważ jednak wzrost ten nastąpił pod koniec 2013 r., a więc przed eskalacją konfliktu, to powodem były tu inne czynniki niż sankcje. Jak na razie wartość zobowiązań z tego tytułu nadal nie jest przy tym duża - stanowi 2,4% zobowiązań branży.

Spadek wyniku finansowego zanotowały niektóre **branże usługowe**, w tym: usługi nierynkowe i firmy oferujące usługi dla osób fizycznych. W tym pierwszym przypadku problem leżał po stronie silnie rosnących kosztów, zaś w przypadku usług dla osób fizycznych główną przyczyną trudności były malejące przychody z podstawowej działalności. Przedsiębiorstwa oferujące usługi dla biznesu

zanotowały natomiast poprawę sytuacji, czemu sprzyjał wzrost eksportu. Spadek odsetka firm rentownych odnotowały wyłącznie przedsiębiorstwa oferujące usługi nierynkowe.

Wykres 22 Wynik na sprzedaży (górny panel) oraz wynik na pozostałej działalności (dolny panel) w sekcjach PKD (dane za lata 2012-2014, w mld PLN)



Zwiększył się wynik finansowy w **górnictwie**, w tym także w **górnictwie węglowym**. W tej ostatniej branży wzrost miał jednak najprawdopodobniej charakter wyłącznie „księgowy”. Mógł on być związany z nieodpłatnym przejściem środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych. Co istotne, wzrostowi temu towarzyszył dalszy spadek przychodów ze sprzedaży krajowej i eksportowej oraz wyniku na sprzedaży. W efekcie tego zmniejszył się również odsetek firm rentownych w branży (z 60% w 2013 r. do 50%), jak też nastąpiła dalsza redukcja zatrudnienia (w III kw. spadek wyniósł 2,5% względem poprzedniego kwartału i 7,2% w relacji do poprzedniego roku). Zadłużenie

górnictwa węglowego sięga obecnie 68% aktywów branży (wzrost o 5 pp. r/r). Coraz większą część tego długu stanowią zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych – w ciągu roku wartość tych zobowiązań zwiększyła się 10-krotnie i osiągnęła poziom 4,6 mld PLN (miesięczna sprzedaż branży węglowej wynosi ok. 2 mld PLN), gdy tymczasem zobowiązania z tytułu kredytu wykazują tendencję malejącą.

W III kw. br. **branża energetyczna** osiągnęła wyraźny wzrost zysków, jednak poprawa ta była głównie związana z większymi wpływami z tytułu dywidend, gdy tymczasem wynik na sprzedaży obniżył się, co z kolei spowodowane zostało niższymi wpływami ze sprzedaży. Odsetek firm rentownych w branży zmniejszył się z 82% do 72%.

W III kw. br. zdecydowaną poprawę kondycji ekonomicznej zanotowało **budownictwo**. Co prawda populacja sprawozdających się firm budowlanych nadal pozostaje wyraźnie mniejsza niż w poprzednich latach, a dynamika przychodów ze sprzedaży obniżyła się względem poprzedniego kwartału (do 5%), jednak znaczące cięcia kosztów pozwoliły przedsiębiorstwom z tej branży osiągnąć niemal 4 punktowy wzrost rentowności r/r – do 4,7%. Odsetek firm rentownych zwiększył się w tej sekcji o 9 punktów do 69%. Mimo tych jednoznacznie pozytywnych sygnałów sektor budowlany nadal ograniczał zatrudnienie.

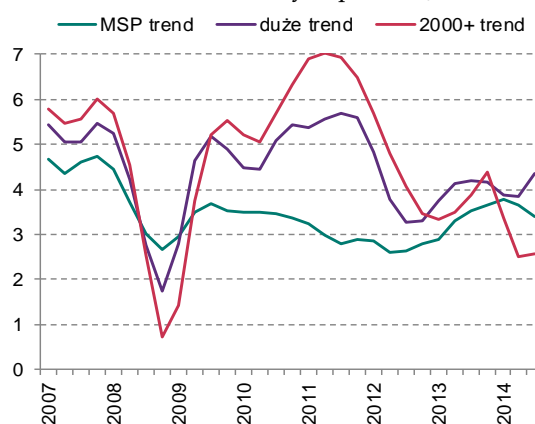
Sektor MSP vs duże przedsiębiorstwa

W III kw. br. rentowność **największych przedsiębiorstw** w populacji (500+) pogorszyła się względem poprzedniego roku. Takie spadki pojawiły się z większości sekcji PKD, poza budownictwem. Spadki zysków w grupie największych firm wynikały częściej z relatywnie szybciej rosnących kosztów, w tym kosztów płacowych, niż niższych wpływów ze sprzedaży, dość wysoka dynamika sprzedaży utrzymała się zwłaszcza na rynku krajowym. Na spadek zysków w grupie największych

przedsiębiorstw spory negatywny wpływ miały również ujemne różnice kursowe (nie można jednak ustalić, czy były to realne straty z tytułu zrealizowanych różnic kursowych, czy wyłącznie zapis księgowy).

Zdecydowaną poprawę wyników finansowych zanotowały firmy zatrudniające między 250 a 500 osób. Grupa tych firm, podobnie jak przedsiębiorstwa największe w populacji odnotowała wyraźny wzrost przychodów ze sprzedaży krajowej. Kolejnym ważnym czynnikiem wzrostu zysków (o charakterze księgowym) były wspomniane już wpływy z tytułu dywidend.

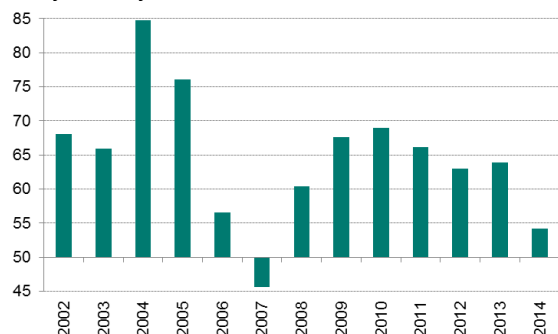
Wykres 23 Wskaźnik rentowności obrotu netto w sektorze MSP i wśród dużych przedsiębiorstw



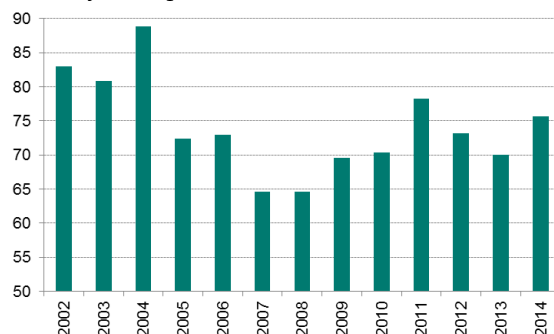
O niewielkiej poprawie można mówić w przypadku firm **najmniejszych w populacji** (do 249 zatrudnionych), choć w tej ostatniej grupie wzrostowi wyniku finansowego towarzyszył spadek przychodów i zatrudnienia.

Mimo odnotowanych zmian, poziom rentowności dla **przeciętnej dużej firmy** był nadal wyższy niż dla przeciętnego mniejszego podmiotu. Wykres 24 pokazuje, że poza 2007 r. (szczyt koniunktury) zyskowność dużych przedsiębiorstw zwykle była wyższa niż mniejszych jednostek. W 2014 r. zauważalny jest jednak spadek tej przewagi.

Wykres 24 Odsetek branż, w których różnica między medianą rozkładu rentowności w grupie dużych przedsiębiorstw i mniejszych jednostek jest na korzyść dużych firm



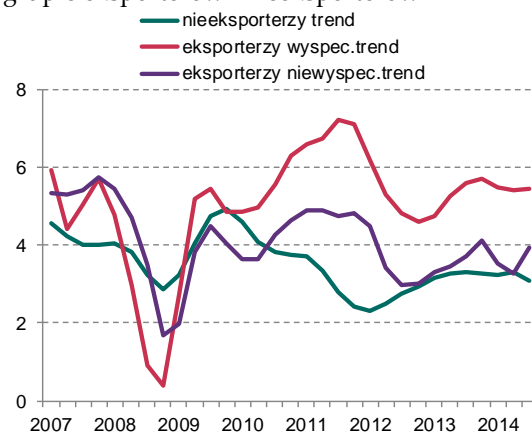
Wykres 25 Odsetek branż, w których różnica między medianą rozkładu rentowności w grupie eksporterów i w pozostałych przedsiębiorstwach jest na korzyść eksporterów



Eksporterzy

Kluczowy dla kondycji przedsiębiorstw pozostaje **eksport**, który stanowi obecnie 24% sprzedaży populacji. Firmy eksportujące, zwłaszcza na dużą skalę, przewyższają przedsiębiorstwa sprzedające wyłącznie w kraju pod względem lepszej kondycji, wyższego tempa rozwoju i dodatniej dynamiki zatrudnienia. Znacząca przewaga eksporterów utrzymuje się nieprzerwanie od 2011 r. Różnice w poziomie rentowności w całej populacji ilustruje Wykres 25. Sankcje na import żywności do Rosji i ogólne osłabienie popytu zewnętrznego w III kw., które przełożyło się na silny spadek dynamiki eksportu nie miały jak na razie widocznego wpływu na osłabienie tej przewagi.

Wykres 26 Wskaźnik rentowności obrotu netto w grupie eksporterów i nieeksporterów

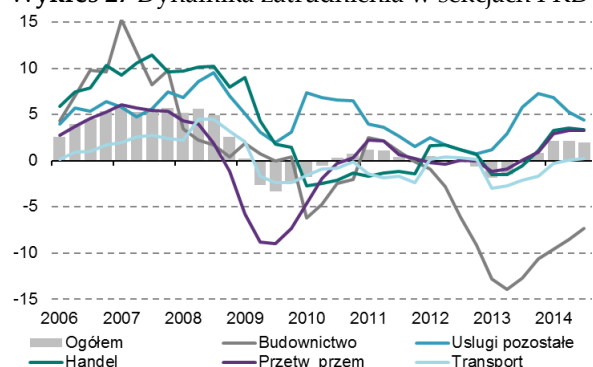


Zatrudnienie, wydajność pracy

1. Zatrudnienie

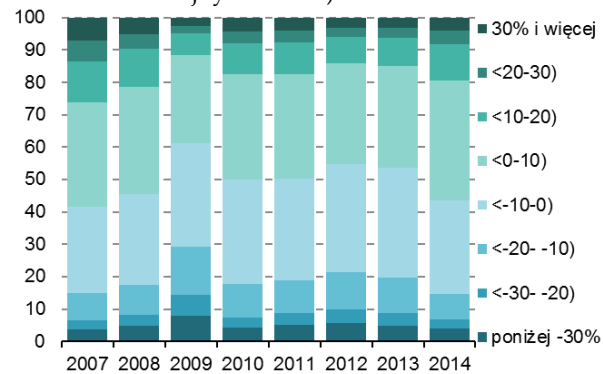
Zatrudnienie w całej populacji F-01/I-01 wzrosło w III kw. 2014 r. o 2,0% r/r (nieco mniej niż w poprzednim kwartale). Zwiększa się ono 4 kwartał z rzędu.

Wykres 27 Dynamika zatrudnienia w sekcjach PKD



W 2014 r. po raz pierwszy od 2009 r. ponad połowa firm zwiększyła liczbę pracowników (w III kw. było to 51,3% firm). Znaczący (co najmniej 10%) wzrost zatrudnienia zaobserwowany był w 19,3% przedsiębiorstw, redukcja o podobnej skali – w 14,6% firm.

Wykres 28 Rozkład dynamik zatrudnienia (dane za wrzesień w kolejnych latach)



W podziale branżowym największy udział we wzroście zatrudnienia miały przetwórstwo przemysłowe (które skupia blisko 40% pracowników w

całym sektorze przedsiębiorstw), handel oraz pozostałe usługi. W tych sekcjach była też najwyższa dynamika zatrudnienia, choć osłabiła się nieco od poprzedniego kwartału. W transporcie nastąpił niewielki wzrost zatrudnienia. Wśród pozostałych branż usługowych wzrost zatrudnienia odnotowano głównie w sektorze usług nierynkowych (zwłaszcza w sekcji Edukacja, a także Ochrona zdrowia i pomoc społeczna). W usługach rynkowych wzrost zatrudnienia odnotowały głównie usługi dla biznesu, w tym przede wszystkim w sekcji Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna.

Tabela 2 Struktura, dynamika r/r (wraz ze zmianą od kw. pop.) oraz skala wpływu zmian zatrudnienia na dynamikę zatrudnienia w III kw. 2014 r.

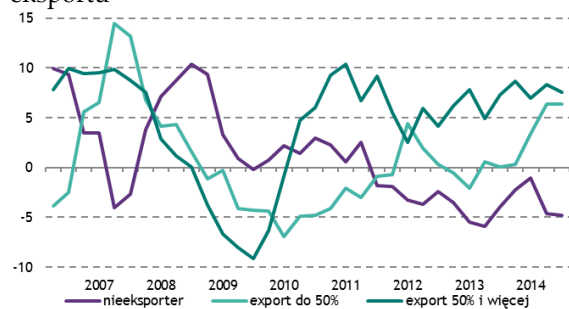
	struktura w %	dynamika r/r (zmiana)	skala wpływu
Ogółem	100	1,96 (-0,19)	1,96
Budownictwo	5,1	-7,4 (1,2)	-0,41
Przetwórstwo przemysłowe	39,9	3,2 (-0,1)	1,28
Górnictwo i kopalnictwo	3,6	-5,9 (-1,0)	-0,23
Wytw. i zaopatr. w energię	3,0	-5,1 (-0,7)	-0,16
Dostawa wody, odpady	2,2	2,0 (-1,0)	0,04
Handel i naprawy	17,7	3,4 (-0,2)	0,59
Transport	9,3	0,2 (0,2)	0,02
Pozostałe usługi	19,4	4,4 (-0,9)	0,83
nieeksporter	38,7	-4,8 (-0,2)	-1,99
eksport do 50%	39,9	6,3 (-0,1)	2,42
eksport 50% i więcej	21,4	7,5 (-0,8)	1,53
MSP	34,3	-1,0 (-0,4)	-0,35
duże	65,7	3,6 (-0,1)	2,31

W sekcji Dostawa wody, odpady wzrost zatrudnienia nieco osłabił się, natomiast w energetyce i w górnictwie zatrudnienie spadło. Budownictwo nadal wyraźnie obniżało liczbę pracowników, choć tempo tej redukcji nieco się zmniejszyło. Spadek zatrudnienia w tej sekcji wywołany był m. in. wyraźnym zmniejszaniem się liczebności przedsię-

biorstw budowlanych objętych sprawozdawczością F-01/I-01. Zatrudnienie spadało również w grupie przedsiębiorstw budowlanych sprawozdających się od co najmniej roku, jednak wolniej niż w całej branży (o 4,5%).

Dynamika zatrudnienia była zróżnicowana ze względu na **zaangażowanie w eksport**. Przedsiębiorstwa działające wyłącznie na rynku krajowym ponownie zmniejszyły stan zatrudnienia (o 4,8%). Natomiast grupa eksporterów zanotowała dalsze wzrosty (o 6,7%). Najszybciej rośnie zatrudnienie w klasie eksporterów wyspecjalizowanych (o 7,5%).

Wykres 29 Dynamika zatrudnienia w klasach wg eksportu



Poziom zatrudnienia spadł w **sektorze MSP** (o 1,0%), **przedsiębiorstwa duże** odnotowały zaś ponownie wzrost (o 3,6%). Najwyraźniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w firmach największych (2000 i więcej pracowników; wzrost o 4,3%).

Sektor publiczny w dalszym ciągu zmniejszał zatrudnienie (o 4,4%), natomiast **prywatny** kontynuował wzrost (o 3,1%).

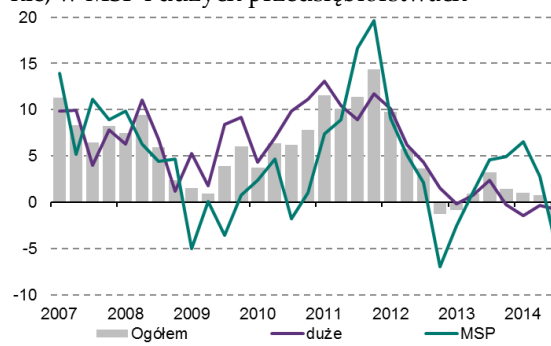
2. Wydajność pracy

W III kw. 2014 r. wzrost kosztów wynagrodzeń nieco przyspieszył (do 4,5% r/r) i był zdecydowanie wyższy niż wzrost przychodów ze sprzedaży (0,1%). Oznacza to, że dynamika wydajności pracy była zdecydowanie niższa niż dynamika płac. Nie wielka dynamika sprzedaży oraz zdecydowanie wyższa od niej dynamika zatrudnienia spowodowały

wały **spadek wskaźnika wydajności pracy** – w III kw. br. nominalnie dynamika wydajności pracy wyniosła -1,8%.

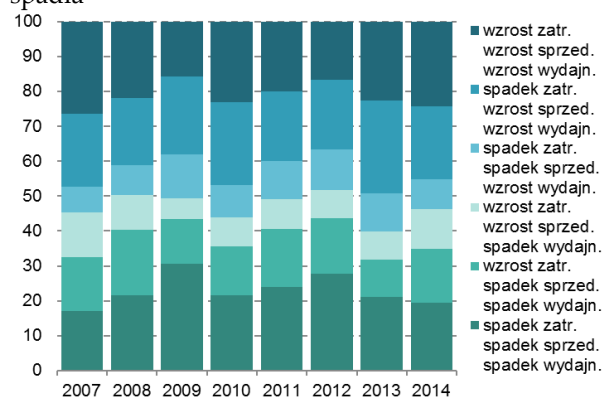
Spadek dynamiki wydajności pracy nastąpił zwłaszcza w **sektorze MSP** (-4,9%). W dużych firmach spadek wydajności pracy miał mniejszą skalę (-0,8%). Zaś w przedsiębiorstwach największych (2000 i więcej zatrudnionych) wydajność pracy wzrosła (4,6%), pomimo wzrostu zatrudnienia.

Wykres 30 Dynamika wydajności pracy, nominalnie, w MSP i dużych przedsiębiorstwach



Nadal ponad połowa przedsiębiorstw podnosi swoją wydajność pracy – udział przedsiębiorstw realnie ją zwiększających spadł jednak w III kw. br. (o 6,3 pp. do 53,7%). W dalszym ciągu więcej firm podnosi wydajność przez wzrost sprzedaży niż redukcję zatrudnienia. Podobnie – zmniejszenie wydajności częściej jest spowodowane spadkiem sprzedaży niż wzrostem zatrudnienia. Pozytywną obserwacją jest fakt, że odsetek firm będących w najkorzystniejszej sytuacji, tzn. takich, w których wzrost wydajności wynikał z szybszego wzrostu sprzedaży niż zatrudnienia wzrósł w III kw. Jednocześnie spadł udział przedsiębiorstw, w których wzrostowi wydajności towarzyszyła redukcja zatrudnienia. Ponadto, zmniejszył się (do 19,4%) odsetek firm w najgorszej sytuacji, tzn. takich, w których zmniejszenie dynamiki wydajności wynikało z szybszego spadku dynamiki sprzedaży niż zatrudnienia. Jednocześnie wzrósł udział przedsiębiorstw, w których spadek wydajności szedł w parze ze wzrostem zatrudnienia.

Wykres 31 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian wydajności, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia (r/r, dane kwartalne za III kw. kolejnych lat) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu; próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosła wydajność, zielone – spadła



Wskaźniki cen w III kw. 2014 r. pozostawały nadal ujemne w większości branż, również w przetwórstwie przemysłowym oraz budownictwie. Miało to pozytywny wpływ na **dynamikę realnej wydajności pracy** w sektorze przedsiębiorstw, która w III

kw. 2014 r. obniżyła się w znacznie mniejszym stopniu niż nominalna wydajność pracy i wyniosła -0,4%.

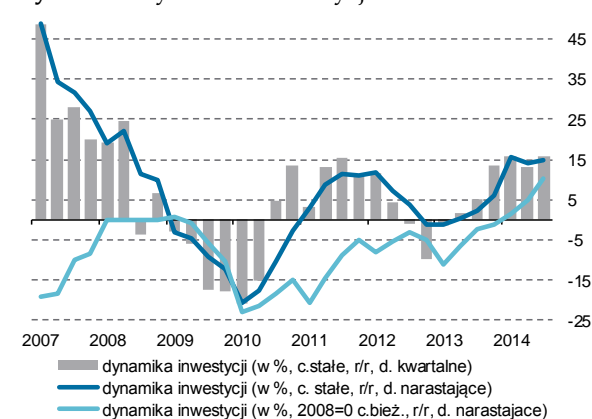
W ujęciu branżowym wysoki wskaźnik realnej wydajności odnotowano w budownictwie (14,8%, czemu sprzyjało stale spadające zatrudnienie). W branży przetwórczej spadek wydajności był wyraźny (-2,2%), przy czym obniżanie się cen w przemyśle osłabiało ten spadek, a wzrost zatrudnienia – pogłębiał. Względnie wysoką realną dynamikę wydajności pracy osiągnął transport (2,4%), przy dodatnim wskaźniku cen i dość stabilnym zatrudnieniu. Spadek realnej dynamiki wydajności zarejestrowano w handlu (-3,3%), przy względnie wysokim wzroście zatrudnienia. W górnictwie nastąpił wzrost wydajności (6,5%), któremu towarzyszył nadal wyraźny spadek wskaźnika cen i redukcja zatrudnienia. Realny spadek dynamiki wydajności pracy odnotowano ponadto w energetyce oraz w sekcji Dostawa wody, odpady, przy dodatnich wskaźnikach cen w tych sekcjach.

Aktywność inwestycyjna

1. Inwestycje ogółem

Czwarty kolejny kwartał sektor przedsiębiorstw utrzymał wysoką, dwucyfrową dynamikę wzrostu nakładów inwestycyjnych. W III kw. **dynamika inwestycji przyspieszyła** wobec wyników z poprzedniego kwartału (wzrost o 15,7%, wobec 13% w II kw., r/r, ceny stałe³).

Wykres 32 Dynamika inwestycji



Przyspieszające tempo wzrostu inwestycji świadczy o tym, że przedsiębiorstwa z większym optymizmem patrzą w przyszłość mimo utrzymujących się nadal czynników ryzyka (słaba koniunktura w Europie, kryzys wschodni). Lepsze perspektywy dla inwestycji buduje m.in. stosunkowo silna konsumpcja i rekordowo niskie stopy procentowe. Wspomagają one decyzje o rozbudowie majątku produkcyjnego przedsiębiorstw, który w zasadzie od załamania z przełomu 2008/2009 był niedoinwestowany i podlegał co najwyżej modernizacji⁴.

Wzrost aktywności inwestycyjnej obserwowany jest na poziomie danych jednostkowych, które pokazują, że **na zwiększenie inwestycji zdecydowało się obecnie wyjątkowo dużo przedsiębiorstw**. W

³ Dla urealniania zmian wykorzystywany jest wskaźnik cen nakładów inwestycyjnych.

⁴ Szybki Monitoring NBP, Nr 01/14 (styczeń 2014 r.)

pierwszych trzech kwartałach nakłady w relacji rocznej zwiększyły ok. 41% przedsiębiorstw (podobnie wysoki rezultat odnotowano jedynie w 2007 r.).

Wykres 33 Udział przedsiębiorstw zwiększających inwestycje (dynamika realna, r/r, nakłady za pierwsze trzy kwartały w poszczególnych latach)



Jednocześnie koncentracja inwestycji dokonanych w pierwszych trzech kwartałach obniżyła się w relacji rocznej, co świadczy o zwiększającej się powszechności ożywienia aktywności inwestycyjnej. W szczególności zjawisko to obserwujemy w sektorze MSP. Niemniej koncentracja nakładów pozostaje nadal wysoka (od 2009 r. powyżej średniej wieloletniej). W III kw. br. w grupie 100 największych inwestorów koncentrowało się ponad 51% ogółu nakładów całego sektora przedsiębiorstw.

Większe inwestycje oznaczają szybsze tempo odnawiania i unowocześniania majątku. Wskaźnik odnawiania majątku rzeczowego, mierzony relacją nakładów do posiadanego majątku, stopniowo rośnie od 2013 r. Mimo odnotowanego przyspieszenia inwestycje przedsiębiorstw są nadal relatywnie nieduże w stosunku do pozostającego w ich dyspozycji majątku (poziom wskaźnika odnowienia majątku utrzymuje się poniżej średniej długookresowej).

Wykres 34 Tempo odnawiania majątku. Relacja inwestycji (inwestycje kwartalne annualizowane) do majątku trwałego (w %)

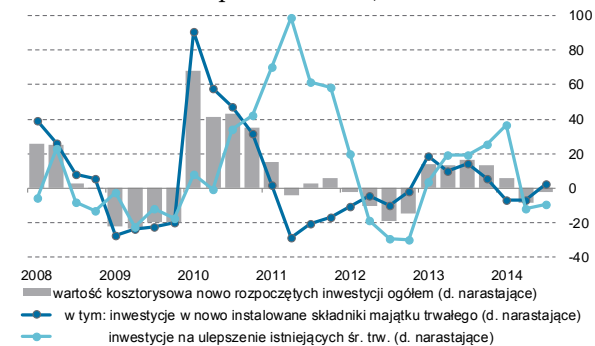


2. Wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwestycji

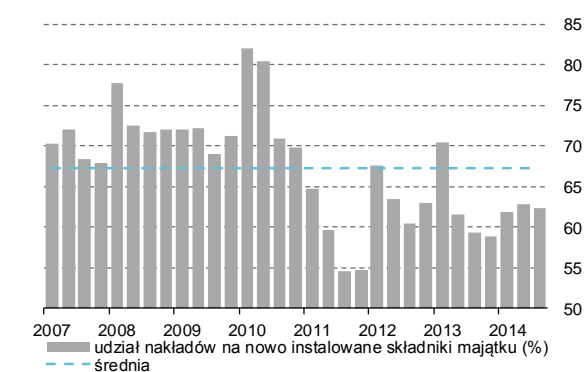
Ożywienie akcji inwestycyjnej w przedsiębiorstwach nie oznacza na razie wyraźnego zwiększenia skali nowo rozpoczętych inwestycji. Według danych za pierwsze trzy kwartały tego roku wartość kosztorysowa ogółem nowo rozpoczętych przedsięwzięć była niższa niż w podobnym okresie poprzedniego roku (o 2,3%, r/r, c. bieżące), do czego przyczynił się silny spadek wartości inwestycji o charakterze modernizacyjnym⁵ (o 9,4%). Pozytywnym natomiast sygnałem jest dodatnia, aczkolwiek na razie niewielka, dynamika wartości inwestycji w nowo instalowane składniki majątku. Zwiększanie skali wydatków w tym obszarze oznacza **intensyfikację działań w kierunku rozbudowy zdolności produkcyjnych**. Udział inwestycji w nowe składniki majątku, które są główną składową agregatu wartości kosztorysowej zwiększył się w relacji rocznej, niemniej pozostaje nadal poniżej średnich wartości w długim okresie.

⁵ Pod tym pojęciem mieszczą się następujące działania: przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego.

Wykres 35 Dynamika wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji. Inwestycje na ulepszenie (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego) istniejących środków trwałych oraz w nowo instalowane składniki majątku trwałego (w %, r/r, ceny bieżące, b.d. za I kw. 2011 i 2012 r. zastąpiono średnią)

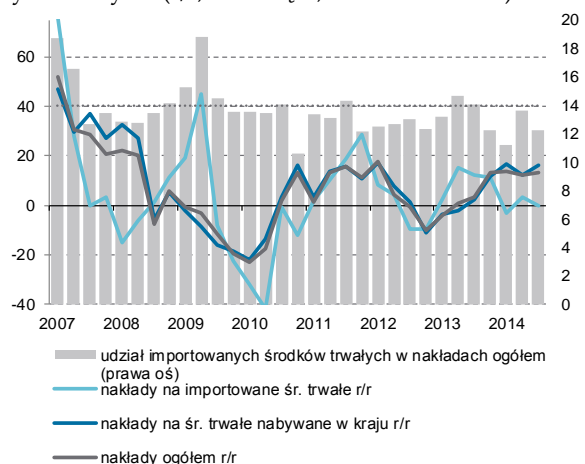


Wykres 36 Udział wartości kosztorysowej nakładów na nowo instalowane składniki majątku w wartości kosztorysowej inwestycji nowo rozpoczętych w okresie sprawozdawczym (dane narastające, w %)



3. Środki trwałe z importu

Dynamika wydatków związanych z zakupem importowanych środków trwałych od początku bieżącego roku oscyluje wokół zera. W III kw. inwestorzy zaspokajali swój popyt inwestycyjny poprzez zwiększone zakupy na rynku krajowym (dynamika nakładów na środki trwałe od krajowych dostawców wyniosła 16,3% r/r, ceny bieżące, dane kwartalne).

Wykres 37 Nakłady na środki trwałe w podziale na rynki nabycia (r/r, c. bieżące, dane kwartalne)

Struktura rodzajowa importu pokazuje, że dodatkowo na stopę wzrostu importu inwestycyjnego w III kw. przełożył się wzrost zakupów środków transportu przy ujemnym wkładzie maszyn i urządzeń. Obie te zmiany przyniosły neutralny efekt łączny.

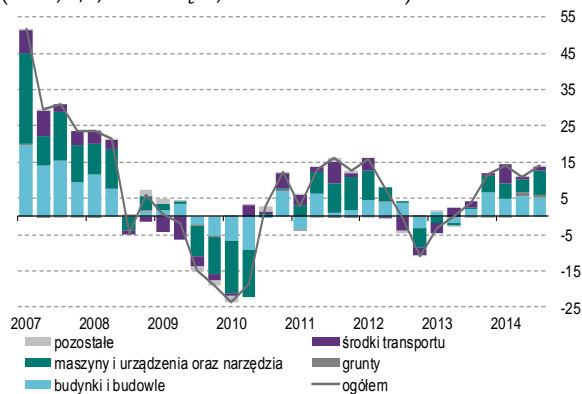
W III kw. na zakup środków trwałych od zagranicznych dostawców i producentów przedsiębiorstwa przeznaczyły w sumie 12,3% ogółu nakładów i można mówić o **łagodnym trendzie spadkowym tego udziału**. Ten spadek uwidacznia się **głównie w grupie zakupów maszyn i urządzeń**. Ponieważ import jest jednym z kanałów napływu nowoczesnych rozwiązań technologicznych zjawisko to może mieć **niekorzystny wpływ dla potencjału i konkurencyjności naszej gospodarki**.

4. Inwestycje w układzie rodzajowym

Piąty kolejny kwartał przedsiębiorstwa zwiększały (w ujęciu rocznym) nakłady we wszystkich grupach rodzajowych inwestycji, ale po raz pierwszy od 2012 r. **głównym motorem wzrostu nakładów były inwestycje w maszyny i urządzenia**, których wzrost mocno przyspieszył w ciągu kwartału (wzrost o 15,1% wobec 7,7% w II kw., ceny bieżące, dane kwartalne, r/r). Dodatni i silny wkład we wzrost inwestycji nadal mają również nakłady na budynki i budowlę (wzrost o 12,5% wobec 14,3% w

II kw.). Nadal dość silnie zwiększane są nakłady na środki transportu (o 10,8%). Jednak ze względu na ich niski udział w ogóle nakładów oraz prawdopodobne skoncentrowanie zakupów środków transportu w I kw. tego roku ich rola w generowaniu wzrostu inwestycji była w III kw. niewielka.

Przyspieszające inwestycje w maszyny i urządzenia, a także widoczna zmiana charakteru rozpoczętych inwestycji potwierdzają, że nie czekając na oznaki silniejszego ożywienia przedsiębiorstwa istotnie zwiększyły **działania w kierunku rozbudowy zdolności produkcyjnych**. Jest to zgodne z wynikami badania przeprowadzonego w NBP, które pokazują, że **inaczej niż w poprzednich cyklach koniunkturalnych inwestycje są obecnie wyprzedzające względem PKB** a ich stosunkowo wcześniej rozpoczęty wzrost wynika m.in. z faktu głębokich redukcji nakładów na inwestycje w poprzednim cyklu.

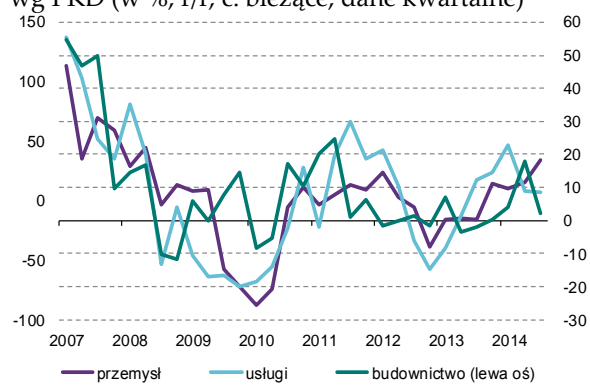
Wykres 38 Dynamika nakładów na środki trwałe i wkład składowych do stopy wzrostu nakładów (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)

Inwestycje w podstawowych przekrojach

W III kw. najwyższe dynamiki inwestycji zanotowano w przemyśle (poza górnictwem). W przedsiębiorstwach przemysłowych inwestycje rosną obecnie najszybciej od 2007 r. Głównym kierunkiem rozwoju w tej grupie firm pozostają inwestycje związane z zakupem maszyn i urządzeń, ale przyspieszyły również inwestycje budowlane. Ożywienie inwestycyjne w przemyśle przebiega na razie

bez widocznego przyspieszenia skali nowo rozpoczynanych inwestycji, ponieważ dynamika inwestycji modernizacyjnych wyhamowała, a nie ruszyły jeszcze inwestycje w nowo instalowane składniki majątku (wg danych narastających). Trzeba tu jednak uzupełnić, że jeśli chodzi o skalę nowo rozpoczynanych przedsięwzięć, wyniki w dół ciągnie energetyka i górnictwo, przy wzrostach w przetwórstwie przemysłowym.

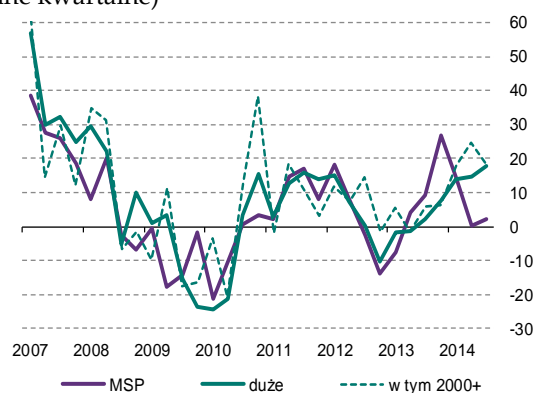
Wykres 39 Dynamika nakładów na środki trwałe wg PKD (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)



Umiarkowane tempo inwestycji utrzymuje sektor usługowy, ale z wyłączeniem firm handlowych, w których w III kw. doszło do spadku nakładów na inwestycje. W przedsiębiorstwach usługowych obserwujemy m.in. zwiększającą się aktywność w obszarze nowych inwestycji związanych z instalowaniem nowego majątku. Ten trend umacnia się od połowy 2012 r., co pozytywnie wyróżnia sektor usługowy na tle pozostałych przedsiębiorstw.

W budownictwie przyspieszenie dynamiki inwestycji w II kw. okazało się przejściowe i ponownie notujemy spadki nakładów. W branży tej realizowane są jednak przy tym dość intensywnie inwestycje modernizacyjne. Wydają się one niezbędne, biorąc pod uwagę trwającą regresję inwestycji w budownictwie, wywołaną zapaścią tego sektora w okresie 2012-2013. Ze względu na otwierającą się nową perspektywę finansową na lata 2014-2020, można jednak oczekiwać zwiększenia się dużych projektów budowlanych przy współdziałaniu środków z UE.

Wykres 40 Dynamika nakładów na środki trwałe wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)



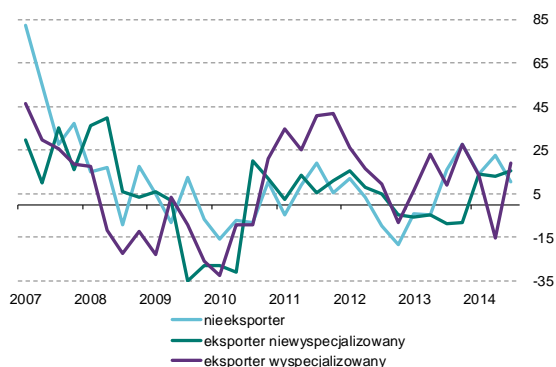
Dalsze przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji obserwujemy w grupie dużych przedsiębiorstw.

W III kw. głównym komponentem wzrostu inwestycji dużych firm były, po raz pierwszy od 2012 r., nakłady na maszyny i urządzenia. Przedsiębiorstwa te nadal też mocno inwestują w budynki i budowlę. Inwestycje dużych przedsiębiorstw są coraz większe w relacji do majątku trwałego, co przełożyło się na przyspieszenie tempa jego odnawiania. Natomiast w grupie MSP dynamika inwestycji wyhamowała w II kw. i obecnie pozostaje tylko lekko dodatnia. Tempo odnawiania majątku w MSP od początku tego roku obniża się. Jednocześnie dynamicznie rośnie skala nowo rozpoczynanych projektów w sektorze MSP, w tym zarówno projektów związanych z modernizacją istniejącego majątku, jak i z instalacją nowych składników. Brak dodatkowego przełożenia wysokiej dynamiki wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych projektów w MSP na agregat nakładów może wynikać np. z korekty planów w trakcie realizowania inwestycji (w sprawozdaniu F-01/I-01 nie ujmuje się korekt w przypadku rewizji planów). W przypadku MSP także znacznie niższa jest relacja wartości kosztorysowej do faktycznych nakładów poniesionych w danym okresie na inwestycje.

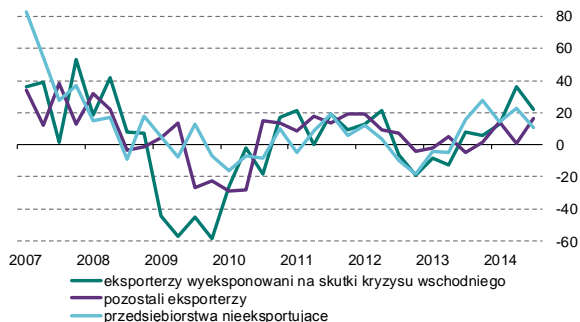
W III kw. dodatnią dynamikę inwestycji odnotowano we wszystkich grupach, niezależnie od stopnia zaangażowania w sprzedaż zagraniczną, w tym także wśród przedsiębiorstw osiągających

więcej niż połowę przychodów ze sprzedaży eksportowej. Ta grupa przedsiębiorstw po spowolnieniu inwestycji w II kw. przyspieszyła tempo rozwoju, m.in. zwiększając wyraźnie skalę nowo rozpoczynanych inwestycji na nowo instalowane składniki majątku.

Wykres 41 Dynamika nakładów na środki trwałe wg eksportu (w %, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne)



Wykres 42 Dynamika nakładów na środki trwałe a ekspozycja na skutki kryzysu wschodniego (w %, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne)



Dostępne dane nie pokazują wyraźnego wpływu konfliktu na wschodzie na działalność inwestycyjną. Wprawdzie dynamika inwestycji eksporterów działających w branżach najbardziej ekspozowanych na możliwe skutki tego konfliktu⁶ obniżyła się wobec II kw., ale nadal pozostaje bardzo wysoka. Silnie rośnie w tej grupie także skala noworozpoczynanych inwestycji. Wyniki te mogą sugero-

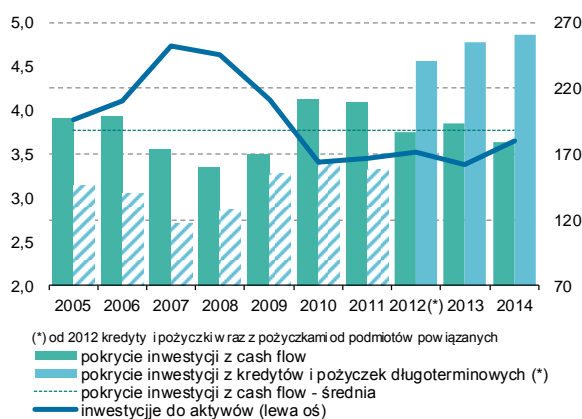
⁶ Więcej informacji na temat identyfikacji przedsiębiorstw ekspozowanych na skutki konfliktu wschodniego - str. 6.

wać, że przedsiębiorstwa kontynuują dotychczasową ekspansywną politykę inwestycyjną.

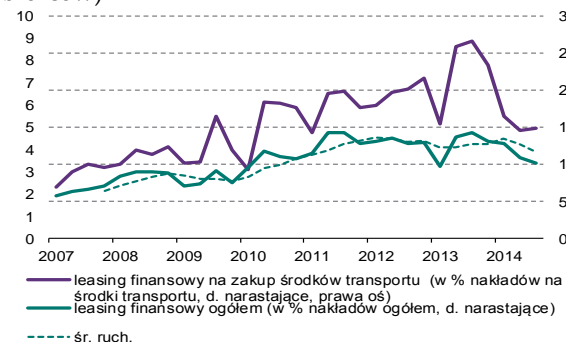
5. Finansowanie

W pierwszych trzech kwartałach 2014 r. akcja inwestycyjna przedsiębiorstw była rozwijana szybciej, niż poprawiały się wewnętrzne możliwości finansowania. Te relatywnie słabsze zdolności do samofinansowania mógł zrekompensować szybszy dopływ kredytów i pożyczek długoterminowych, jaki miał miejsce w tym okresie.

Wykres 43 Inwestycje i możliwości ich finansowania (dane dla pierwszych trzech kwartałów każdego roku)



Wykres 44 Znaczenie leasingu finansowego w finansowaniu zakupów środków trwałych (dane narastające, leasing wykazywany przez leasingobiorców)



Mimo pewnego pogorszenia wskaźników pokrycia inwestycji z cash flow, zasoby środków finansowych w całym SP nadal znacznie przekraczają zrea-

lizowane inwestycje (obydwie te kategorie ekonomiczne są silnie skoncentrowane w sektorze przedsiębiorstw). Wypracowany w firmach w pierwszych trzech kwartałach tego roku cash flow był o 78% większy niż poniesione w tym samym okresie wydatki na inwestycje⁷, ale jest to poziom nieco wyższy niż w okresie ostatniego ożywienia inwestycyjnego.

Rosnący udział przedsiębiorstw korzystających z leasingu finansowego⁸ świadczy o coraz większej popularności tego sposobu finansowania majątku trwałego, zwłaszcza przy finansowaniu zakupów środków transportu⁹ (10% firm w ciągu pierwszych trzech kwartałów tego roku przyjęło środki trwałe w drodze leasingu). Również struktura rodzajowa wyleasingowanego majątku pokazuje, że od 2010 r. drogą leasingu przedsiębiorstwa pozyskują głównie środki transportu (w I-III kw. 2014 r. stanowiły one 55% wyleasingowanych środków trwałych). Wzrostowi odsetka firm korzystających z leasingu finansowego w ostatnim roku towarzyszył jednak spadek wartości środków trwałych nabytych dzięki leasingowi w relacji do poniesionych nakładów na środki trwałe (przed 2011 r. ta relacja dynamicznie rosła, agregat jest pod silnym wpływem dużych jednostkowych transakcji).

⁷ Na podstawie danych F-01/I-01 dysponujemy tylko rozbięciem ze względu na termin wymagalności kredytu, kredyt inwestycyjny jest tylko częścią długoterminowego zadłużenia kredytowego. Dodatkowo kredyty i pożyczki długoterminowe w nowym ujęciu od 2012 r. zawierają także pożyczki od podmiotów powiązanych. Z tego względu też dysponujemy krótkim szeregiem dynamiki kredytów w relacji rocznej. Nieciągły jest również szereg dla pokrycia inwestycji z kredytów długoterminowych i dane przed i po zmianie z 2012 r. są nieporównywalne.

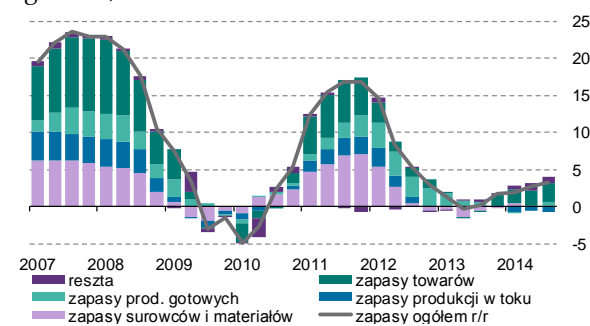
⁸ Omawiamy tu wyłącznie leasing finansowy, zaś pomijamy leasing operacyjny, ponieważ w sensie ekonomicznym charakter leasingu operacyjnego zbliżony jest do wynajmu. Wydatki związane z leasingiem operacyjnym ujmowane są w kosztach prowadzenia działalności, a nie w rachunku nakładów i nie skutkują przyrostem wartości majątku przedsiębiorstwa.

⁹ Statystyki obejmują te przedsiębiorstwa, które w analizowanym okresie przyjęły majątek trwały drogą leasingu finansowego (nie dysponujemy informacją o zobowiązaniach z tytułu umów leasingowych).

Zapasy

Od pięciu kwartałów przyspiesza wzrost zapasów w przedsiębiorstwach. W III kw. zapasy wzrosły o 3,3% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu zapasów od czterech kwartałów pozostaje wzrost zapasów towarów (wzrost o 7,7% r/r), coraz silniej wspierany także przez wzrost zapasów produktów gotowych (wzrost o 3%, r/r).

Wykres 45 Struktura rodzajowa wzrostu zapasów ogółem r/r



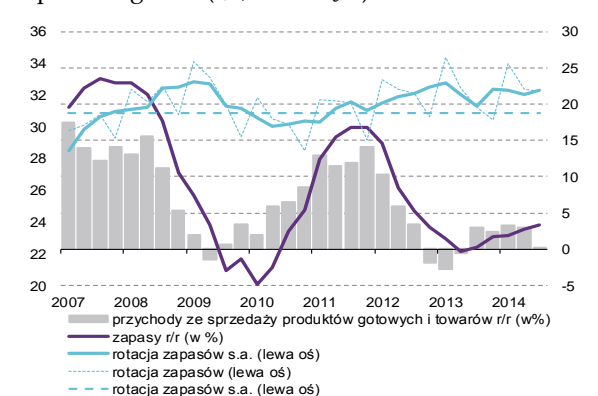
Od początku 2012 r. za wzrost zapasów towarów odpowiedzialne są niemal wyłącznie sekcje handlowe (hurt i detal). W ostatnich kwartałach może mieć to związek z pogorszeniem się dynamiki sprzedaży w handlu, która w III kw. wyhamowała niemal do zera. Podobnie jak i w poprzednim kwartale wzrost zapasów towarów wygenerowały głównie firmy prowadzące sprzedaż hurtową towarów innych niż samochody. Z drugiej strony, ujemnie na dynamikę zapasów ogółem w sektorze przedsiębiorstw już trzeci kolejny kwartał oddziałuje spadek zapasów produktów w toku (w III kw. spadek o 4,7%, r/r).

W kontekście wprowadzonych przez Rosję ograniczeń w handlu artykułami spożywczymi komentarza wymaga sytuacja w dziale produkcji artykułów spożywczych, który w III kw. zanotował dawno nie widziany w tej grupie spadek przychodów ze sprzedaży. Gorsze wyniki sprzedażowe mogły być jedną z przyczyn obserwowanego przyrostu stanów magazynowych. Problem branży spożywczej

ma jednak znikomy wpływ na wzrost zapasów towarów w skali całego sektora przedsiębiorstw. W nieco większym stopniu producenci artykułów spożywczych przyczynili się do wzrostu zapasów produktów gotowych generując prawie 1/3 wzrostu zapasu produktów gotowych. W grupie zapasów materiałów i surowców producenci artykułów spożywczych w III kw. odnotowali zaś spadek.

W III kw. br. cykl zapasów po korekcie sezonowej nieznacznie się wydłużył w stosunku do poprzedniego kwartału (o 0,3 dnia) i pozostaje na wysokim poziomie (powyżej długookresowej średniej).

Wykres 46 Cykl rotacji zapasów¹⁰ ogółem s.a. (w dniach) i dynamika kwartalnych przychodów ze sprzedaży produktów gotowych i towarów oraz zapasów ogółem (r/r, c. bieżące)



Cykl rotacji zapasów wydłużył się najsilniej w przemyśle (po korekcie sezonowej), który w III kw. odnotował jednocześnie spadek przychodów ze sprzedaży produktów i towarów. Spowolnienie rotacji nastąpiło także w budownictwie i usługach. Pogorszenie w usługach jest wynikiem wydłużenia cyklu obrotu zapasów w handlu, przy poprawiającej się sytuacji w transporcie i pozostałych usługach.

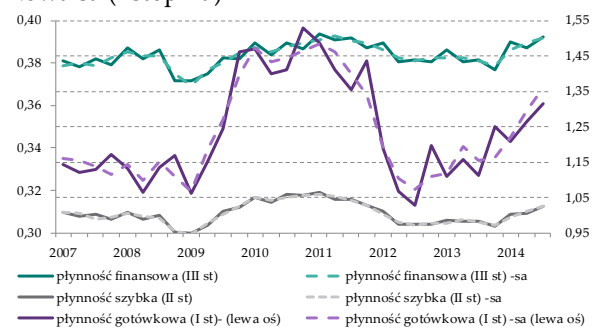
¹⁰ Cykl rotacji zapasów liczony jest jako relacja zapasów ogółem do kwartalnych przychodów ze sprzedaży produktów gotowych i towarów, wyrażony w dniach.

Płynność, finansowanie działalności

1. Płynność

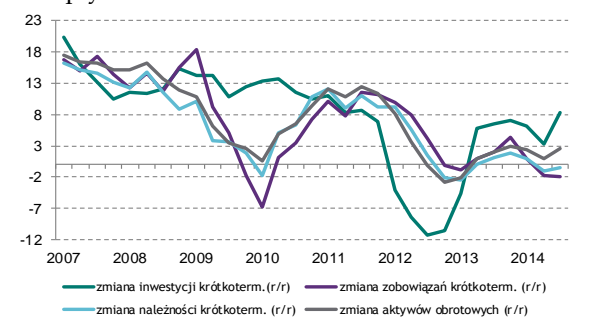
W III kw. br. odnotowano kolejną poprawę sytuacji płynnościowej sektora przedsiębiorstw, zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym. Wszystkie wskaźniki płynności znajdują się w trendzie rosnącym. Wyraźnie rośnie zwłaszcza płynność gotówkowa.

Wykres 47 Płynność finansowa sa (III stopnia), płynność szybka sa (II stopnia) i płynność gotówkowa sa (I stopnia)



O zmianach wskaźników płynności w ujęciu rocznym zdecydował spadek zobowiązań krótkoterminowych, wobec niewielkiego przyrostu wartości aktywów obrotowych, w tym jednak wyraźnego wzrostu inwestycji krótkoterminowych.

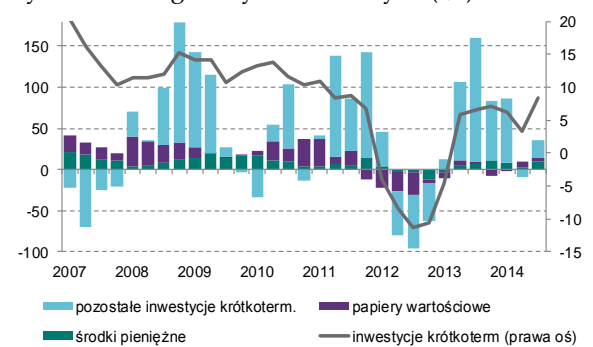
Wykres 48 Zmiany roczne składowych wskaźników płynności



Na tak wyraźny wzrost inwestycji krótkoterminowych złożył się natomiast wzrost (o 9,5% r/r) zasadniczego składnika inwestycji, jakim są środki

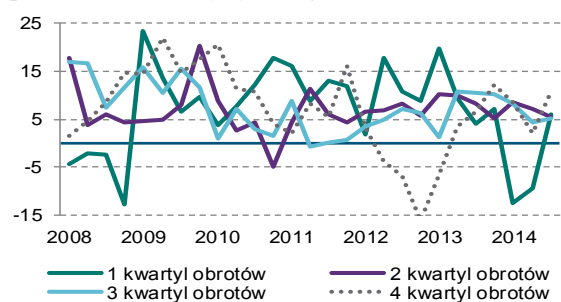
pieniężne, z udziałem sięgającym 78% agregatu.¹¹ Jednocześnie, pozostałe składniki inwestycji krótkoterminowych zwiększyły się w niewielkim stopniu (papiery wartościowe).

Wykres 49 Zmiany inwestycji krótkoterminowych i dynamika ich głównych składowych (r/r)

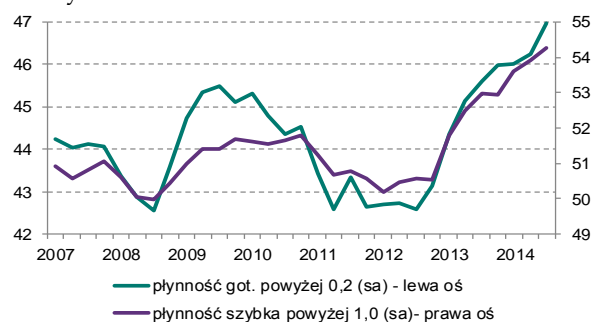


Poszukując źródeł wzrostu środków pieniężnych można zauważyć ich zwiększenie we wszystkich kwartylach przedsiębiorstw sklasyfikowanych według wielkości obrotów. Zmiany środków w pierwszych trzech kwartylach były powolne i niewielkie co do skali, zaś wyraźny wzrost odnotowano w odniesieniu do przedsiębiorstw największych, tworzących ponad 78% agregatu.

¹¹ W skład inwestycji krótkoterminowych wchodzi środki pieniężne, papiery wartościowe (w tym również udziały, pożyczki) i pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe. Środki pieniężne i papiery wartościowe stanowią około 98%-99% inwestycji krótkoterminowych. Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe, mimo dużych zmian rocznych, nie wywierają istotnego wpływu na pozycję zagregowaną, z uwagi na swój niewielki w nich udział.

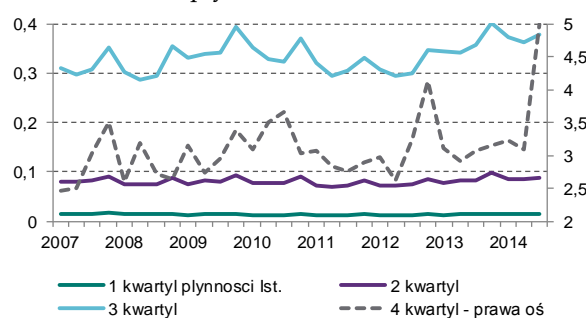
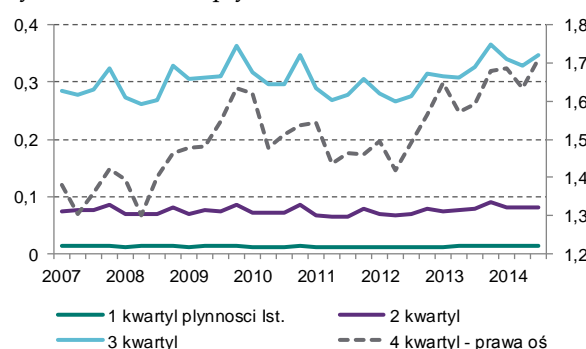
Wykres 50 Zmiany roczne środków pieniężnych przedsiębiorstw ujętych wg wielkości obrotów

Z analizy wskaźników koncentracji inwestycji i należności krótkoterminowych wynika, że od połowy 2012 r. obie zmienne wykazują tendencję ku powolnemu rozpraszaniu. Skala spadku koncentracji jest niewielka, ale systematyczna. To sugeruje, że **zwiększa się nie tylko średnia płynność sektora, ale rośnie również liczba przedsiębiorstw utrzymujących bezpieczne poziomy płynności**. W III kw. odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności na poziomach uznanych za bezpieczne, po raz kolejny wzrósł (wartości referencyjne por. Aneks). Płynność gotówkową przekraczającą poziom 0,2 miało 46,2%, a płynność szybką powyżej 1,0 miało 54% badanych firm.

Wykres 51 Odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy

Zwiększają się również średnie, jak i mediany wskaźnika płynności gotówkowej we wszystkich kwartyłach przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem wysokości płynności (za wyjątkiem pierwszego kwartyłu). Pierwszy kwartył przedsiębiorstw charakteryzuje się jednak trwale wysokim

średnim (oraz wysoką medianą) zadłużeniem ogólnym, co sprawia, że poprawa płynności jest w tej grupie przedsiębiorstw wyraźnie trudniejsza niż w pozostałych kwartyłach.

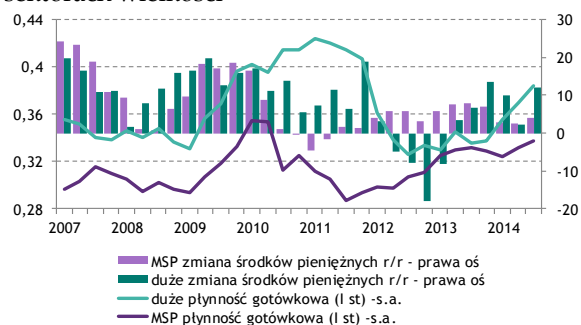
Wykres 52 Średnia wskaźnika płynności gotówkowej (I st.) wśród przedsiębiorstw ujętych w kwartyłach wskaźnika płynności**Wykres 53** Mediana wskaźnika płynności gotówkowej (I st.) wśród przedsiębiorstw ujętych w kwartyłach wskaźnika płynności

Poprawę płynności gotówkowej (zarówno w relacji do poprzedniego kwartału, jak i analogicznego okresu poprzedniego roku) odnotowano również wśród przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem wielkości zatrudnienia – w sektorze MSP, jak i wśród dużych przedsiębiorstw.

Na wzrost płynności obserwowanej w całej próbie złożył się niejednorodny wzrost płynności w sekcjach. Na koniec III kw. br. w większości sekcji wskaźniki płynności gotówkowej pozostały bliskie poziomom sprzed kwartału lub się poprawiły. Największe zwiększenie płynności gotówkowej widać było wśród przedsiębiorstw zajmujących się

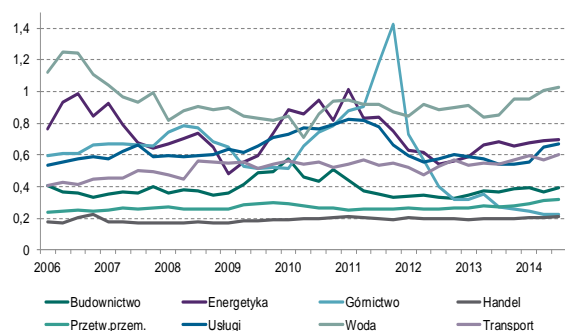
dostarczaniem wody i odprowadzaniem ścieków, firm energetycznych i wśród firm usługowych. Poprawiła się również sytuacja przedsiębiorstw budowlanych. Kolejny z rzędu wzrost płynności w tej sekcji, spowodował odchylenie się bieżącego wskaźnika in plus od jego długookresowej średniej¹².

Wykres 54 Wskaźnik płynności gotówkowej s.a. (I st.) oraz zmiany roczne środków pieniężnych w sektorach wielkości



Wśród firm zajmujących się dostarczaniem wody i odprowadzaniem ścieków, a także wśród firm przetwórstwa przemysłowego tempo akumulacji środków pieniężnych w ujęciu rocznym było bardzo wysokie (nieco ponad 12% r/r). Z kolei wśród firm górniczych odnotowano wyraźne przyspieszenie akumulacji środków pieniężnych w przeciągu kwartału - o 22,6%.

Wykres 55 Wskaźnik płynności gotówkowej s.a. (I st.) przedsiębiorstw wg sekcji PKD

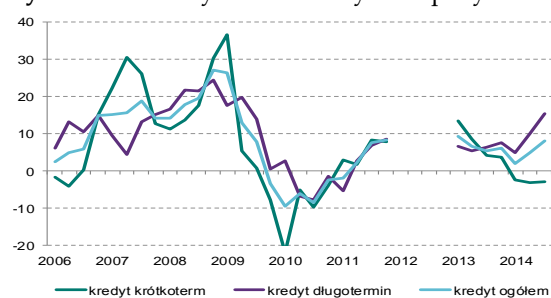


¹² Średniej z ostatnich 10 lat

2. Zadłużenie

Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek ogółem¹³ rośnie, choć stosunkowo wolno i za sprawą wzrostu zadłużenia długoterminowego. Natomiast po raz kolejny, z uwagi m.in. na znaczące środki własne, przedsiębiorstwa ograniczyły krótkoterminowe zadłużenie kredytowe. Słabe tempo przyrostu kredytów można również wiązać z opóźnieniem w uruchomieniu środków unijnych z perspektywy 2014-2020. Z drugiej strony można oczekiwać, że właśnie uruchomienie tychże środków zwiększy zapotrzebowanie na finansowanie bankowe w nadchodzących kwartałach wśród przedsiębiorstw małych i średnich.

Wykres 56 Zmiany roczne kredytów i pożyczek¹⁴



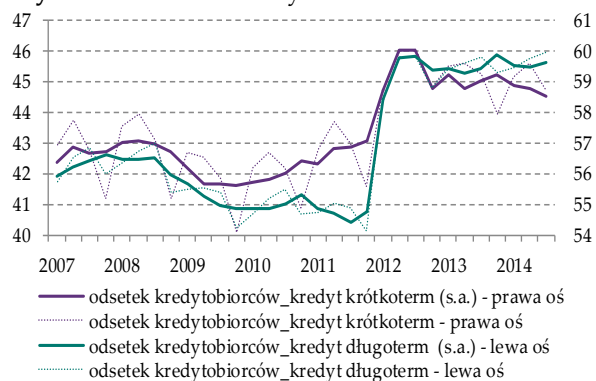
Udział przedsiębiorstw korzystających z jakiegokolwiek (pod względem terminów) formy kredytu lub pożyczki wyniósł 67,4% próby. Nadal częściej przedsiębiorstwa sięgały po kredyty i pożyczki krótkoterminowe na finansowanie bieżącej działalności, niż po kredyty i pożyczki długoterminowe. Wartość kredytów i pożyczek krótkoterminowych stanowiła około 36% całkowitego zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek, przy czym odsetek firm korzystających z tej formy finansowania działalności zmniejszył się. Oznacza to, że przyrost wielkość kredytów i pożyczek pozostających w

¹³ Do końca 2011 r. obliczony na podstawie pozycji: "Kredyty i pożyczki od jednostek pozostałych", od 2012 r. pozycja kredyty i pożyczki obejmuje również pożyczki od jednostek powiązanych.

¹⁴ Zmiana metodologii ujmowania kredytów i pożyczek po 2011. spowodowała jednoroczny brak porównywalności danych

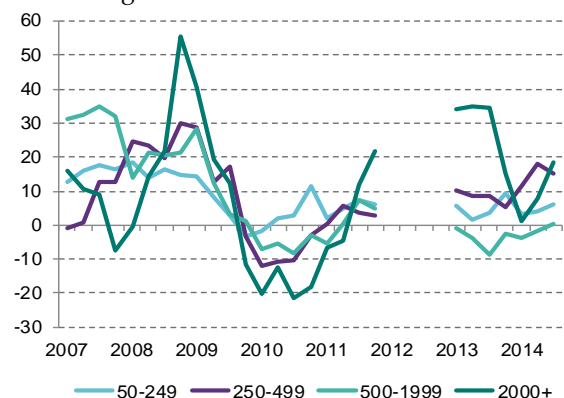
dyspozycji przedsiębiorstw pochodził z umów zawieranych na większe kwoty, a nie z przyrostu odsetka kredytobiorców.

Wykres 57 Odsetek kredytobiorców



Najwyższą roczną dynamikę kredytu ogółem odnotowały po raz kolejny przedsiębiorstwa, które charakteryzują się wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych, a ponadto firmy duże i bardzo duże. W tych klasach wielkości za wzrostem całkowitego zadłużenia kredytowego kryje się bardzo silny wzrost zadłużenia długoterminowego i niski wzrost (spadek w przypadku firm o zatrudn. 250-499 osób) zadłużenia krótkoterminowego.

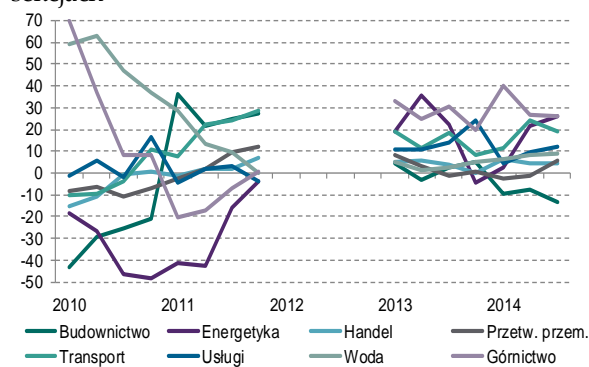
Wykres 58 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w klasach wg wielkości zatrudnienia



Kolejnego, dużego ograniczenia zadłużenia dokonały firmy budowlane, co należy wiązać ze spadkiem ich aktywności inwestycyjnej (można jednak oczekiwać zwiększenia inwestycji i kredytów w momencie uruchomienia środków z nowej perspek-

tywy unijnej). Z kolei największy przyrost kredytów i pożyczek odnotowano w przedsiębiorstwach górniczych (jednak poza górnictwem węglowym) i energetyce. Za obserwowane w całej próbie zmiany kredytów i pożyczek w ujęciu rocznym odpowiadały jednak zmiany wielkości kredytów i pożyczek w przetwórstwie przemysłowym i usługach. Są to sekcje, które mimo że zadłużenie kredytowe zwiększyły odpowiednio o 2% i 6%, to ich łączny udział w całkowitym kredycie sięga 65%, a samo przetwórstwo przemysłowe posiada 40%-owy udział w kredycie całego sektora przedsiębiorstw. W pozostałych sekcjach zmiany zadłużenia z tytułu kredytu i pożyczek były niewielkie.

Wykres 59 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w sekcjach

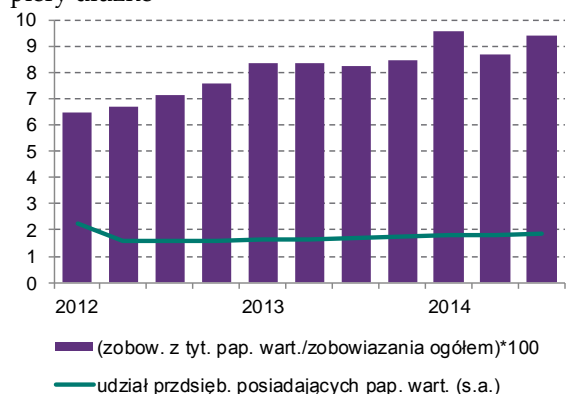


Według danych ze sprawozdań F-01/I-01 odsetek przedsiębiorstw posiadających zobowiązania z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych nie przekracza 2%. Udział długoterminowych papierów wartościowych w sumie zobowiązań długoterminowych stanowi zaś nieco ponad 21%. Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe, mimo, że ich udział rośnie, stanowiły 2,4% wartości krótkoterminowych zobowiązań. Warto podkreślić, że duża część emisji przeznaczona jest dla podmiotów powiązanych.

W ostatnim kwartale odnotowano 15% wzrost zobowiązań z tytułu długoterminowych papierów wartościowych, przy jednoczesnym 9,5% ograniczeniu zadłużenia z tytułu krótkoterminowych papierów wartościowych. Takich zmian w termi-

nowej strukturze dłużnych papierów wartościowych dokonało kilkanaście przedsiębiorstw w badanej próbie. Zmiany te nie zmieniły znacząco struktury pasywów sektora przedsiębiorstw.

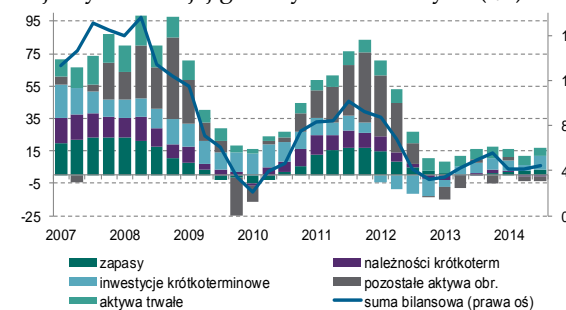
Wykres 60 Udział zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych w zobowiązaniach ogółem oraz odsetek przedsiębiorstw emitujących papiery dłużne



3. Wypłacalność

Kolejny kwartał z rzędu **odnotowano niewielki wzrost sumy bilansowej sektora przedsiębiorstw**. Za wzrost aktywów odpowiadało głównie zwiększenie inwestycji krótkoterminowych i aktywów trwałych. Należności krótkoterminowe i pozostałe aktywa obrotowe miały delikatnie ujemny wkład w kształtowanie się sumy bilansowej.

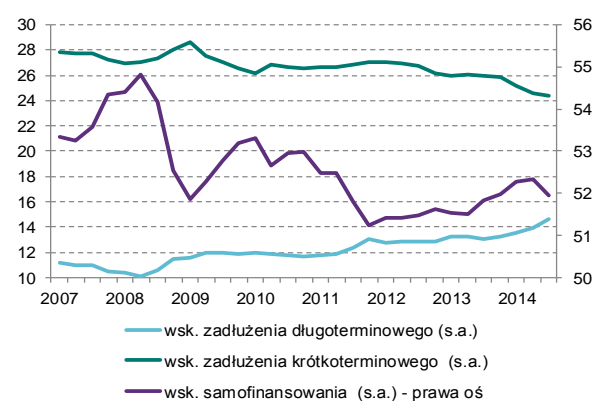
Wykres 61 Zmiany aktywnej strony sumy bilansowej i dynamika jej głównych składowych (r/r)



Poziom i struktura finansowania majątku w badanej próbie świadczą o dużym zaangażowaniu kapitału własnego w finansowanie działalności firm. **Wskaźnik samofinansowania** czyli średni udział

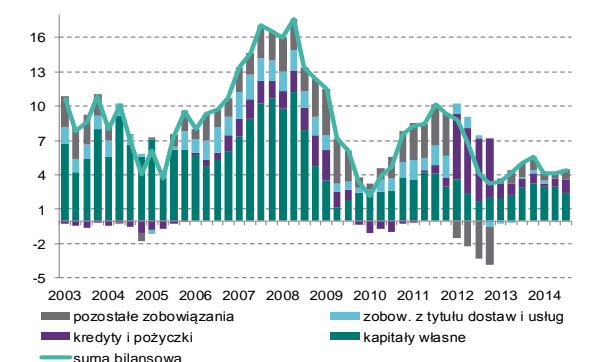
kapitałów własnych w sumie bilansowej lekko spadł, pozostając jednak na wciąż wysokim poziomie. Przeciętne przedsiębiorstwo w niemal 71% finansowało całkowite aktywa kapitałem trwałym (kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi). Od początku 2012 r. wskaźnik trwałości finansowania sektora przedsiębiorstw znajduje się w trendzie rosnącym za sprawą systematycznego wzrostu kapitałów własnych.

Wykres 62 Wskaźniki struktury finansowania (s.a.)



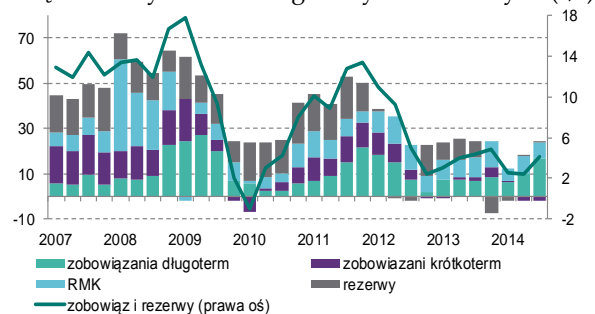
Kapitały własne w całym okresie stanowiły zasadniczą część sumy bilansowej sektora przedsiębiorstw. W całym analizowanym okresie kapitały własne rosły m.in. w wyniku przeznaczania przez firmy części zysków (w postaci tzw. zysków zatrzymanych) na swoje dokapitalizowanie.

Wykres 63 Zmiany pasywnej strony bilansu sektora przedsiębiorstw i dynamika ich głównych składowych (r/r) z uwzględnieniem ich udziału w pasywach



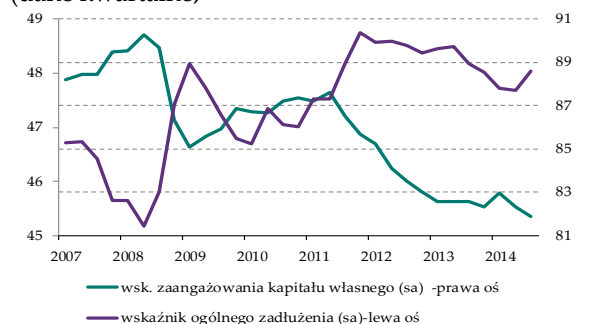
Na wzrost wartości zobowiązań i rezerw na zobowiązania złożył się wzrost zobowiązań długoterminowych (głównie kredytów długoterminowych) oraz przyrost międzyokresowych rozliczeń kosztów.

Wykres 64 Zmiany zobowiązań i rezerw na zobowiązania i dynamika ich głównych składowych (r/r)



Wykorzystanie dźwigni finansowej na poziomie całej badanej populacji lekko wzrosło. Wskaźnik zadłużenia ogólnego przedsiębiorstw po odsezonowaniu wyniósł 48%. Udział kapitału własnego zaangażowanego w finansowanie aktywów trwałych lekko się obniżył, za co odpowiadał większy wzrost wartości aktywów trwałych niż kapitału własnego. Poziom bezpieczeństwa kapitałowego z uwagi na dominujący udział finansowania własnego pozostaje wysoki.

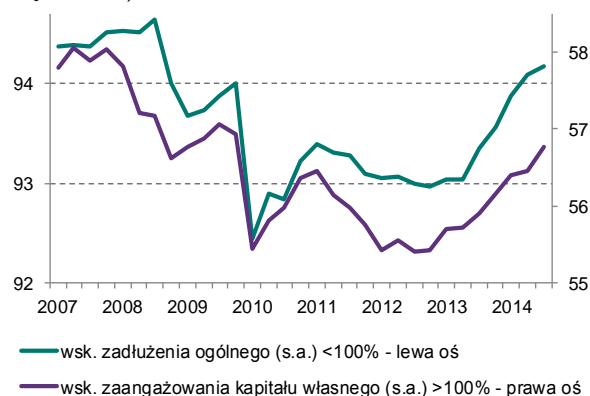
Wykres 65 Wskaźniki struktury finansowania (s.a.) (dane kwartalne)



Z kolei odsetek przedsiębiorstw, u których wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania przekroczyła wartość aktywów przedsiębiorstwa po raz kolejny zmniejszył się – po odsezonowaniu wyniósł 5,8% populacji. Z kolei wysoki stopień niezależności

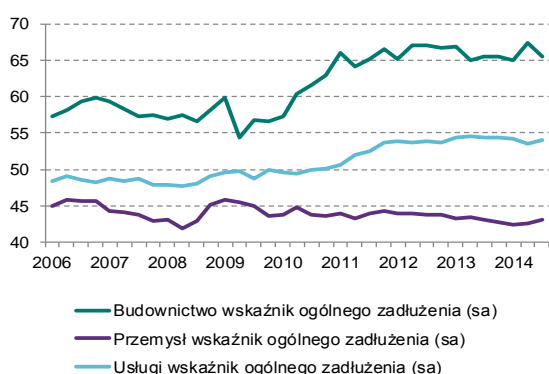
finansowej, wyrażony 100%-owym pokryciem aktywów trwałych kapitałem własnym, posiadało 56% badanych przedsiębiorstw.

Wykres 66 Struktura finansowania (odsetek przedsiębiorstw)

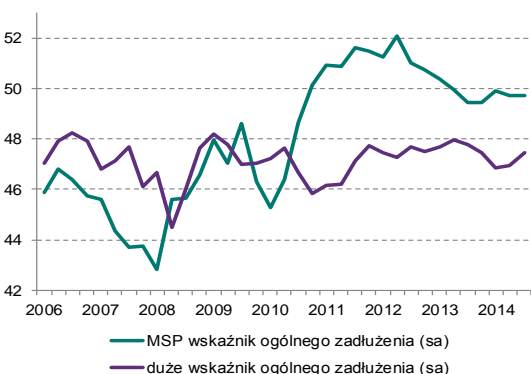


Różnice w strukturze finansowania były widoczne między klasami przedsiębiorstw. **Najwyższy wskaźnik ogólnego zadłużenia miało budownictwo, a najniższe przedsiębiorstwa przemysłowe** (w tym firmy energetyczne). Budownictwo, z uwagi na niewielki udział majątku trwałego w aktywach, posiadało 95%-owe pokrycie aktywów trwałych kapitałem własnym. Drugim czynnikiem, który przyczynił się do zwiększenia wskaźnika był niewielki wzrost wielkości kapitału własnego firm budowlanych. Trwale wysokim wskaźnikiem zadłużenia charakteryzują się firmy transportowe i handlowe. W obu sektorach całkowite zadłużenie stanowi niemal 60% sumy bilansowej. Są to jednocześnie firmy o najniższym stopniu samofinansowania aktywów trwałych.

Odsezonowany wskaźnik ogólnego zadłużenia w przedsiębiorstwach sklasyfikowanych według stopnia zaangażowania w sprzedaż zorientowaną na rynki zagraniczne wskazuje, że obciążenie majątku długiem w klasach jest obecnie porównywalne. We wszystkich klasach zwiększa się udział kapitałów długoterminowo zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa w całkowitych kapitałach firm - wskaźniki trwałości finansowania pozostają w tendencji rosnącej.

Wykres 67 Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.) w trzech sektorach

Zadłużenie ogólne dużych firm pozostaje nieco niższe niż przedsiębiorstw sektora MSP. W obu sektorach zmniejszyła się przeciętna wartość samofinansowania aktywów trwałych z uwagi na większy przyrost aktywów niż kapitałów własnych. W obu sektorach są to zmiany niewielkie, jednak utrzymujące wskaźnik samofinansowania aktywów trwałych w tendencji spadkowej. Jednocześnie w obu sektorach trwałość finansowania – czyli zaangażowanie długoterminowych kapitałów (własnych i obcych) w finansowanie całkowitych aktywów – pozostaje w tendencji rosnącej. Tym samym **struktura finansowania majątku w obu sektorach pozostaje bezpieczna.**

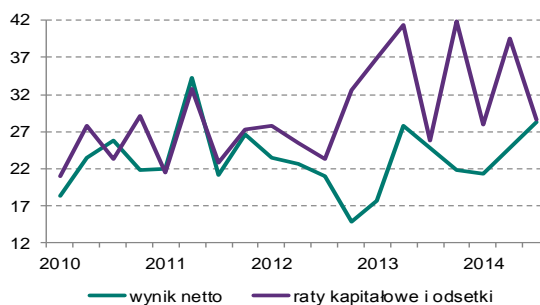
Wykres 68 Wskaźniki ogólnego zadłużenia (s.a.) (dane kwartalne)

W całej populacji odsezonowany **wskaźnik obsługi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej wzrósł** w relacji do ubiegłego

roku (spadł w relacji kwartalnej).¹⁵ Wysokość wskaźnika informuje o utrzymaniu przez sektor przedsiębiorstw możliwości spłaty obciążeń z tytułu zadłużenia kredytowego z wypracowanego wyniku.

Wykres 69 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (s.a.) (dane kwartalne) (nadwyżka finansowa plus odsetki w relacji do rat kapitałowych i odsetek)

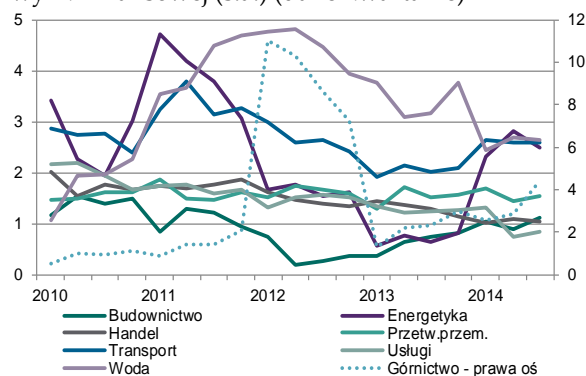
Na obecne zmiany wskaźnika obsługi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej w ujęciu kwartalnym wpływ miał wzrost wyniku finansowego netto (w relacji do ubiegłego kwartału) oraz spadku obciążeń z tytułu rat kapitałowych i odsetek, czemu sprzyja ograniczenie wysokości stóp procentowych.

Wykres 70 Wynik finansowy netto i obsługa zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek (dane kwartalne) w mld PLN

¹⁵ Obserwowany silny obniżenie wskaźnika począwszy od przełomu 2011/2012 po części wynika ze zmiany metodologii ujmowania przez GUS zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek i wynikających z tego zobowiązań z tytułu spłaty rat kapitałowych.

Zdolność do obsługi zobowiązań z tyt. kredytów i pożyczek firm budowlanych oraz usługowych jest znacznie poniżej średniej zdolności w całej próbie. Najwyższą zdolność obsługi zadłużenia utrzymały przedsiębiorstwa z branży transportowej i energetycznej oraz firmy zajmujące się dostawą wody i oczyszczaniem ścieków. Wypracowany przez te przedsiębiorstwa wysoki zysk netto, w połączeniu z relatywnie niskim zadłużeniem obciążonym kosztami odsetkowymi przyczynił się do osiągnięcia przez przedsiębiorstwa z tych sektorów wysokich poziomów wskaźnika obsługi długu.

Wykres 71 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (s.a.) (dane kwartalne)



Aneks

Uwagi metodologiczne:

Notatka powstała w oparciu o dane F-01/I-01, tj. sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe. Są to sprawozdania, które przedsiębiorstwa przesyłają do GUS na koniec każdego kwartału. Obowiązek sprawozdawczy spoczywa na przedsiębiorstwach zatrudniających na koniec roku poprzedzającego sprawozdanie ponad 49 osób. Dostępne sprawozdania obejmują wszystkie sekcje PKD, poza sektorem finansowym, rolnictwem, leśnictwem i rybołówstwem.

Liczba przedsiębiorstw objętych badaniem na koniec września 2014 r. wyniosła 16863.

Słowniczek:

Wskaźnik rentowności obrotu netto – relacja wyniku finansowego netto do przychodów ogółem *100

Wskaźnik rentowności sprzedaży – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży *100

Płynność finansowa (III st.) - relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,2. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

Płynność szybka (II st.) - relacja inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowe do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,0 (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w za-

leżności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

Płynność gotówkowa (I st.) - relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 0,2. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

Wskaźnik ogólnego zadłużenia - relacja zobowiązań i rezerw na zobowiązania do sumy aktywów wyrażona w procentach

Wskaźnik pokrycia obsługi długu - relacja zysku brutto i całkowitych odsetek do wydatków na spłatę całkowitego zadłużenia (raty kapitałowe i odsetki).

Wskaźnik samofinansowania – relacja kapitału własnego do sumy bilansowej wyrażona w procentach

Wskaźnik zaangażowania kapitałów własnych – relacja kapitałów własnych do aktywów trwałych wyrażona w procentach

Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego - relacja zobowiązań krótkoterminowych do sumy bilansowej wyrażona w procentach

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego - relacja zobowiązań długoterminowych do sumy bilansowej wyrażona w procentach

APROBOWAŁ

Michał Gradzewicz

ZATWIERDZIŁ

Jarosław T. Jakubik

www.nbp.pl

