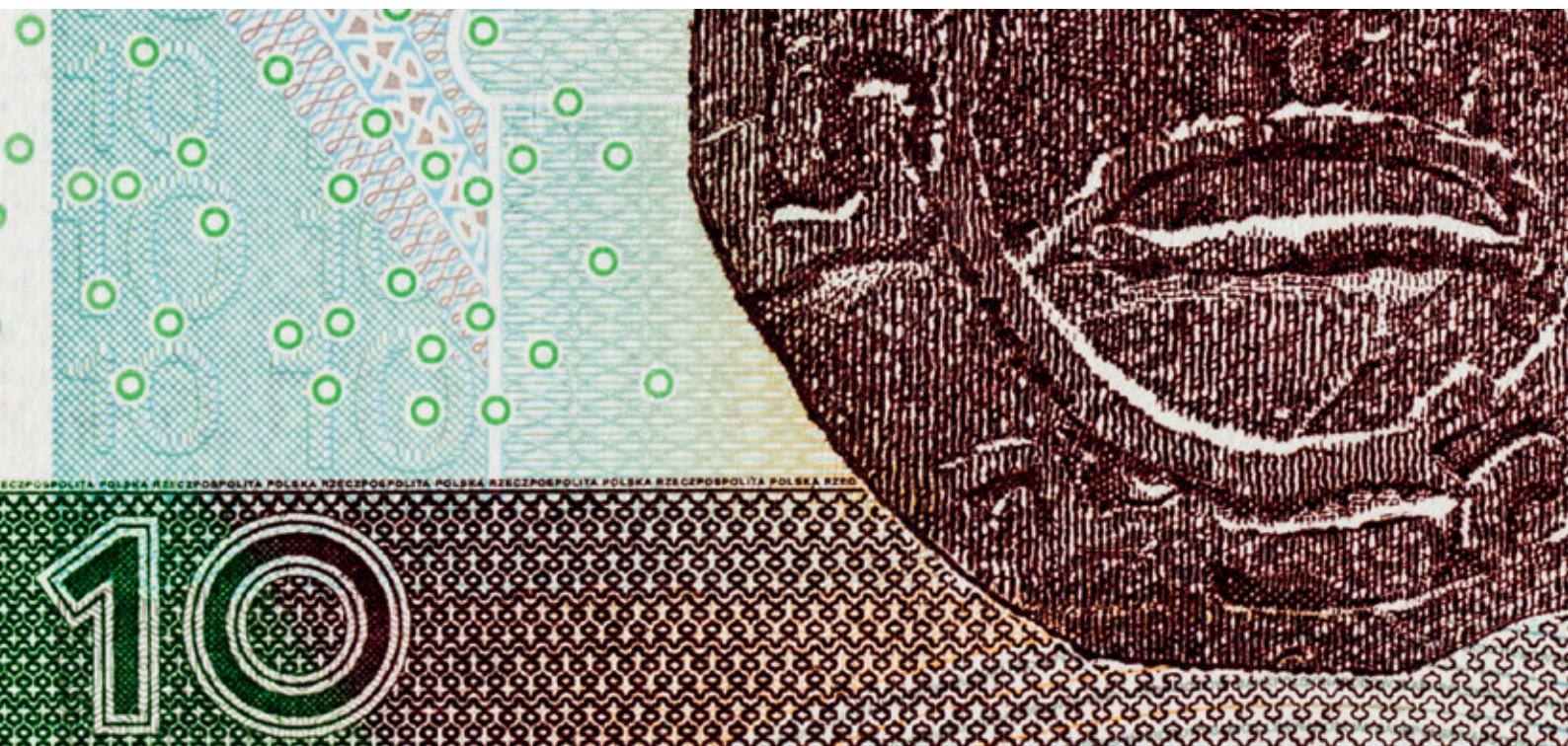


NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 04/15 (grudzień 2015 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2015 r.



Nr 04/15 (grudzień 2015 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2015 r.

Zofia Jankiewicz
Łukasz Postek
Katarzyna Puchalska
Agnieszka Sawicka
Izabela Tymoczko

Spis treści

Streszczenie	2
Rentowność i jej determinanty	4
1. Demografia przedsiębiorstw	4
2. Przychody	4
3. Koszty	7
4. Wynik finansowy i rentowność	8
Zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność	15
1. Zatrudnienie	15
2. Koszty pracy, wynagrodzenia	16
3. Wydajność pracy	19
Aktywność inwestycyjna	21
1. Inwestycje ogółem	21
2. Finansowanie	25
Zapasy	27
Płynność, finansowanie działalności	29
1. Płynność	29
2. Zadłużenie	32
3. Wyplącalność	35
Aneks	40

Streszczenie

Kondycja firm w III kw. br. pozostawała w dalszym ciągu dobra. Rosnący popyt krajowy pozwolił na utrzymanie tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie z poprzedniego kwartału. Dynamika eksportu pozostała dodatnia, ale niższa trzy miesiące wcześniej. Deprecjacja złotego względem euro i dolara pomogła utrzymać dobre wyniki finansowe grupie eksporterów.

Choć wynik finansowy w sektorze przedsiębiorstw silnie się obniżył, to jednak było to skutkiem zwiększenia odpisów amortyzacyjnych przez jedną z największych krajowych spółek energetycznych. Po usunięciu efektu księgowania zwiększonej amortyzacji wynik finansowy sektora przedsiębiorstw, podobnie jak rentowność, nie uległy znaczącym zmianom. Co należy podkreślić, powiększyła się liczebnie grupa firm zyskownych oraz wzrosła mediana rozkładu wskaźnika rentowności, co potwierdza utrzymanie się dobrej kondycji finansowej sektora realnego również na poziomie pojedynczych przedsiębiorstw. Poprawie sytuacji sprzyjały niskie ceny surowców i paliw. Natomiast koszty pracy oraz koszty usług obcych, w tym podwykonawstwa, rosły szybciej niż wpływy ze sprzedaży już siódmy kwartał z rzędu.

W sektorze dużych przedsiębiorstw utrzymał się stabilny wzrost zatrudnienia o nieco ponad 2%. Wzrost ten w dużym stopniu wynikał ze zmian liczebności populacji sprawozdających się przedsiębiorstw, w tym szczególnie ze zwiększenia się liczby firm należących do sektora usługowego (poza handlem). Zmiany demograficzne w obrębie firm przełożyły się również na dynamikę kosztów pracy, którą dodatkowo powiększał wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Warto przy tym zauważyć, że sektor usługowy jako jedyny zanotował wyższą rentowność, zarówno w ujęciu zagregowanym, jak i na poziomie przeciętnego przedsiębiorstwa. Mimo, że firmy usługowe coraz bardziej otwierają się na rynek zagraniczny, to zaobserwowane zmiany należy przypisać również rosnącemu popytowi na rynku krajowym.

O dobrej sytuacji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw świadczy też rozmiar prowadzonych inwestycji. Od końca 2013 r. dynamika nakładów na środki trwale pozostaje dwucyfrowa, a wskaźniki odnowienia majątku rosnące. Do dużych, przemysłowych przedsiębiorstw, w tym energetyki, które już od kilku lat inwestują na zwiększoną skalę, dołączają obecnie również mniejsze firmy, w tym sektor usługowy oraz branża budowlana. W budownictwie szczególnie widoczne w III kw. było wzmożone zainteresowanie rozwojem i rozbudową (duża część środków została przeznaczona na nowe siedziby). Jedną z przyczyn mogło być ożywienie popytu na mieszkania.

Dobłą kondycję firm potwierdza również analiza płynności przedsiębiorstw. Poprawa w tym obszarze obserwowana jest od kilku lat, choć obecnie ma ona odmienne źródło niż w latach 2010-2012. Ostatnie lata przyniosły bowiem spadek koncentracji środków pieniężnych, wynikający z pogorszenia kondycji dużych przedsiębiorstw, głównie pochodzących z branż zajmujących się wydobywaniem i przetwarzaniem surowców, które tracą na spadku cen oferowanych przez siebie produktów. Jednocześnie poprawiała się sytuacja w grupie mniejszych jednostek, które zyskują dzięki niższym kosztom produkcji i ożywieniu na rynku krajowym.

Wielkość zadłużenia sektora przedsiębiorstw utrzymała się na bezpiecznym poziomie, mimo wyraźnego wzrostu popytu na kredyt krótkoterminowy. Odnotowano bowiem dalszy spadek dynamiki kredytu długoterminowego. Biorąc pod uwagę rosnące nakłady na środki trwałe, spadek ten potwierdza wcześniejsze obserwacje na temat relatywnie niewielkiego i nie zwiększającego się znaczenia kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji (choć nie można wykluczyć, że część firm mogła wykorzystać kredyt krótkoterminowy do zakupu środków trwałych). Przy finansowaniu rozwoju jeszcze mniejszą wagę mają inne źródła zewnętrzne, w tym emisja papierów wartościowych czy leasing. Zaledwie 2% populacji największych podmiotów (i jest to odsetek niezmienny się) w celu pozyskania dodatkowych środków wykorzystuje rynek kapitałowy. Natomiast leasing, choć zdecydowanie bardziej popularny (i popularność ta wzrasta), służy najczęściej do zakupu majątku o relatywnie niewielkiej wartości (są to głównie środki transportu, choć szybko rośnie również zainteresowanie leasingiem maszyn czy budynków). Większość wydatków na rozwój przedsiębiorstwa pokrywają z własnych pieniędzy (co potwierdzają również wyniki *Szybkiego Monitoringu NBP*). W przypadku dużych zagranicznych firm są to często pożyczki pochodzące od podmiotów powiązanych. Zachowawcze podejście do finansowania inwestycji ma swoje konsekwencje w ich niedużej skali i w efekcie tego przekłada się na niskie tempo rozwoju firm. Na tle innych krajów udział inwestycji w PKB kształtuje się w Polsce na wyraźnie niższym poziomie.

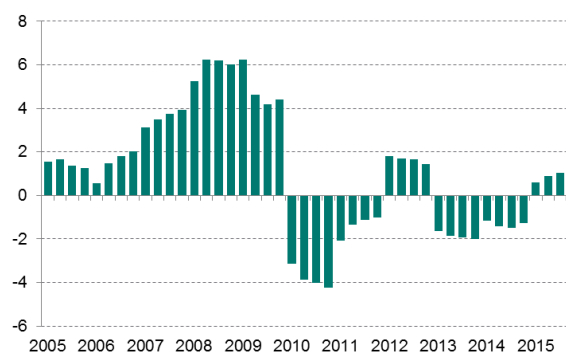
Rentowność i jej determinanty

1. Demografia przedsiębiorstw

W III kw. 2015 r. problem upadłości był mniej dotkliwy niż w III kw. 2014 r. (spadek liczby upadłości o 15,2%¹). Problem upadłości koncentrował się w branżach produkcyjnych (wzrost kwartalnej liczby upadłości o 17% r/r), podczas gdy wyraźnie mniej upadłości odnotowano w handlu (-32,2% r/r), transporcie (-30,8% r/r) i budownictwie (-14,3% r/r).

Między spełnieniem przez przedsiębiorstwo formalnych wymagań decydujących o podleganiu obowiązkowi sprawozdawczemu a faktycznym nałożeniem tego obowiązku lub zwolnieniem z niego występuje opóźnienie. Z tego względu bieżących danych na temat upadłości nie należy bezpośrednio łączyć z wzrostem liczby przedsiębiorstw objętych sprawozdaniem F-01/I-01 w III kw. 2015 r. (o 1% r/r). Wzrost ten, wynikający głównie z wyższej liczby przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego oraz firm usługowych (z wyłączeniem budownictwa, handlu i transportu), należy wiązać ze zwiększeniem zatrudnienia oraz spadkiem liczby upadłości przedsiębiorstw – głównie budowlanych i przetwórstwa przemysłowego – w 2014 r.

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



¹ Dane nt. upadłości firm pochodzą z raportu Coface.

2. Przychody

Cała populacja

W III kw. br. koniunktura w sektorze przedsiębiorstw (mierzona dynamiką przychodów) poprawiła się. Przyspieszenie wzrostu sprzedaży krajowej – tak w ujęciu nominalnym, jak i realnym – nie wskazuje na występowanie potencjalnych efektów tzw. spirali deflacyjnej.

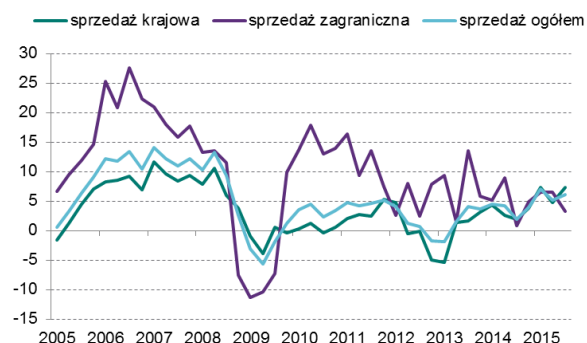
Dynamika nominalnych przychodów ogółem była w III kw. 2015 r. nieco niższa niż przed kwartałem (spadek o 0,3 pkt proc., do 2,3% r/r), ale spadek ten wynikał ze zmian własnościowych w ramach Grupy Kapitałowej PGE w III kw. 2014 r.² – po wyłączeniu przychodów z dywidend dynamika przychodów wyniosła 4,1% r/r (tj. o 1,5 pkt proc. więcej niż w poprzednim kwartale). W przeciwieństwie do wyników z ostatnich trzech kwartałów, w III kw. 2015 r. głównym motorem wzrostu była sprzedaż krajowa (4,4% r/r) a nie – zagraniczna (1,3% r/r). Po urealnieniu przychodów ze sprzedaży odpowiadającym wskaźnikiem PPI różnica pomiędzy dynamiką sprzedaży krajowej (7,3% r/r) i zagranicznej (3,2% r/r) była jeszcze wyższa.

Tabela 1 Nominalna dynamika przychodów (r/r)

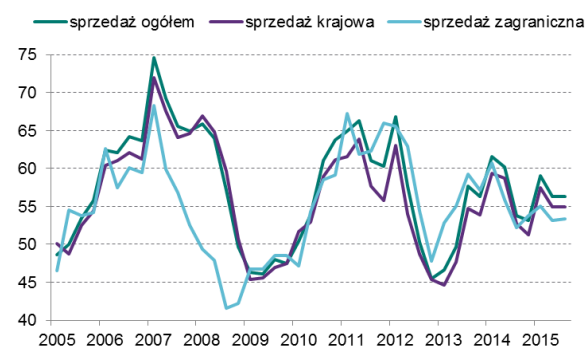
	IV kw. 2014	I kw. 2015	II kw. 2015	III kw. 2015
Przychody ogółem	1,6	4,6	2,6	2,3
– przychody ze sprzedaży	2,0	4,2	3,0	3,7
– krajowej	1,6	4,0	2,6	4,4
– zagranicznej	3,7	4,9	4,4	1,3
– pozostałe przychody operacyjne	-13,5	-4,4	-9,5	44,5
– przychody finansowe	3,8	59,4	-7,3	-65,4
– dywidendy	-32,3	-25,7	3,8	-83,5
– odsetki	-4,5	-2,6	-16,3	-17,0
– inwestycje	-2,0	24,4	-56,7	74,8

² por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2014 r.*

Wykres 2 Realna dynamika przychodów ze sprzedaży ogółem, krajowej i zagranicznej (r/r, dane kwartalne, wg odpowiadającego PPI)



Wykres 3 Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały w relacji rocznej nominalny wzrost sprzedaży³ (dane kwartalne)



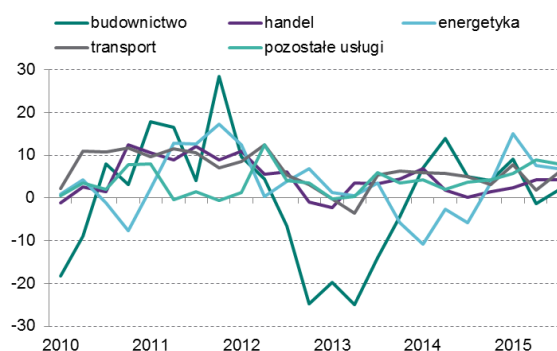
Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały wzrost sprzedaży – tak krajowej, jak i zagranicznej – w relacji rocznej utrzymały się na podobnych poziomach jak przed kwartałem. Świadczy to, że za wzrost zagregowanej dynamiki sprzedaży krajowej odpowiadały przede wszystkim te przedsiębiorstwa, które już wcześniej znajdowały się w lepszej sytuacji popytowej. W przypadku sprzedaży zagranicznej z kolei – że za wyhamowanie dynamiki eksportu odpowiadały przede wszystkim te przedsiębiorstwa, które już wcześniej znajdowały się w gorszej sytuacji popytowej. Kształtowanie się analizowanych odsetków wskazuje więc na wzrost polaryzacji sytuacji popytowej w sektorze przedsiębiorstw.

³ W przypadku sprzedaży zagranicznej pod uwagę wzięto jedynie eksporterów

Ujęcie przekrojowe

Na tle populacji relatywnie wysoką dynamiką przychodów ze sprzedaży wyróżnia się energetyka, transport oraz przedsiębiorstwa usługowe z wyłączeniem handlu, transportu i budownictwa. O ile w przypadku energetyki wysoka dynamika sprzedaży wynika w dużej mierze z efektu niskiej bazy (silne spadki sprzedaży w 2014 r.), o tyle wysoka dynamika sprzedaży w transporcie i pozostałych usługach jest oznaką dobrej koniunktury. Na przeciwnym biegunie znajduje się sytuacja w górnictwie. Strukturalne problemy tej branży⁴ znalazły odzwierciedlenie w silnie ujemnej dynamice sprzedaży (-7,7% r/r).

Wykres 4 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg sekcji PKD (r/r, dane kwartalne)



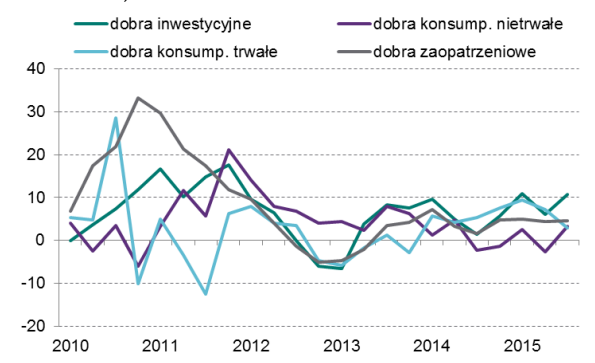
W przekroju według przeznaczenia produkcji najwyższą dynamikę sprzedaży zanotowali producenci dóbr inwestycyjnych, co koresponduje z ożywieniem popytu inwestycyjnego.

Choć w III kw. 2015 r. zaobserwowano równoczesne osłabienie dynamiki sprzedaży wśród producentów trwałych dóbr konsumpcyjnych oraz przyspieszenie dynamiki sprzedaży wśród producentów nietrwałych dóbr konsumpcyjnych, kształtowanie się odpowiadających wskaźników PPI nie

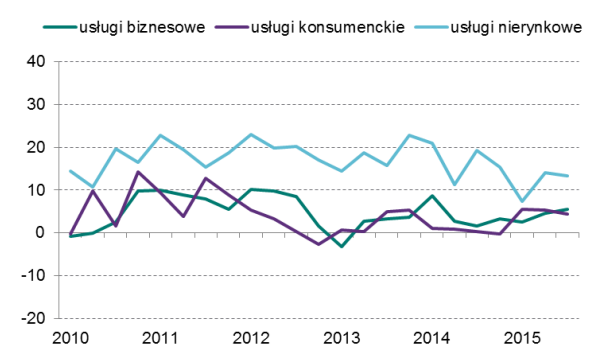
⁴ Począwszy od I kw. 2013 r., spośród 11 kwartalnych odczytów dynamiki sprzedaży tylko dwa – głównie ze względu na efekt niskiej bazy – były dodatnie

wskazuje, aby zaobserwowane zjawisko było efektem spirali deflacyjnej. O ile bowiem w przypadku producentów nietrwałych dóbr konsumpcyjnych krajowa inflacja PPI jest ujemna (-2,2% r/r), o tyle w przypadku producentów trwałych dóbr konsumpcyjnych – dodatnia (1,8%).

Wykres 5 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale według przeznaczenia produkcji (r/r, dane kwartalne)



Wykres 6 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg przeznaczenia usług (r/r, dane kwartalne)



W bardziej szczegółowym ujęciu, spośród działów PKD, których udział w agregacie sprzedaży przekracza 1%, najwyższą dynamikę sprzedaży krajowej odnotowano w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń (40,2%), produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep z wyłączeniem motocykli (31,9%), handlu i naprawie pojazdów samochodów (14,4% r/r); najniższą zaś – w wytwarzaniu i przetwarzaniu koksu i produktów

rafinacji ropy naftowej⁵ (-15,7%) oraz wśród producentów metali (-7,2%). W przypadku sprzedaży zagranicznej na tle populacji pozytywnie wyróżnili się producenci komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (22,9%), producenci artykułów spożywczych (17,7%) oraz producenci urządzeń elektrycznych (13%); negatywnie – wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej⁵ (-26,3%), handel detaliczny z wyłączeniem handlu samochodami (-13,8%) oraz produkcja wyrobów z drewna oraz korka z wyłączeniem mebli oraz produkcja wyrobów ze słomy (-13,2%).

Spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach⁶, jak również silne spadki cen metali – w tym miedzi i srebra⁷ – mogą rodzić obawy o kondycję **KGHM Polska Miedź S.A.** tj. jednego z największych polskich przedsiębiorstw. Analiza skonsolidowanego sprawozdania finansowego ujawnia, że w III kw. 2015 r. przychody ze sprzedaży KGHM Polska Miedź S.A. spadły o ok. 7,5% r/r, podczas gdy zysk ze sprzedaży brutto zmniejszył się z ok. 1,26 do 0,87 mld zł. Silne spadki cen metali wydobywanych przez KGHM Polska Miedź S.A. zostały częściowo skompensowane wyższym wydobyciem oraz obniżeniem kosztu jednostkowego (tzw. kosztu C1). Tym samym sytuacja ekonomiczno-finansowa KGHM Polska Miedź S.A. pozostaje dobra i stabilna.

⁵ Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu spadł dla tego działu o 23% (sprzedaż krajowa) i 29,4% (sprzedaż zagraniczna). Stąd, spadek sprzedaży miał charakter nominalny, realnie – odnotowano wzrost.

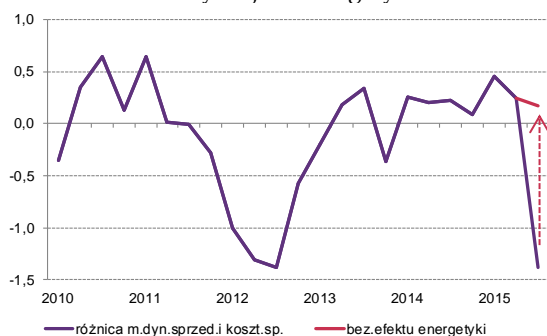
⁶ W III kw. 2015 r. Chiny stanowiły drugi (po Polsce, nieznacznie wyprzedzając Niemcy) najważniejszy rynek zbytu dla KGHM Polska Miedź S.A. i odpowiadały za ok. 13,5% kwartalnych przychodów ze sprzedaży.

⁷ Wyceny kontraktów futures na miedź i srebro spadły od III kw. 2014 r. do III kw. 2015 r. o odpowiednio ok. 22% i 15% (dane na podstawie kwotowań kontynuacyjnych syntetyków za stooq.pl)

3. Koszty

Mimo że w III kw. br. ceny surowców na rynkach światowych nadal spadały, co obniżało koszty operacyjne, to dynamika kosztów sektora przedsiębiorstw wyraźnie zwiększyła się i przewyższyła tempo wzrostu przychodów. Powodem były zwiększone odpisy amortyzacyjne w jednej z największych spółek energetycznych w kraju. Odpisy te wynikały „...z przeprowadzenia testów na utratę wartości aktywów...” (zgodnie z MSR 36), które wskazały „...na utratę bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych...w wysokości ok. 8,8 mld złotych...”⁸. Zabieg ten miał charakter wyłącznie księgowy. W jego efekcie koszty spółki wzrosły o dodatkowe 8,8 mld PLN. Wzrost ten spowodował istotne zwiększenie dynamiki kosztów operacyjnych całego sektora przedsiębiorstw. Po usunięciu tego efektu dynamika przychodów ze sprzedaży w sektorze przedsiębiorstw nadal rosła szybciej niż dynamika odpowiadających jej kosztów.

Wykres 7 Różnica między dynamiką przychodów ze sprzedaży i dynamiką kosztów sprzedaży (r/r, dane kwartalne) wraz z pominięciem efektu wzrostu kosztów amortyzacji w energetyce



⁸ <http://www.gkpge.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/raport/15-2015?type=pdf> oraz <http://www.gkpge.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/raport/23-2015?type=pdf>

Koszty sprzedaży

W III kw. br. koszty sprzedaży zwiększyły się o 5,1%, wobec 2,8% wzrostu w II kw. Najszybciej rosła omówiona już powyżej amortyzacja – o 50,9% r/r. Po usunięciu efektu wyceny majątku w jednej z największych spółek energetycznych wzrost amortyzacji w sektorze przedsiębiorstw byłby znacznie niższy i wyniósłby 7,3%. Wynik ten byłby nadal wysoki na tle pozostałych kosztów, co wiąże się z ożywioną działalnością inwestycyjną i stałym wzrostem wartości aktywów trwałych. Zgodnie z zapowiedziami, można liczyć się z tym, że inne przedsiębiorstwa z branży energetycznej również dokonają podobnych odpisów z tytułu utraty wartości majątku w przyszłości.

W dalszym ciągu dynamikę kosztów sprzedaży zmniejszały wolno rosnące koszty surowców, których ceny, w tym ceny ropy naftowej, kształtowały się na obniżonych poziomach. Koszty surowców i półproduktów wzrosły w III kw. br. o 0,9% (niskie koszty z tego tytułu utrzymują się nieprzerwanie od końca 2012 r.). O tak niskiej dynamice w III kw. zdecydował spadek importu surowców - o 9,8%, przy rosnących zakupach surowców krajowych - o 9,7%. Głównym czynnikiem wahań tych kosztów były zakupy ropy i paliw dokonane przez branżę paliwową.

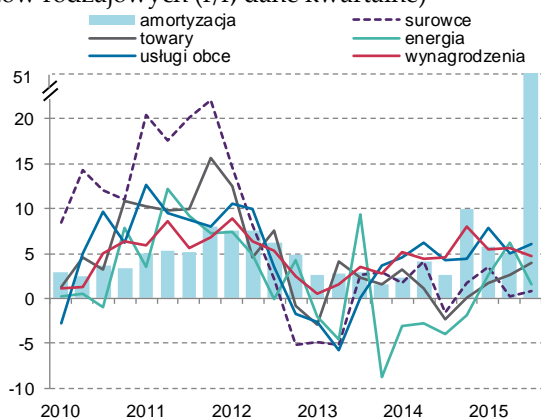
Ważnym czynnikiem wzrostu kosztów były również szybko rosnące koszty usług obcych – o 6%. Taki wzrost zanotowało większość sekcji PKD, w tym zwłaszcza usługi (poza handlem). W wielu przypadkach wzrostowi temu towarzyszył wzrost kosztów usług podwykonawczych – w całej populacji zwiększył się on z 8,7% w II kw. br. do 9,7%.

Nadal relatywnie szybko, choć słabiej niż w II kw. zwiększały się koszty pracy – o 4,8% r/r (patrz rozdział „Zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność”).

Przyspieszyły natomiast koszty zakupu towarów przeznaczonych do dalszej odsprzedaży – z 2,6% w

II kw. br. do 4%. Podobnie jak w przypadku surowców, również towary kupowano chętniej na rynku krajowym, podczas gdy dynamika ich importu obniżała się – z 3,3% w II kw. br. spadła do 1,3% w III kw. br. Takie efekty zanotowano m.in. w handlu, dla którego zakupy towarów stanowią najważniejszy element kosztów. Mogły być one związane z obserwowaną deprecjacją złotego względem dolara i euro oraz „efektem substytucji”. Na zmiany dynamiki zakupów towarów silny wpływ wywarła również branża paliwowa.

Wykres 8 Nominalna dynamika wybranych kosztów rodzajowych (r/r, dane kwartalne)



Koszty pozostałe

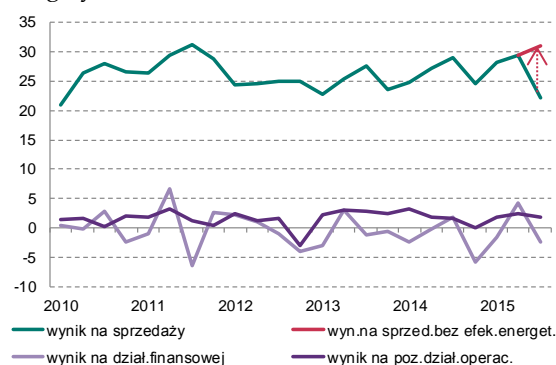
Koszty pozostałe, tj. koszty poza sprzedażą, spadły w III kw. br. o ponad 15% r/r. Spadki te zaobserwowano głównie w odniesieniu do kosztów finansowych (spadek o ponad 45%), podczas gdy pozostałe koszty operacyjne zwiększyły się o nieco ponad połowę swojej wartości z poprzedniego roku.

4. Wynik finansowy i rentowność

Główne czynniki zmian zysków

Kondycja finansowa sektora przedsiębiorstw pozostaje w dalszym ciągu dobra z lekką tendencją wzrostową, o czym świadczy rosnący odsetek firm rentownych oraz mediana rozkładu wskaźnika rentowności. Tak optymistyczna ocena pozostaje w pewnej sprzeczności ze spadkiem wyniku finansowego populacji przedsiębiorstw, który obniżył się o 1/3 r/r, powodując tym samym obniżenie wskaźników rentowności. Jednak gros tych spadków wynika z efektów księgowych w firmie z branży energetycznej (por. rozdz. „Koszty”). Dane skorygowane o powyższy czynnik wskazują na poprawę zyskowności działalności podstawowej przedsiębiorstw.

Wykres 9 Główne składowe wyniku finansowego brutto (dane kwartalne, w mld PLN) wraz z pominięciem efektu wzrostu kosztów amortyzacji w energetyce

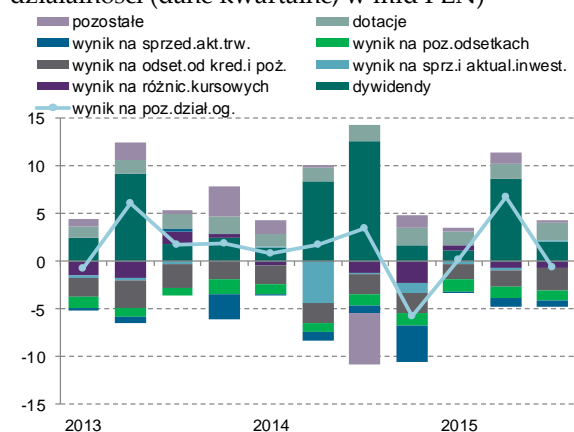


Silny wzrost amortyzacji przy utrzymaniu podobnej co w II kw. br. dynamiki sprzedaży spowodował spadek wyniku na sprzedaży – o 23,5% r/r. Usunięcie „efektu wzrostu amortyzacji w energetyce” pozwoliłoby na dalszy wzrost zysków z podstawowej działalności (o 6,8% r/r). Wzrost ten był możliwy głównie dzięki niskiej dynamice kosztów zakupu surowców, w tym przede wszystkim paliw.

Spadek wyniku na sprzedaży (liczony wraz ze zwiększoną amortyzacją) przełożył się na silny

spadek wyniku finansowego brutto – o 33% do poziomu 21,6 mld PLN. Spadek ten dodatkowo pogłębił niższy wynik na operacjach finansowych, co z kolei wiązało się z mniejszymi niż w 2014 r. przychodami z tytułu dywidend⁹ (o 10,5 mld PLN). W przypadku usunięcia „efektu wzrostu amortyzacji w energetyce” wynik finansowy brutto zmniejszyłby się o ok. 5,9% r/r, zaś wynik finansowy netto byłby niższy o ok. 9,5% (tymczasem w III kw. zanotowano 34,6% spadek do poziomu 18,5 mld PLN).

Wykres 10 Główne składowe wyniku na pozostałej działalności (dane kwartalne, w mld PLN)



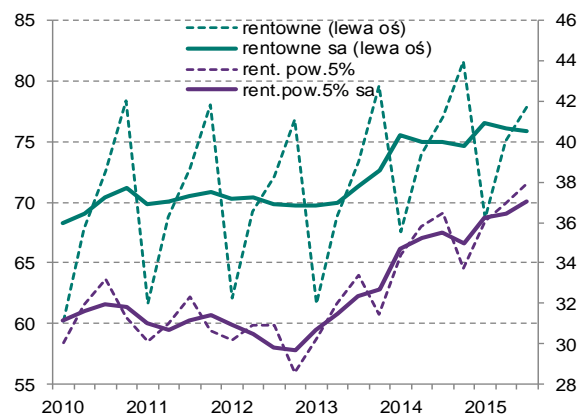
Wśród pozytywnych danych opisujących kondycję finansową sektora przedsiębiorstw należy wymienić dalszy wzrost odsetka firm rentownych, który w III kw. osiągnął poziom 77,9% (wobec 77% w analogicznym okresie 2014 r.), podobnie jak dalsze zwiększenie udziału firm z wysokim (ponad 5%) poziomem rentowności – z 36,4% do 38%.

Poprawę kondycji przedsiębiorstw sugeruje również analiza rozkładu wskaźników rentowności. W III kw. br. wzrosły mediany rozkładów wszystkich analizowanych wskaźników (obrotu brutto i netto oraz sprzedaży). Rentowności osiągnęły przy tym poziomy nieznacznie wyższe od swoich historycznych maksimum zanotowanych w 2007 r. (w

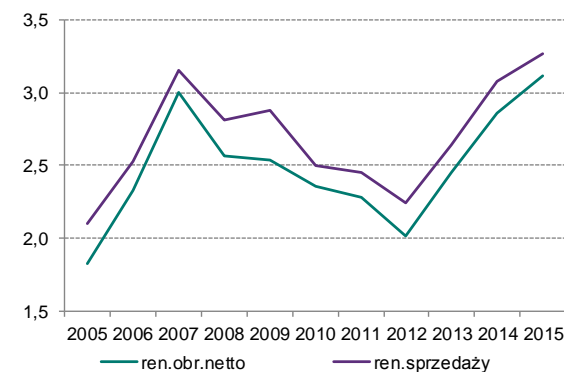
⁹ Był to efekt czysto księgowy związany z wysoką bazą odniesienia - w III kw. 2014 r. jedno z dużych przedsiębiorstw zaksięgowowało jako dywidendę otrzymane od powiązanej firmy akcje.

przypadku rentowności sprzedaży mediana wyniosła 3,3%, zaś mediana rozkładu rentowności obrotu netto wzrosła do 3,1%).

Wykres 11 Odsetek przedsiębiorstw rentownych oraz odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik rentowności obrotu netto przewyższa 5% (dane narastające)

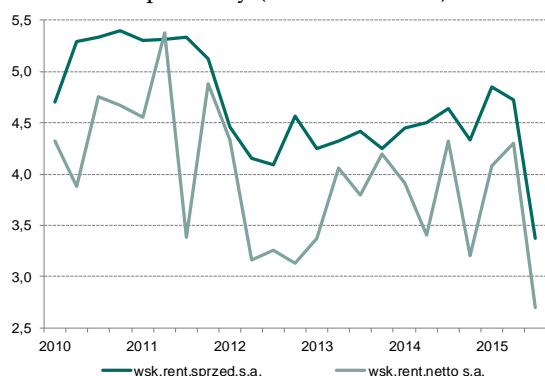


Wykres 12 Mediany rozkładów wskaźników rentowności obrotu netto oraz rentowności sprzedaży w ujęciu narastającym (w każdym roku dane za okres I-III kwartał)

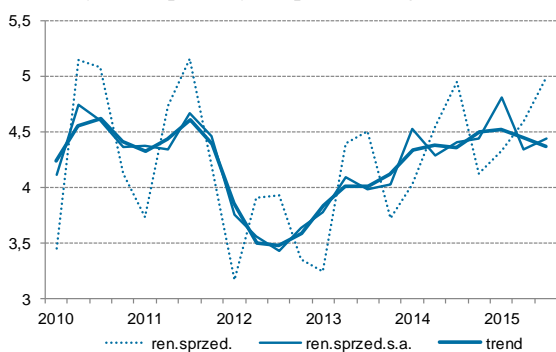


Tymczasem na poziomie zagregowanym wskaźniki rentowności spadły bardzo znacząco – z 4,8% w III kw. 2014 r. do 3,6% w przypadku rentowności sprzedaży, i z 4,5% do 2,9% w przypadku rentowności obrotu netto. Po wyeliminowaniu całego sektora energetycznego, górnictwa (działy PKD 05, 06 i 07) oraz usunięciu największych firm z sektora paliwowego obserwowalibyśmy niewielkie wzrosty rentowności sprzedaży względem poprzedniego kwartału i analogicznego okresu ub.r.

Wykres 13 Wskaźnik rentowności obrotu netto i rentowności sprzedaży (dane kwartalne)



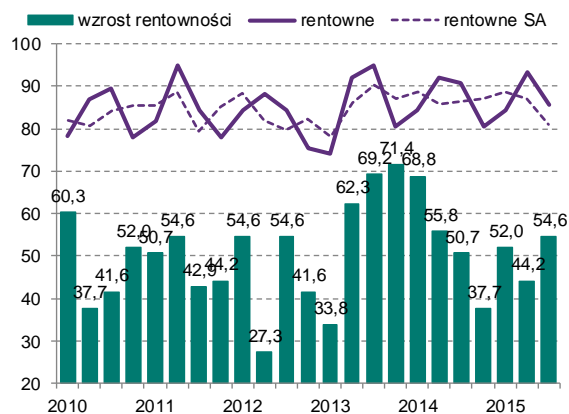
Wykres 14 Wskaźnik rentowności sprzedaży w sektorze przedsiębiorstw po usunięciu energetyki, górnictwa (PKD 05, 06, 07) oraz największych firm należących do przemysłu paliwowego



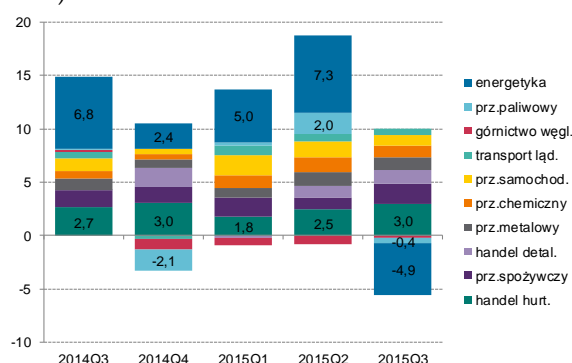
Zmiany rentowności i wyniku finansowego w wybranych klasach

Ze względu na silną koncentrację zjawisk ekonomicznych duże branże mają znaczący wpływ na kształtowanie się wyniku finansowego całej populacji polskich przedsiębiorstw. Obserwowane tam zjawiska nie zawsze jednak odzwierciedlają zmiany koniunktury krajowej, ze względu na silniejsze ich powiązania z rynkami zagranicznymi, w tym też silniejszą ekspozycję na ryzyko kursowe oraz coraz większe kapitały pozwalające na dokonywanie inwestycji finansowych. W III kw. najważniejszym czynnikiem spadku zysków był wzrost odpisów amortyzacyjnych w branży energetycznej.

Wykres 15 Odsetek branż rentownych oraz odsetek branż odnotowujących wzrost rentowności r/r (odsetki policzono na zagregowanych, narastających wynikach przy dwucyfrowym PKD/NACE)



Wykres 16 Wynik finansowy netto w branżach najbardziej i najmniej zyskowych (dane w mld PLN)



Podobnie jak w poprzednich okresach, znacząca większość branż (86%) przynosiła w III kw. br. zyski. Najpoważniejsze straty (choć o charakterze księgowym) poniosła energetyka (4,9 mld PLN). Ujemny wynik finansowy zanotowało w sumie 11 z 77 branż, w tym też przemysł paliwowy i górnictwo węglowe. Zwiększyła się natomiast liczba działów, w których rentowność obrotu netto rosła – z 44% w II kw. br. do 55%.

W III kw. br., mimo strat (o charakterze księgowym), sytuacja ekonomiczna branży energetycznej pozostawała dobra. Parametry rozkładu wskaźników rentowności w ujęciu narastającym kształtowały się na wyższych poziomach niż dla całej popula-

cji (dla rentowności obrotu netto wynosiły: 0,6% - I kwartył, 4,1% - mediana, 9% - III kwartył). Na bardzo wysokich poziomach kształtowały się wskaźniki płynności, a niskie pozostały wskaźniki ogólnego zadłużenia. Wysoka pozostała również dynamika nakładów inwestycyjnych, a zatem przedsiębiorstwa te pozytywnie oceniały swoje perspektywy rozwoju i znajdowały przy tym finansowanie na realizację swoich planów. To wszystko świadczy o dobrej kondycji spółek z branży energetycznej, w tym również opisanej już spółki, która dokonała zwiększonego odpisu amortyzacyjnego w związku z niższą wyceną majątku (po zdjęciu efektu zwiększonej amortyzacji wynik finansowy spółki byłby dodatni). Warto podkreślić, że mimo suszy branża energetyczna nie odnotowała spadku przychodów.

W III kw. 2015 r. branża paliwowa zanotowała niemal 0,5 mld straty. Straty te powstały mimo utrzymania się niskich cen ropy naftowej i co za tym idzie dalszego znacznego spadku wydatków na zakup surowców. Analiza dynamiki kosztów sugeruje, że przyczyną strat był z jednej strony wysoki wzrost kosztów zakupu energii obniżający wynik na sprzedaży (który jednak pozostał ostatecznie

dodatni), z drugiej zaś strony - straty na pozostałej działalności, w tym zwłaszcza straty finansowe ze sprzedaży i aktualizacji inwestycji.

Mimo obniżenia poziomu strat z 0,8 mld w II kw. br. do 0,2 mld PLN w III kw. sytuacja branży górnictwa węglowego nadal pozostała bardzo zła, w tym odnotowano spadek sprzedaży, zwłaszcza zagranicznej. Z 20 sprawozdających się spółek aż w 5 zobowiązania przekroczyły wartość aktywów. Każde z tych przedsiębiorstw, a w sumie połowa firm należących do branży węglowej, poniosło straty w III kw. Warto jednak zauważyć, że spółki górnicze kontynuują działania restrukturyzacyjne, które w III kw. widoczne były m.in. w postaci 14% spadku zatrudnienia i w jego konsekwencji 16% spadku kosztów pracy (redukcje tych kosztów miały miejsce nawet jeśli do kosztów pracy wliczymy również koszty usług obcych - takie obniżki przeprowadziło w sumie 11 firm górniczych). W efekcie tych działań udział kosztów pracy w kosztach ogółem zmniejszył się z ok. 43% w latach 2010-2012 (był to okres wysokich zysków górnictwa) do nieco ponad 30%.

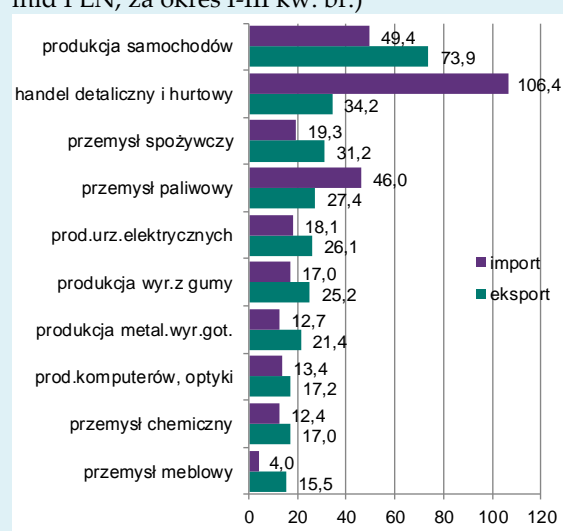
W III kw. zainteresowanie mediów i ekonomistów zwróciły doniesienia na temat **koncernu Volkswagena**, ze względu na stosowane tam oprogramowanie fałszujące odczyty przy analizie emisji spalin. Zaistniała realna obawa obniżenia popytu na produkty tej firmy, która również w Polsce ma swoje fabryki. Jedną z obserwowanych konsekwencji tej afery jest wstrzymanie przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju udzielenia kredytu na budowę kolejnej fabryki Volkswagena w Polsce (chodzi o fabrykę pod Wrześnią)¹⁰.

Branża samochodowa (PKD 29) w Polsce liczy obecnie ponad 430 przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, w tym ok. 320 zatrudniających powyżej 49 osób. Wśród tych firm są zarówno producenci samochodów osobowych i ciężarowych, jak i autobusów, silników, nadwozi oraz innych części samochodowych. Jest to jedna z największych pod względem przychodów branż (5% wkład w przychody sektora dużych przedsiębiorstw). Ale przede wszystkim jest to branża największa pod względem wpływów z tytułu sprzedaży zagranicznej (16,5% udział w eksporcie sektora) i tylko 1/4 jej produktów trafia do polskich klientów. Przemysł motoryzacyjny ma również bardzo duży wkład importowy (generalnie, firmy eksportujące są najczęściej również importerami, choć istnieją duże różnice między wartością eksportu i importu). Potencjalny spadek sprzedaży samochodów marki Volkswagen, jako jednego z największych przedsiębiorstw tego typu w kraju, mógłby przede wszystkim być widoczny po stronie niższych przychodów z tytułu eks-

¹⁰ Źródło: <http://www.reuters.com/article/us-volkswagen-poland-idUSKBN0TY28U20151215>

portu, jednak ze względu na obecność innych dużych firm samochodowych, nawet w przypadku silnego spadku popytu, efekty nie byłyby znaczne. Obecnie jest jeszcze zbyt wcześnie żeby zaobserwować jakiegokolwiek negatywne skutki opisanych praktyk - eksport branży samochodowej nadal rósł w III kw.

Wykres 17 Eksport i import w branżach o największym udziale w sprzedaży zagranicznej (dane w mld PLN, za okres I-III kw. br.)



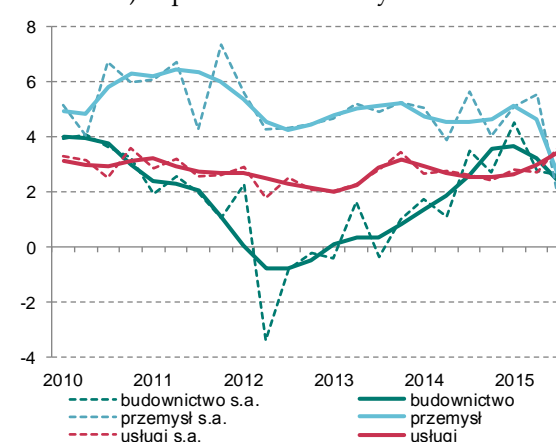
Analiza rentowności sektora przedsiębiorstw w bardziej zdezagregowanym ujęciu sugeruje, że w II połowie br. wyhamowały tendencje wzrostowe w budownictwie, wyraźnie obniżył się stabilny do tej pory wskaźnik rentowności obrotu netto w przemyśle (niewielki spadek utrzymał się nawet po usunięciu efektu zwiększonych odpisów amortyzacyjnych w energetyce, a spadek zanotowało również górnictwo oraz przetwórstwo przemysłowe), natomiast dalszą poprawę obserwowano w usługach. Sprzyjała jej rosnąca dynamika przychodów ze sprzedaży krajowej.

Przyglądając się bliżej sektorowi usług, o wyraźnej poprawie sytuacji możemy mówić zarówno w przypadku usług dla biznesu, jak i dla konsumentów, poza jednak usługami o charakterze nierynkowym (edukacja, ochrona zdrowia), gdzie rentowność spadała. Na poziomie branż zauważamy wzrosty rentowności zwłaszcza: w handlu, transporcie, jak i w usługach opartych na bardziej zaawansowanych technologiach, w tym w usługach

Sytuacja producentów samochodów w III kw. br. kształtowała się następująco. Odnotowano wyraźny wzrost przychodów ze sprzedaży, w tym niewielki wzrost eksportu. Tempo wzrostu przychodów przyspieszyło zatem ze względu na silny wzrost sprzedaży krajowej. Rentowność branży obniżyła się, na co wpływ miał zarówno wzrost kosztów zakupów surowców i materiałów krajowych (w części przeznaczony na odbudowanie stanu zapasów), jak i straty na działalności poza sprzedażą. Na poziomie jednostkowym (z punktu widzenia przeciętnej firmy) nie daje się zauważyć jednak istotnych zmian parametrów rozkładu rentowności, jak też zmian odsetka firm rentownych, nie odnotowano jak dotąd również innych niepokojących sygnałów sugerujących pogorszenie kondycji tej branży, w tym pogorszenia płynności.

ICT, a przy tym w tej ostatniej grupie wzrost rentowności jest wyraźniejszy niż w pozostałych branżach usługowych.

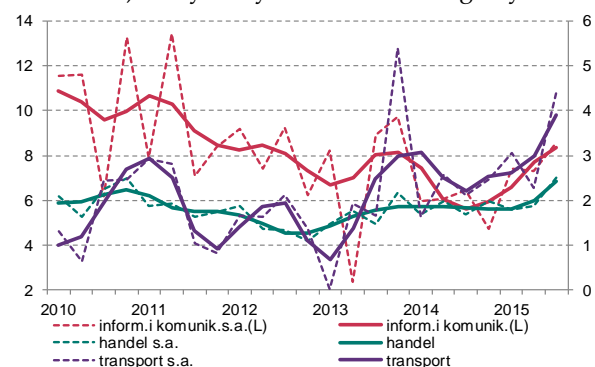
Wykres 18 Wskaźnik rentowności obrotu netto (s.a. oraz trend) w podziale na sektory



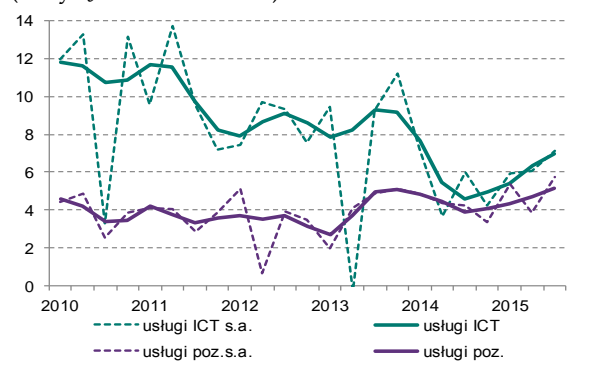
Wyraźne spadki zyskowności, poza wymienionymi już usługami nierynkowymi, zanotowano w takich branżach jak: „Wynajem i dzierżawa” (są tu m.in. firmy zajmujące się leasingiem), „Działalność zwią-

zana z zatrudnieniem” (w tym agencje pracy) czy administracyjna obsługa biura i działalność wspomagająca biznes (które skupiają m.in. firmy *call center*, jak też zajmujące się pakowaniem). Warto zauważyć, że we wszystkich trzech branżach, podobnie jak w zaliczanych do usług nierynkowych działach edukacja oraz ochrona zdrowia miał miejsce w ostatnich latach znaczny wzrost konkurencji (rozumiany jako dynamiczny wzrost liczebności firm).

Wykres 19 Wskaźnik rentowności obrotu netto (s.a. oraz trend) w wybranych branżach usługowych



Wykres 20 Wskaźnik rentowności obrotu netto (s.a. oraz trend) w usługach ICT i pozostałych usługach (z wyłączeniem handlu)

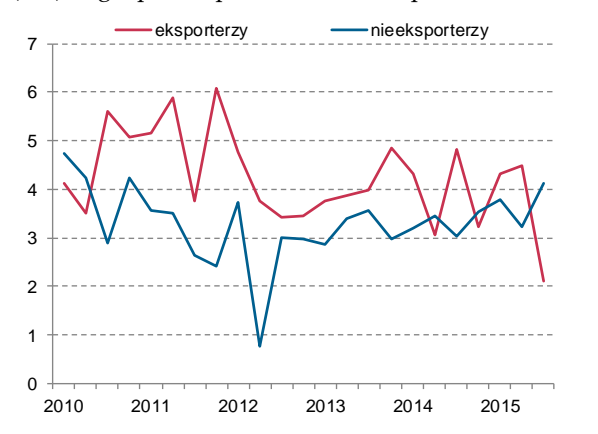


Dane zagregowane¹¹ oraz zmiany odsetka firm zyskownych sugerują, że w przedsiębiorstwach zorientowanych na eksport sytuacja zaczyna się pogarszać. Analiza rozkładu wskaźnika rentowności tego nie potwierdza. W jej świetle można zau-

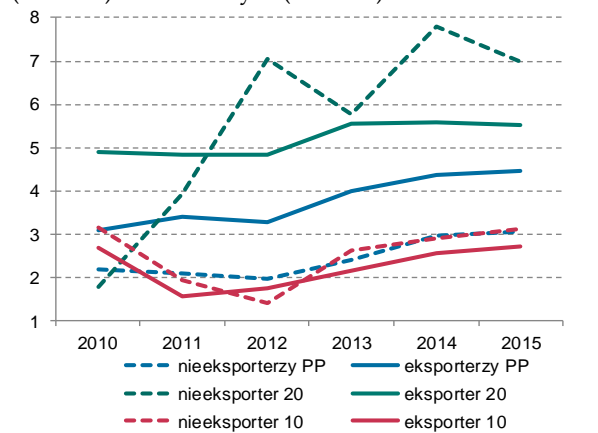
¹¹ Spółka, która wykazała wzrost amortyzacji w III kw. należy do grupy eksporterów

ważyć, że eksporterzy nadal osiągają lepsze wyniki niż pozostałe przedsiębiorstwa, czemu sprzyja m.in. deprecjonujący się kurs złotego względem euro i dolara. Z taką sytuacją (wyższa rentowność w grupie eksporterów) mamy obecnie do czynienia w większości branż przetwórczych, choć nie jest to regułą. I tak np. w przemyśle spożywczym nie obserwuje się obecnie istotnych różnic w rentowności między firmami sprzedającymi poza Polską i tymi, które dostarczają swoje towary wyłącznie do sklepów na terenie kraju.

Wykres 21 Wskaźnik rentowności obrotu netto (s.a.) w grupie eksporterów i nieeksporterów



Wykres 22 Mediana rozkładu wskaźnika rentowności obrotu netto w Przetwórstwie przemysłowym (PP) oraz dodatkowo w przemyśle spożywczym (PKD 10) i chemicznym (PKD 20)

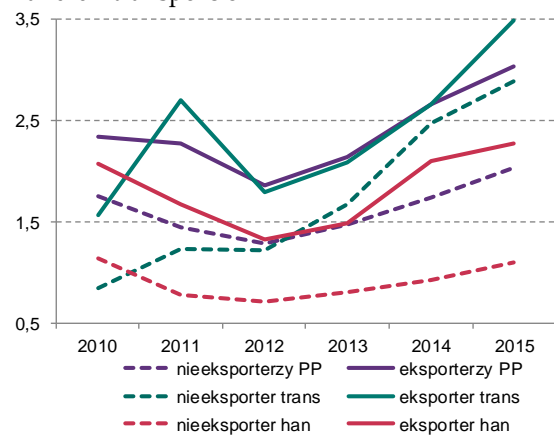


Jeszcze mniej opłacalny wydaje się obecnie eksport z punktu widzenia branży chemicznej (ale trzeba też zauważyć, że obie branże więcej sprzedają na

rynku krajowym niż zagranicznym - udział eksportu w przychodach wynosi tam odpowiednio 25% i 40%).

Nieco mniejsze różnice w poziomie rentowności między eksporterami i nieeksporterami występują w branżach usługowych, ale również tutaj, w tym w dwóch największych sekcjach, tj. w handlu i transporcie, przedsiębiorstwom częściej opłaca się sprzedawać za granicą, niż pozyskiwać klientów tylko na rynku krajowym.

Wykres 23 Mediana rozkładu wskaźnika rentowności obrotu netto w usługach oraz dodatkowo w handlu i transporcie

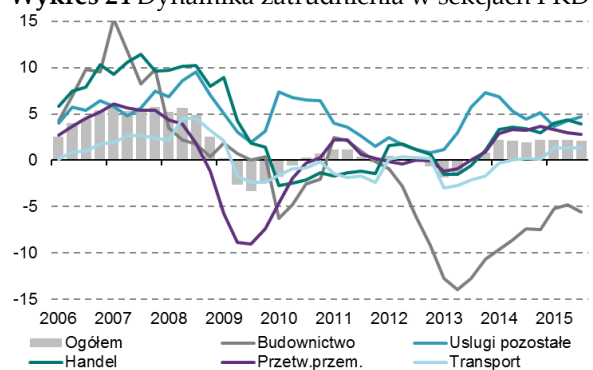


Zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność

1. Zatrudnienie

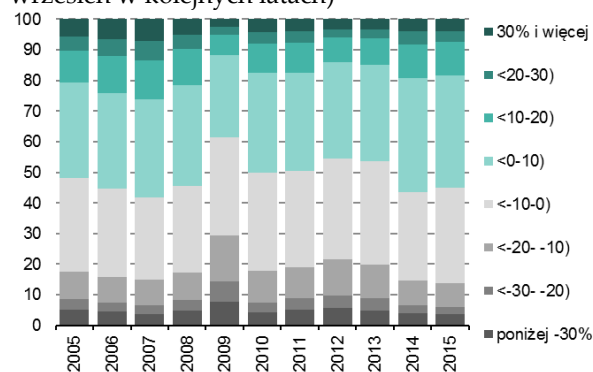
Od blisko dwóch lat utrzymuje się systematyczny i stabilny wzrost zatrudnienia (w III kw. 2015 r. wrosło ono o 2,1% r/r).

Wykres 24 Dynamika zatrudnienia w sekcjach PKD



Zatrudnienie w populacji wzrastało, przy dalszym zwiększaniu się liczebności sprawozdających się firm. I to właśnie zmiany demograficzne w populacji firm przyczyniły się w dużym stopniu do zwiększenia zatrudnienia. W grupie przedsiębiorstw sprawozdających się nieprzerwanie od co najmniej roku wzrost zatrudnienia miał bowiem mniejszą skalę – wyniósł 0,3%.

Wykres 25 Rozkład dynamik zatrudnienia (dane za wrzesień w kolejnych latach)



Na zwiększenie zatrudnienia zdecydowała się nieco ponad połowa firm, podobnie jak w poprzednim kwartale. Ważnym źródłem wzrostu zatrudnienia

była utrzymująca się przewaga wzrostów nad redukcjami – znaczący (tj. co najmniej 10%) wzrost zatrudnienia odnotowało zdecydowanie więcej przedsiębiorstw niż redukcję o podobnym wymiarze.

W podziale branżowym największy udział we wzroście zatrudnienia miały usługi (wraz z handlem) oraz sekcja Przetwórstwo przemysłowe (które skupia ponad 40% pracowników w całym sektorze przedsiębiorstw). W usługach odnotowano najwyższą dynamikę zatrudnienia, zwłaszcza w sekcji Edukacja, Pozostałe usługi (a w nich szczególnie w dziale Naprawa i konserwacja). W branżach handlowych wyższą dynamiką charakteryzował się handel detaliczny niż hurtowy. Wzrost zatrudnienia był szybszy w sektorze usług dla biznesu niż dla konsumentów.

Tabela 2 Zatrudnienie: struktura, dynamika r/r (wraz ze zmianą kw/kw) oraz skala wpływu zmian zatrudnienia na dynamikę w III kw. 2015 r.

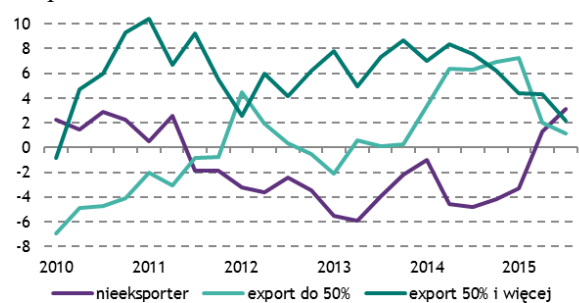
	struktura w %	dynamika r/r (zmiana)	skala wpływu
Ogółem	100	2,14 (-0,08)	2,14
Budownictwo	4,7	-5,6 (-0,8)	-0,28
Przetwórstwo przemysłowe	40,1	2,8 (-0,2)	1,10
Górnictwo i kopalnictwo	3,3	-7,7 (-0,5)	-0,28
Energetyka	2,8	-4,8 (+0,3)	-0,14
Dostawa wody, odpady	2,2	1,0 (+0,1)	0,02
Handel i naprawy	18,0	3,9 (-0,4)	0,70
Transport	9,2	1,3 (-0,1)	0,12
Pozostałe usługi	19,8	4,7 (+0,5)	0,91
nieeksporter	39,0	3,1 (+1,8)	1,21
eksport do 50%	39,5	1,2 (-0,8)	0,46
eksport 50% i więcej	21,5	2,2 (-2,1)	0,47
MSP	34,1	1,7 (+0,5)	0,57
duże	65,9	2,4 (-0,4)	1,57

Natomiast w budownictwie, w energetyce oraz w górnictwie nadal obserwujemy wyraźne redukcje liczby pracowników. W energetyce systematyczny spadek zatrudnienia utrzymuje się od ponad 4 lat.

W budownictwie wyhamowała przy tym obserwowana w poprzednich kwartałach poprawa dynamiki zatrudnienia.

Nadal zatrudnienie szybciej rosło w **przedsiębiorstwach dużych** niż w **sektorze MSP**, aczkolwiek w sektorze MSP wzrost zatrudnienia przyspieszył (do 1,7%), zaś przedsiębiorstwa duże odnotowały osłabienie wzrostu (do 2,4%). Najszybciej zatrudnienie rosło w firmach największych (tj. 2000 i więcej pracowników – wzrost o 3,6%).

Wykres 26 Dynamika zatrudnienia w klasach wg eksportu

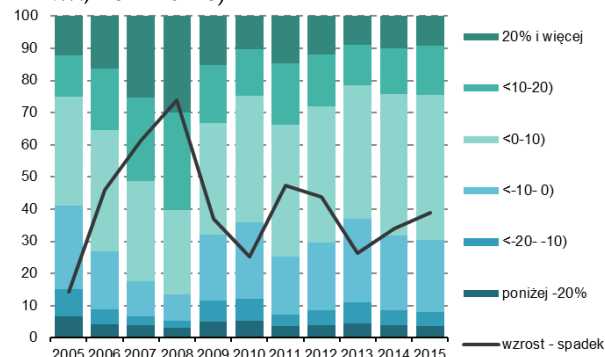


Wzrost zatrudnienia był w III kw. 2015 r. obserwowany zarówno w grupie **firm eksportujących**, jak i wśród **nieeksporterów**. Nieco szybciej zatrudnienie rosło w grupie przedsiębiorstw działających wyłącznie na rynku krajowym, w których zatrudnienie wzrasta od dwóch kwartałów, przy niewielkim wzroście liczebności tej grupy przedsiębiorstw (r/r; po raz pierwszy od ponad 5 lat). W klasie eksporterów, zwłaszcza niewyspecjalizowanych, dynamika osłabiła się wyraźnie, pomimo nieznacznego zwiększenia liczebności tej grupy. W ostatnich kilku kwartałach nastąpiła zasadnicza zmiana sytuacji zatrudnieniowej tych grup przedsiębiorstw – w ostatnich kilku latach wzrosty zatrudnienia realizowany był w zasadzie przez firmy eksportujące, przy spadającym zatrudnieniu w firmach nieeksportujących. Ostatnie kwartały przyniosły wyraźną zmianę tych tendencji.

2. Koszty pracy, wynagrodzenia

Razem ze wzrostem zatrudnienia w III kw. br. następował wzrost kosztów wynagrodzeń, jednocześnie rosły też przeciętne płace¹². Dynamika kosztów wynagrodzeń (wraz z ubezpieczeniami społecznymi) była więc wyższa niż dynamika zatrudnienia, ale nieco niższa niż w poprzednim kwartale (spadek o 0,9 pp. do 4,8% r/r.).

Wykres 27 Rozkład dynamiki przeciętnych wynagrodzeń (r/r, dane szacunkowe, narastające za III kw., nominalne)



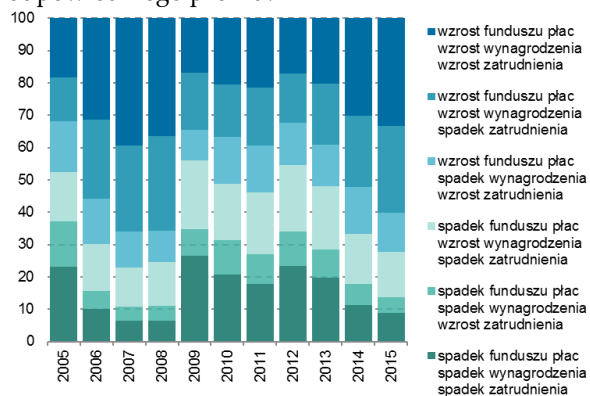
Rozkład dynamiki przeciętnych wynagrodzeń. (dane szacunkowe na podstawie danych F-01/I-01) pokazuje, że nadal rozszerza się zasięg wzrostu wynagrodzeń. W III kw. br. nieco zwiększył się w porównaniu z rokiem poprzednim udział przedsiębiorstw, które podniosły płace oraz spadł odsetek przedsiębiorstw, które je ograniczyły (podobnie jak rok wcześniej).

Wzrost kosztów wynagrodzeń odnotowano w zdecydowanej większości przedsiębiorstw (w 68,7%, tj. o 1,6 pp. więcej niż w poprzednim roku). Warto dodać, że wskutek utrzymującej się deflacji udział firm zwiększających realnie koszty pracy wzrósł do jednego z wyższych poziomów od początku badań (tj. do 72,9%). Wzrost przeciętnych płac nastąpił również w przeważającej grupie przedsiębiorstw (nominalnie w 70%, realnie w 74%). Najliczniejsza

¹² W sektorze przedsiębiorstw wzrost r/r przeciętnego wynagrodzenia w I-III kw. 2015 r. wyniósł 3,6% (Biuletyn Statystyczny GUS).

jest grupa przedsiębiorstw, w których wzrost funduszu płac miał dwa źródła – zarówno wzrost zatrudnienia, jak i wzrost przeciętnych wynagrodzeń (wzrost o 3,0 pp. do 33,3%). Jednocześnie nastąpiło wyraźne zmniejszenie liczby firm redukujących koszty wynagrodzeń, co było w głównej mierze skutkiem spadku udziału przedsiębiorstw jednocześnie ograniczających zatrudnienie i płace.

Wykres 28 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian kosztów wynagrodzeń, przeciętnego wynagrodzenia oraz zatrudnienia (r/r , dane narastające za III kw.) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu.

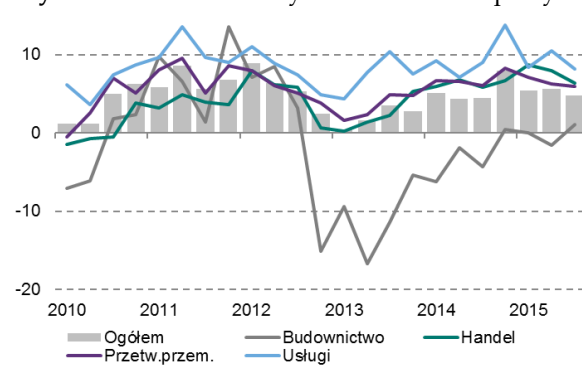


Próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosły koszty pracy, zielone – spadły. Dane dot. przeciętnego wynagrodzenia są szacunkowe.

W ujęciu branżowym dynamika kosztów pracy pozostawała na ogół dodatnia. Jednocześnie była też ona w prawie wszystkich sekcjach wyższa niż dynamika zatrudnienia, co jest potwierdzeniem rosnących przeciętnych wynagrodzeń w zdecydowanej większości branż. Koszty pracy spadły jedynie w górnictwie, w energetyce oraz w sekcji Kultura, rozrywka, rekreacja. W sekcjach tych nie wzrosły również przeciętne wynagrodzenia. Energetyka i górnictwo pozostają jednak sekcjami o najwyższych poziomach wynagrodzeń. W budownictwie, pomimo niewielkiego wzrostu kosztów wynagrodzeń, wzrost przeciętnych płac był relatywnie wysoki, czemu sprzyjał zdecydowany spadek zatrudnienia. W Przetwórstwie przemysłowym wyższa dynamika kosztów pracy niż w całym sektorze

przedsiębiorstw była efektem nieco większego od przeciętnego wzrostu zatrudnienia oraz nieco wyższej dynamiki średnich wynagrodzeń. W sekcji tej, pomimo utrzymywania się średniej płacy tylko nieco poniżej średniej w całym sektorze przedsiębiorstw, w pewnych działach wynagrodzenia należą do najniższych¹³. Najszybszy wzrost kosztów pracy nastąpił w segmencie wytwarzania półproduktów, dóbr inwestycyjnych oraz produktów konsumpcyjnych trwałych (w tej ostatniej grupie nastąpił jednocześnie wysoki wzrost zatrudnienia). W usługach dynamika kosztów pracy była relatywnie wysoka (7,9%). W branżach usługowych jedynie w Edukacji wzrost kosztów pracy nie nadążył za szybkim wzrostem zatrudnienia (a co za tym idzie spadała przeciętna płaca). W handlu wzrost kosztów pracy obniżył się, ale pozostawał wysoki (6,4%), przy czym wzrost zatrudnienia miał mniejszą skalę. Handel oraz transport pozostają sekcjami o najniższych poziomach przeciętnych płac (po sekcjach Hotele i restauracje oraz Usługi administracyjne i działalność wspierająca).

Wykres 29 Nominalna dynamika kosztów pracy



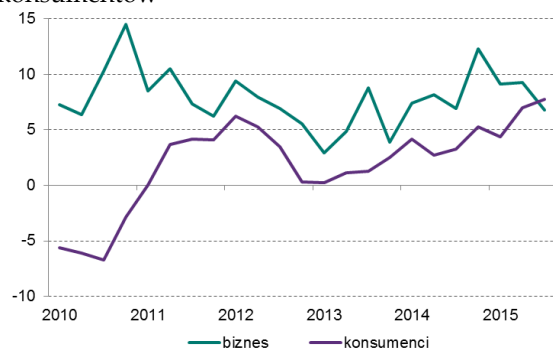
Warto dodać, że wzrost przeciętnych płac w handlu w dużych firmach (500 i więcej zatrudnionych) był w 2015 r. w większym stopniu zasługą wzrostu wynagrodzeń w handlu detalicznym niż w handlu hurtowym (w handlu detalicznym wynagrodzenia są zdecydowanie niższe niż w handlu hurtowym).

¹³ Np. Produkcja odzieży, Produkcja skór i wyrobów ze skór, Produkcja wyrobów tekstylnych, Produkcja mebli, Produkcja wyrobów z drewna.

W pozostałych usługach dynamika kosztów pracy pozostała wysoka.

W sektorze usług rynkowych dynamika kosztów pracy w usługach dla konsumentów wzrosła i przekroczyła malejącą dynamikę tych kosztów w usługach dla biznesu (inaczej niż dynamika zatrudnienia, która stale niższa jest w sektorze usług dla biznesu niż dla konsumentów), co wskazuje na wyższy wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze usług konsumenckich.

Wykres 30 Nominalna dynamika kosztów pracy w usługach rynkowych dla biznesu i dla konsumentów

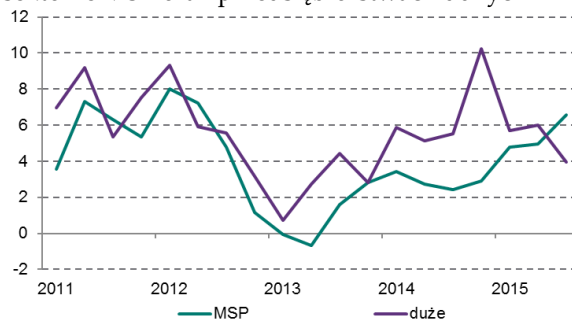


Spadła dynamika kosztów pracy w **firmach eksportujących** (do 1,4%), przy zbliżonej dynamice zatrudnienia. W grupie eksporterów wyspecjalizowanych koszty pracy nieco spadły, pomimo umiarkowanego wzrostu zatrudnienia (co implikuje też spadek średnich płac). Natomiast w grupie eksporterów niewyspecjalizowanych koszty wynagrodzeń wrosły, w podobnej mierze dzięki wzrastającemu zatrudnieniu, co wzrostowi przeciętnej płacy. W przedsiębiorstwach działających wyłącznie na rynku krajowym dynamika kosztów pracy wyraźnie przyspieszyła (do 11,6%, przy spadku tych kosztów rok wcześniej), pomimo względnie niewielkiego wzrostu zatrudnienia. Nastąpił tam więc relatywnie wysoki wzrost przeciętnego wynagrodzenia.

Dynamika kosztów pracy w **sektorze MSP** wzrosła i okazała się w III kw. br. wyższa niż w przedsiębiorstwach dużych (odpowiednio 6,6% i 3,9%), w których ma miejsce spadek. W obu grupach dyna-

miki te wyprzedzały wzrost zatrudnienia, a więc następował również wzrost przeciętnych płac (głównie jednak w firmach MSP). Zmniejszyła się różnica poziomów płac pomiędzy klasą firm większych a sektorem MSP.

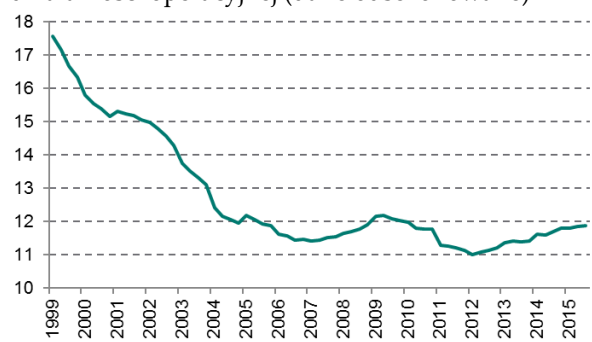
Wykres 31 Nominalna dynamika kosztów pracy w sektorze MSP oraz przedsiębiorstwach dużych



Przedsiębiorstwa **publiczne** nieco zwiększyły koszty pracy (o 1,0%, przy malejącym zatrudnieniu), podczas gdy firmy **prywatne** zwiększyły je wyraźnie (o 5,5%, przy wolniej rosnącym zatrudnieniu). Koszty pracy szybciej rosły w firmach z kapitałem zagranicznym niż w przedsiębiorstwach krajowych, podobnie jak i przeciętna płaca oraz zatrudnienie.

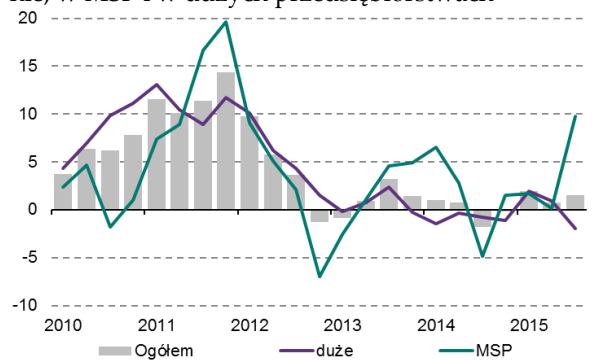
O ile w przekrojach branżowych trudno nadal mówić o powszechnym zjawisku „doganiania” poziomów wynagrodzeń przez branże o niskich przeciętnych płacach (choć nieco częściej branże o niższych przeciętnych wynagrodzeniach mają również większą od średniej dynamikę płac), to w niektórych przekrojach taki proces jest w III kw. widoczny. Mowa tu np. o sektorze MSP, o usługach dla konsumentów, o nieeksporterach.

W latach 1999-2006 **udział kosztów pracy w łącznych kosztach działalności operacyjnej** przedsiębiorstw spadał systematycznie – z 17,2% w 1999 r. do 11,4% w 2006 r. W latach 2007-2015 zmiany były wolniejsze i od 2012 r. udział ten pozostaje w lekkiej tendencji rosnącej (w III kw. 2015 r. wyniósł 11,9%).

Wykres 32 Udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej (dane odsezonowane)

3. Wydajność pracy

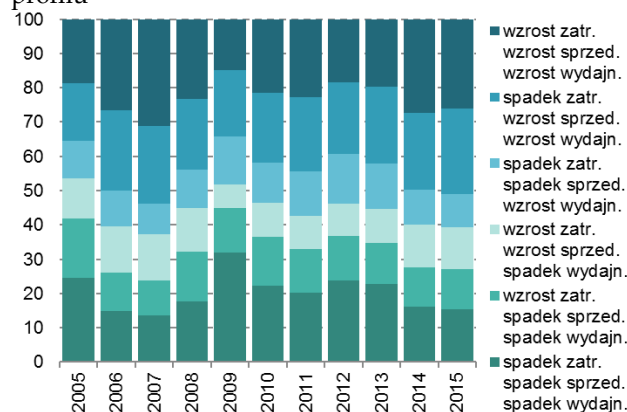
Rosnące koszty płac miały w III kw. 2015 r. nadal wyższą dynamikę niż wydajność pracy. Koszty wynagrodzeń rosły bowiem szybciej niż przychody ze sprzedaży (nominalnie o 3,7%). Dynamika wydajności pracy jest wrażliwa na fluktuacje zarówno sprzedaży, jak i zatrudnienia (które jest bardziej stabilne). Po spadku dynamiki wydajności pracy¹⁴ w 2014 r., nastąpił jej niewielki wzrost w 2015 r. (wynikający z nieco szybszego wzrostu sprzedaży niż zatrudnienia) i w III kw. dynamika wydajności pracy wyniosła nominalnie 1,5% (wzrost o 0,7 pp. kw/kw).

Wykres 33 Dynamika wydajności pracy, nominalnie, w MSP i w dużych przedsiębiorstwach

¹⁴ Mierzona wielkością przychodów ze sprzedaży przypadających na 1 zatrudnionego

Wzrost dynamiki wydajności nastąpił w **sektorze MSP** (do 9,8%), natomiast w **dużych firmach** wydajność spadła (-2,0%; po półrocznym okresie wzrostu). Taka różnica była efektem przede wszystkim wysokiej dynamiki sprzedaży w przedsiębiorstwach z sektora MSP, ale też nieco niższej, niż w dużych firmach, dynamiki zatrudnienia.

Wskaźniki cen w III kw. 2015 r. pozostawały nadal ujemne w większości branż. Miało to pozytywny wpływ na **dynamikę realnej wydajności pracy** w sektorze przedsiębiorstw, która w III kw. br. wzrosła do 4,0%.

Wykres 34 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian wydajności, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia (r/r, dane narastające za III kw. kolejnych lat) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu

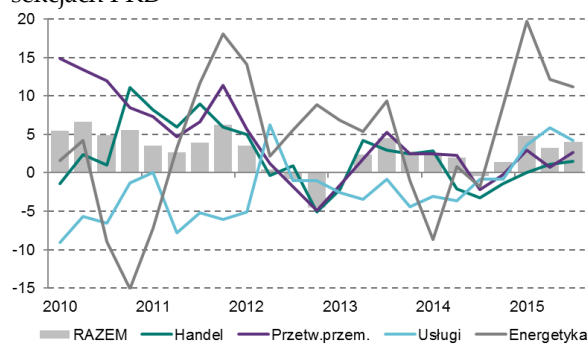
Próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosła wydajność, zielone – spadła.

Pozytywne tendencje zmian wydajności pracy utrzymują się również na poziomie jednostkowym. Podobnie jak rok wcześniej, większość przedsiębiorstw realnie podnosiła swoją wydajność pracy (60,3%). W dalszym ciągu więcej firm podnosiło wydajność przez wzrost sprzedaży niż redukcję zatrudnienia. Podobnie – zmniejszenie wydajności częściej było spowodowane spadkiem sprzedaży niż wzrostem zatrudnienia. Grupa firm będących w najkorzystniejszej sytuacji, tzn. takich, w których wzrost dynamiki wydajności wynikał z szybszego wzrostu sprzedaży niż zatrudnienia, pozostawała

najliczniejsza (ok. 26%). Ponadto, nieco zmniejszył się odsetek firm w najgorszej sytuacji, tzn. takich, w których zmniejszenie dynamiki wydajności wynikało z szybszego spadku dynamiki sprzedaży od spadku zatrudnienia (do 15%).

Wzrostowi realnych dynamik wydajności pracy w większości **branż** sprzyjały na ogół ujemne wskaźniki cen. W budownictwie dynamika wydajności była wysoka (8,4%), na co wpływ miał wyraźny spadek zatrudnienia. W branży przetwórczej nastąpił realny wzrost wydajności (2,6%), przy czym obniżanie się cen w przemyśle wzmacniało ten wzrost, przychody ze sprzedaży rosły bowiem w zbliżonym tempie co zatrudnienie. W energetyce utrzymuje się wysoka dynamika wydajności pracy (11,2%), na co złożyły się zarówno wzrost sprzedaży, jak i spadek zatrudnienia (ceny w energetyce wzrosły, ale w nieznacznym stopniu).

Wykres 35 Realna dynamika wydajności pracy w sekcjach PKD



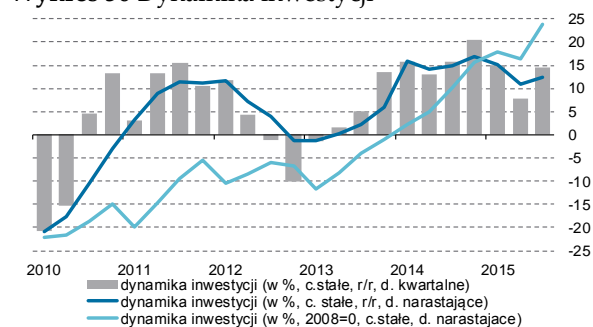
W górnictwie wydajność pracy realnie zwiększyła się, do czego przyczynił się głównie spadek cen, ponieważ zatrudnienie i sprzedaż spadały w zbliżonym tempie. W handlu wydajność wzrosła, przy przychodach ze sprzedaży rosnących nieco szybciej niż zatrudnienie oraz ujemnym wskaźniku CPI. W transporcie nastąpił niewielki wzrost realnej dynamiki wydajności (pomimo zdecydowanego wzrostu nominalnie; wskaźnik cen transportu pozostaje jednak dodatni i w III kw. br. wyniósł 3,2%). W pozostałych usługach wzrost dynamiki wydajności pracy był relatywnie wysoki (przy wyraźnym wprowadzie wzroście zatrudnienia, ale jeszcze wyższym wzroście sprzedaży).

Aktywność inwestycyjna

1. Inwestycje ogółem

W sektorze przedsiębiorstw utrwała się obserwowana od ponad dwóch lat wzrostowa tendencja inwestycji. Dynamika nakładów przedsiębiorstw po dwóch kwartałach ponownie przyspieszyła i powróciła na wysoki dwucyfrowy poziom. W III kw. firmy zwiększyły nakłady na inwestycje o 14,5% po wzroście o 7,7% w poprzednim kwartale (r/r, ceny stałe¹⁵, dane kwartalne).

Wykres 36 Dynamika inwestycji



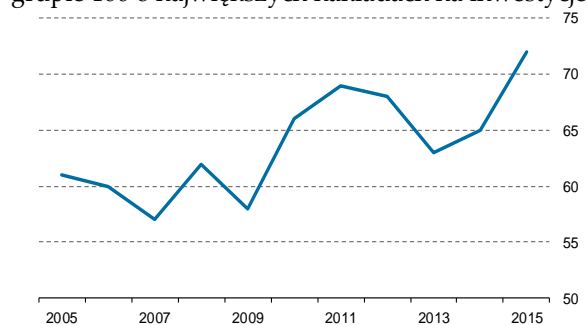
Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw jest wspierana przez stabilną konsumpcję krajową i wysoki (najwyższy od czasu kryzysu 2008/2009¹⁶) stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. Z kolei dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstwa i niskie oprocentowanie kredytów ułatwiają realizację przedsięwzięć rozwojowych od strony finansowej.

Jednocześnie nastroje inwestorów może psuć niepewność odnośnie do prawno-podatkowych warunków gospodarowania i wpływu polityki fiskalnej na przyszłą sytuację firm (m.in. przyszłe obciążenia podatkowe firm, wpływ podatku bankowego na dostępność kredytów).

Towarzyszący rosnącej dynamice zakupów inwestycyjnych wzrost cen nakładów (wskaźnik cen obejmuje zarówno dobra produkcji krajowej, jak i importowane) sugeruje, że warunki cenowe na tych rynkach w coraz większym stopniu dyktują producenci dóbr inwestycyjnych (ceny nakładów wzrosły we wrześniu o 2,8% r/r).

Ze względu na permanentnie wysoką koncentrację nakładów na środki trwałe kluczowy wpływ na dynamikę tej kategorii ma aktywność inwestycyjna największych przedsiębiorstw (około połowę nakładów ponosi zaledwie 100 największych inwestorów).

Wykres 37 Kontynuacja największych inwestycji. Udział firm obecnych w kolejnych dwóch latach w grupie 100 o największych nakładach na inwestycje.



Rekordowo duża część największych inwestorów pozostaje dłużej w fazie zwiększonej aktywności. 72 największych inwestorów z 2014 r. nadal realizuje poważne i utrzymało pozycję w grupie 100 największych inwestorów. Jest to najwyższy odsetek w historii. W pewnej części wynika to z kontynuowania dużych przedsięwzięć rozpoczętych w poprzednich kwartałach¹⁷. W tej grupie największych

¹⁷ W sprawozdaniach finansowych F-01/I-01 nakłady na inwestycje ujmowane są na poziomie przedsiębiorstwa jako łączne wydatki ma inwestycje poniesione w danym okresie. Stanowią sumę nakładów na nowo rozpoczęte zadania oraz nakładów wynikających z kontynuacji zadań rozpoczętych w poprzednich okresach. Teza o kontynuacji inwestycji jest

¹⁵ Dla urealniania zmian wykorzystywany jest wskaźnik cen nakładów inwestycyjnych.

¹⁶ Szybki Monitoring NBP, Nr 04/15

inwestorów przeważają przedsiębiorstwa prywatne, zwłaszcza zagraniczne, z sektora energetycznego, przetwórstwa, górnictwa i usług (wynajem, transport, telekomunikacja). Inwestycje realizowane w takich branżach mogą mieć charakter działań długookresowych, co powinno pozytywnie wpływać na dynamikę inwestycji w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych okresach.

Wykres 38 Udział przedsiębiorstw zwiększających inwestycje (dynamika realna, r/r, dane dla pierwszych trzech kwartałów każdego roku)



Przyspieszeniu wzrostu zagregowanych nakładów w sektorze przedsiębiorstw nie towarzyszy ożywienie zainteresowania zwiększaniem inwestycji na poziomie poszczególnych firm. Skłonność do zwiększania inwestycji jest niższa niż w ubiegłym roku, a na tle wyników z ostatniej dekady można oceniać ją jako umiarkowaną (37,8% inwestorów zwiększyło nakłady r/r t.j. nieco powyżej średniej wieloletniej). Obraz jest korzystniejszy jeśli uwzględnić, że jest to już kolejny rok wyraźnego wzrostu inwestycji (występuje zatem negatywny efekt bazy związany z dużymi inwestycjami w poprzednim roku).

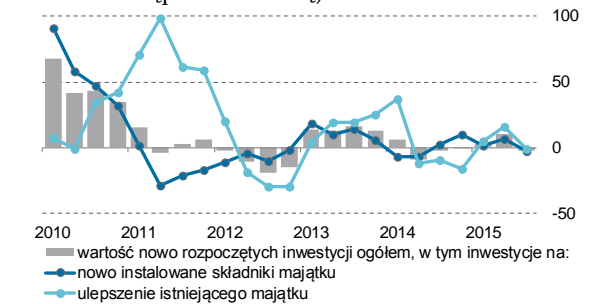
Inwestycje w skali całego sektora są jednocześnie coraz większe w odniesieniu do posiadanego majątku trwałego. Przekłada się to na przyspieszenie tempa odnawiania majątku, które po raz pierwszy od wybuchu kryzysu przekroczyło poziom wieloletniej średniej.

pewnym uproszczeniem wynikającym z dostępności danych.

Wykres 39 Tempo odnawiania majątku. Relacja inwestycji (inwestycje kwartalne annualizowane) do majątku trwałego (w %)



Wykres 40 Dynamika wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji. Inwestycje na ulepszenie¹⁸ istniejących środków trwałych oraz w nowo instalowane składniki majątku trwałego (w %, r/r, ceny bieżące, dane narastające, brak danych w I kw. 2011 i 2012 r. zastąpiono średnią)



Nie zaobserwowano natomiast poprawy zainteresowania przedsiębiorstwa nowo rozpoczynanymi inwestycjami (mowa tu o wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji¹⁹). Aktywność przedsiębiorstw w obszarze nowo rozpoczynanych inwestycji, mimo pewnych, ale jak się okazało nietrwałych, sygnałów poprawy w pierwszej połowie roku, nadal pozostaje słaba. Według danych kwartalnych w III kw. odnotowano głęboki spadek wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji, głębszy w przypadku przedsięwzięć o charakterze modernizacyjnym (w III kw.

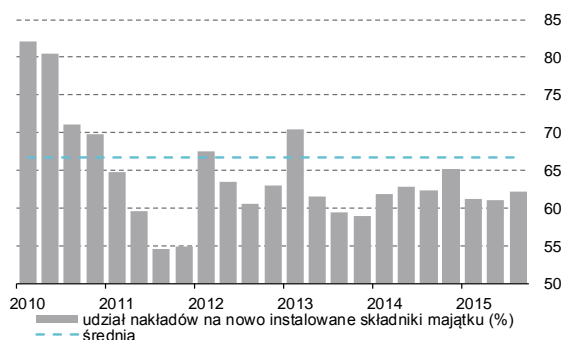
¹⁸ Ulepszenie, czyli przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego.

¹⁹ Wnioski w tej części raportu oparte są na danych dotyczących wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji. Ma ona charakter szacunkowy i obejmuje rozpoczęte w danym okresie sprawozdawczym przedsięwzięcia, niezależnie od przewidywanego czasu ich zakończenia. Rachunek ten nie jest weryfikowanym przez przedsiębiorstwa w kolejnych okresach.

b.r. wartość kosztorysowa noworozpoczynanych inwestycji spadła o 21,9%, po wzroście o 20,7 % w II kw., ceny bieżące, dane kwartale, r/r).

Głównym celem nowo rozpoczynanych inwestycji jest nadal instalowanie nowych składników majątku, ale udział inwestycji tego typu w ogólnej wartości kosztorysowej rozpoczynanych inwestycji jest znacznie niższy niż w ubiegłych latach.

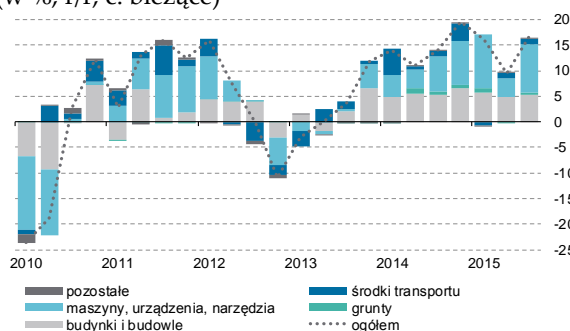
Wykres 41 Udział wartości kosztorysowej nakładów na nowo instalowane składniki majątku w wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych w okresie sprawozdawczym (dane narastające, w %)



Przedsiębiorstwa zwiększyły nakłady we wszystkich grupach rodzajowych nakładów. Dominującym kierunkiem inwestycji, po krótkookresowym wyhamowaniu w II kw., ponownie były zakupy maszyn i urządzeń (dynamika przyspieszyła z 8% w II kw. do 20,6%, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne). Zwiększone nakłady firmy kierują nadal na inwestycje w budynki i budowlę (w III kw. wzrost o 12,7%). Ta kategoria nakładów ma znaczny i, od końca 2013 r., stabilny wkład w stopę wzrostu inwestycji.

Wraz z przyspieszeniem akcji inwestycyjnej przedsiębiorstwa równolegle zwiększały swoje zakupy inwestycyjne od zagranicznych dostawców i producentów (wahania dynamiki zakupów z importu są wprawdzie spore z kwartału na kwartał, ale jej trend jest dodatni).

Wykres 42 Dynamika nakładów na środki trwałe i wkład składowych do stopy wzrostu nakładów (w %, r/r, c. bieżące)



Zainteresowanie inwestorów decydujących się na sprowadzenie środków trwałych z zagranicy w ciągu ostatniego roku wyraźnie przesunęło się w kierunku maszyn i urządzeń. Są one główną i coraz ważniejszą częścią importowanych środków trwałych (87,3% w III kw.). Ogólnie jednak przedsiębiorstwa kierują stosunkowo niewielką część nakładów na zakupy poza granicami kraju (w III kw. 12,4% ogółu nakładów, tj. poniżej wieloletniej średniej).

Wykres 43 Nakłady na środki trwałe w podziale na rynki nabycia (r/r, c. bieżące)



W III kw. import inwestycyjny wzrósł o 17,5% (r/r, ceny bieżące, dane kwartalne). Dynamika tej kategorii jest zniekształcona przez wahania kursów walut, w tym dalszej deprecjacji złotego względem euro. Nie można jednak ocenić pełnego wpływu

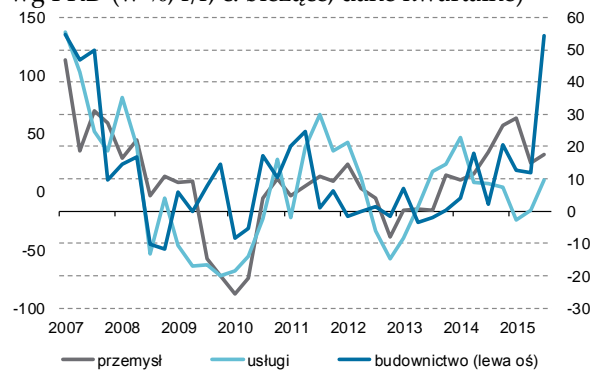
zmian kursów walut ze względu na brak danych o strukturze walutowej importu²⁰.

Na wzrost importu inwestycyjnego w III kw. złożył się wzrost wartości zakupów sprowadzanych z zagranicy maszyn i urządzeń. Dynamikę importu inwestycyjnego obniżały zaś zmniejszone drugi kolejny kwartał wydatki na środki transportu.

Inwestycje w podstawowych przekrojach

Przyspieszenie dynamiki inwestycji w III kw. odnotowano w przemyśle, usługach i budownictwie.

Wykres 44 Dynamika nakładów na środki trwałe wg PKD (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)

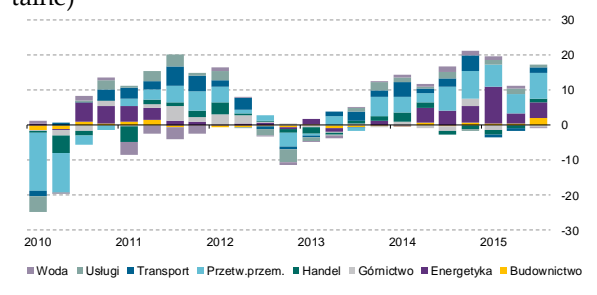


W przemyśle działalność inwestycyjną dynamicznie rozwijają przedsiębiorstwa przetwórstwa przemysłowego oraz energetyka. W obu tych grupach dynamika nakładów po osłabieniu w II kw. przyspieszyła do 23% (r/r, ceny bieżące, dane kwartalne). W przetwórstwie silnie rosną zwłaszcza nakłady na maszyny i urządzenia, a rozpoczynane inwestycje są coraz większe (dwucyfrowa już piąty kolejny kwartał dynamika wartości kosztorysowej rozpo-

²⁰ Wartość importu jest ujmowana w sprawozdaniu F01/I01 w złotych. Ponieważ jednak nie ma informacji o strukturze walutowej tych zakupów, w efekcie nie jest możliwa ocena zmian realnych w imporcie. GUS przeprowadził badanie szacujące strukturę walutową importu ogółem przedsiębiorstw w 2014 r. Przedstawiała się ona następująco: EUR – 31,3%, PLN – 30,4% i USD – 16,7% („Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2014 roku”, GUS, 2015)

czynanych inwestycji). Jednocześnie pewnemu osłabieniu uległo bardzo wysokie we wcześniejszych kwartałach tempo wzrostu inwestycji w budynki i budowlę. Sytuacja sektora energetycznego i jego plany inwestycyjne mogą zależeć m.in. od efektów możliwej konsolidacji tego sektora z górnictwem. W górnictwie kontynuowane są z kolei redukcje nakładów.

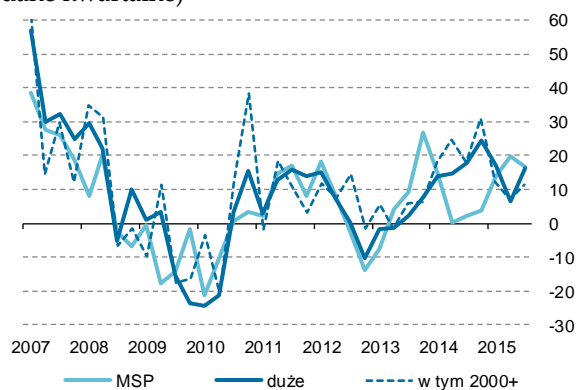
Wykres 45 Wkład sekcji PKD we wzrost inwestycji (w %, roczna stopa wzrostu, c. bieżące, dane kwartalne)



Coraz szybciej rosną inwestycje firm budowlanych. Po raz pierwszy od kryzysu 2008/2009 budownictwo znacząco wsparło dynamikę inwestycji sektora przedsiębiorstw (dodało 2,1 pkt. proc. do stopy wzrostu inwestycji). Zmiany obserwowane w budownictwie w III kw. miały charakter bardzo gwałtowny a dynamika skoczyła do 134%, poziomu ostatnio notowanego przed kryzysem 2008/2009. Jest to przejaw dużej wariacji dynamiki inwestycji w budownictwie, ze względu na silny wpływ jednostkowych danych na wyniki całego sektora budowlanego. Do skokowego przyrostu inwestycji w budownictwie przyczyniły się głównie zwiększone wydatki na budynki i budowle, przy także większych niż w poprzednich kwartałach nakładach na maszyny i urządzenia. Budownictwo rozpoczyna coraz większe przedsięwzięcia (dwucyfrowy wzrost wartości kosztorysowej nowych inwestycji), ale tylko te zmierzające do instalowania nowych składników majątku trwałego. Spada zaś zainteresowanie w budownictwie inwestycjami modernizacyjnymi.

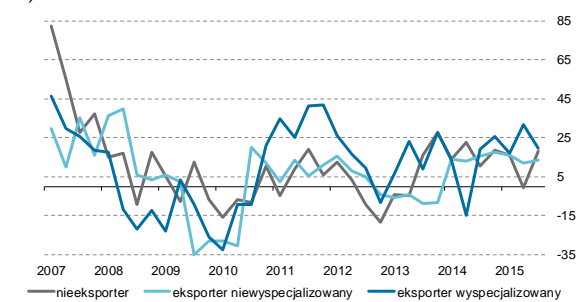
Pierwsze wyraźne sygnały przyspieszenia inwestycji odnotowano w usługach, gdzie zwiększane są już wszystkie wydatki we wszystkich kategoriach rodzajowych nakładów. Ożywienie inwestycji w usługach w III kw. nastąpiło dzięki zdecydowanej poprawie w transporcie i handlu, które zaczęły zwiększać nakłady na środki trwałe.

Wykres 46 Dynamika nakładów na środki trwałe wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)



W III kw. inwestycje rosły w podobnym, wysokim tempie w firmach dużych oraz w sektorze MSP. Większe inwestycje w relacji do posiadanego majątku realizują firmy duże, ale w obydwu grupach podmiotów nastąpiła poprawa i dalsze przyspieszenie tempa odnowy majątku (najlepsze wyniki po kryzysie). W firmach dużych warto jeszcze zwrócić uwagę na odbudowę osłabionej w II kw. dynamiki inwestycji w maszyny i urządzenia.

Wykres 47 Dynamika nakładów na środki trwałe wg eksportu (w %, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne)

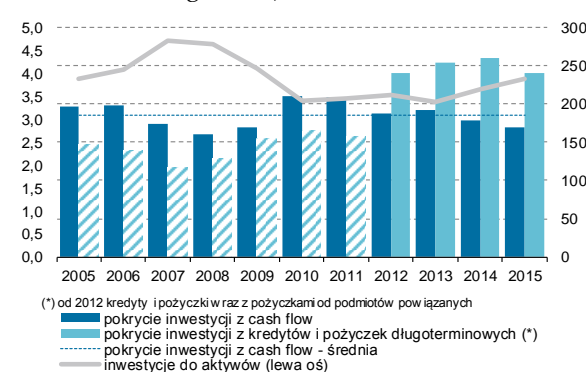


W III kw. względnie zbliżony i szybki wzrost inwestycji odnotowano we wszystkich grupach w podziale według stopnia zaangażowania w sprzedaż zagraniczną.

2. Finansowanie

W III kw. br. aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw rosła szybciej niż potencjalne możliwości finansowania.

Wykres 48 Inwestycje i możliwości ich finansowania (dane narastające według stanu na koniec III kwartału każdego roku)



W 2015 r. dynamika wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów²¹ (i pożyczek) długoterminowych słabła (do 5,1% r/r). Również dane statystyk monetarnej potwierdzają, że rozwój akcji kredytowej jest słabszy niż przyspieszające obecnie tempo wzrostu inwestycji firm (dynamika kredytów inwestycyjnych udzielonych przedsiębiorstwom w III kw. nie przekraczała 10% w skali ro-

²¹ Dostępne dane statystyczne pozwalają jedynie na rozbięcie kredytu 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 szeregiem dynamiki kredytów w relacji rocznej dopiero od 2012 r. Nieciągły jest również szereg dla pokrycia inwestycji z kredytów długoterminowych i dane przed i po zmianie z 2012 r. są nieporównywalne.

ku). Zmiany te przełożyły się na obniżenie pokrycia wydatków inwestycyjnych z kredytów i pożyczek.

Wobec szybko rosnących wydatków na inwestycje relatywnie zmniejszyły się również możliwości finansowania wewnętrznego (inwestycje rosły szybciej niż wypracowany w firmach cash flow). Jest to kontynuacja procesu, który obserwujemy w sektorze przedsiębiorstw niemal nieprzerwanie od początku 2012 r.

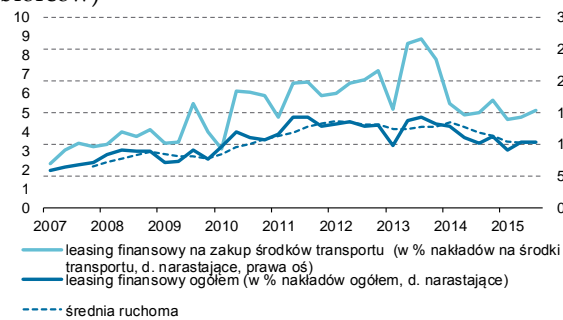
Relatywnie niewielką część inwestycji przedsiębiorstwa finansują drogą leasingu finansowego²² (wyleasingowany majątek stanowił w III kw. 3,5% ogółu wydatków na inwestycje). Większą popularnością cieszy się leasing w przypadku finansowania zakupów środków transportu (15% ogółu nakładów na środki transportu).

Znaczenie leasingu finansowego wśród źródeł finansowania majątku stopniowo jednak się zwiększa. Rośnie zarówno udział przedsiębiorstw sięgających po leasing (w III kw. br. środki trwałe w drodze leasingu przyjęła co dziesiąta firma), jak i wartość nabywanego dzięki leasingowi majątku (wzrost o 16,4%, r/r, c. bieżące, dane narastające).

Wykorzystanie leasingu szczególnie dynamicznie rośnie w budownictwie, co jest związane z ożywieniem inwestycyjnym w tej grupie przedsiębiorstw. W 2015 r. wartość wyleasingowanego przez budownictwo majątku trwałego wzrosła nawet szybciej niż ogół nakładów na inwestycje (62,4% wobec 50,3%, r/r, ceny bieżące, dane narastające). W budownictwie leasing ma większe znaczenie w finan-

sowaniu majątku trwałego niż pozostałych przedsiębiorstwach, w tym zwłaszcza w przypadku zakupów środków transportu.

Wykres 49 Znaczenie leasingu finansowego w finansowaniu zakupów środków trwałych (dane narastające, leasing wykazywany przez leasingobiorców)

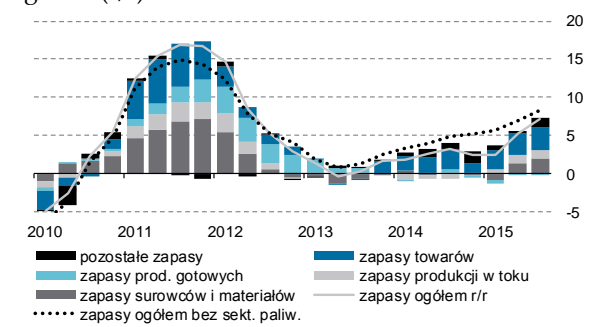


²² W tej części omawiany jest wyłącznie leasing finansowy, z pominięciem leasingu operacyjnego, ponieważ w sensie ekonomicznym charakter leasingu operacyjnego zbliżony jest do wynajmu. Wydatki związane z leasingiem operacyjnym ujmowane są w kosztach prowadzenia działalności, a nie w rachunku nakładów i nie skutkują przyrostem wartości majątku przedsiębiorstwa. Statystyki w zakresie leasingu obejmują te przedsiębiorstwa, które w analizowanym okresie przyjęły majątek trwały drogą leasingu finansowego. Nie dysponujemy informacją o zobowiązaniach z tytułu umów leasingowych.

Zapasy

Przedsiębiorstwa coraz szybciej zwiększają zapasy. W III kw. zapasy wzrosły o 7,1% (po wzroście o 5,4% w II kw., r/r, ceny bieżące). Złożyły się na to głównie większe zapasy towarów (wzrost o 8%) oraz materiałów i surowców (wzrost o 6,9%), a w mniejszym stopniu zapasy produkcji w toku.

Wykres 50 Struktura rodzajowa wzrostu zapasów ogółem (r/r)

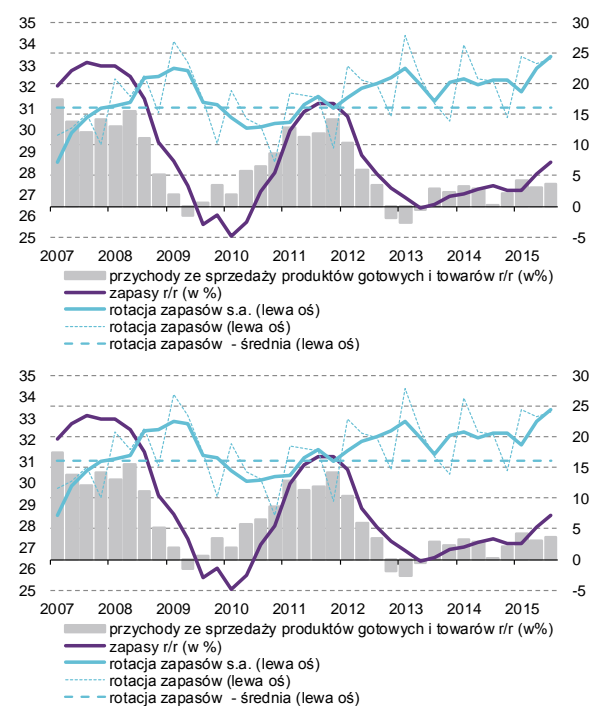


Dynamikę zapasów obniżają natomiast nadal malejące zapasy produktów gotowych (spadek o 0,9%). Obserwowany już od roku spadek poziomu zapasów produktów gotowych stopniowo jednak słabnie. Na kształtowanie się zapasów produktów gotowych silny wpływ miała sytuacja w branży paliwowej, która obniżała dynamikę tej kategorii w sektorze przedsiębiorstw (zwłaszcza na przełomie 2014/2015, spadek wartości nominalnej zapasów w związku z przeceną na rynkach ropy i paliw). Poza branżą paliwową zapasy produktów gotowych zwiększały się.

Dane zagregowane pokazują, że dynamika zapasów rośnie coraz szybciej i także szybciej niż tempo poprawy przychodów ze sprzedaży, co przełożyło się na wydłużenie cyklu rotacji zapasów. Zapasy są obecnie najwyższe w relacji do przychodów na tle wyników ostatniej dekady (historyczne maksimum cyklu rotacji zapasów). Z analizy danych na poziomie przedsiębiorstw wynika natomiast, że w co trzeciej firmie wzrost zapasów był szybszy niż dy-

namika przychodów ze sprzedaży, czyli rzadziej niż w poprzednich latach.

Wykres 51 Cykl rotacji zapasów²³ ogółem (w dniach) i dynamika przychodów (r/r, dane kwartalne, ceny bieżące)



Wydłużający się cykl rotacji może być zapowiedzią rosnących obrotów lub wynikiem trudności ze sprzedażą produktów. W świetle wyników badania koniunktury można podtrzymywać, że wzrost zapasów obserwowany w sektorze przedsiębiorstwach ma nadal planowy charakter (por. „Szybki Monitoring NBP”, Nr 04/15). Świadczy o tym przede wszystkim wysoki i stabilny poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz wysoka samocena dopasowania zapasów w badanych przedsiębiorstwach. Potrzebę zwiększania zapasów uzasadniają ponadto korzystne perspektywy sprzedaży

²³ Cykl rotacji zapasów liczony jest jako relacja zapasów ogółem do kwartalnych przychodów ze sprzedaży produktów gotowych i towarów, wyrażony w dniach.

(por. „Szybki Monitoring NBP”, Nr 04/15). Dostosowania poziomu zapasów ułatwia dobra sytuacja finansowa firm, która poprawia możliwości finansowania działalności za środków własnych i ułatwia dostęp do finansowania za pomocą kredytów bankowych. Dostępność tych ostatnich, ze względu także na łagodzenie polityki kredytowej banków w III kw.²⁴ i niskie stopy procentowe, pozostaje wysoka.

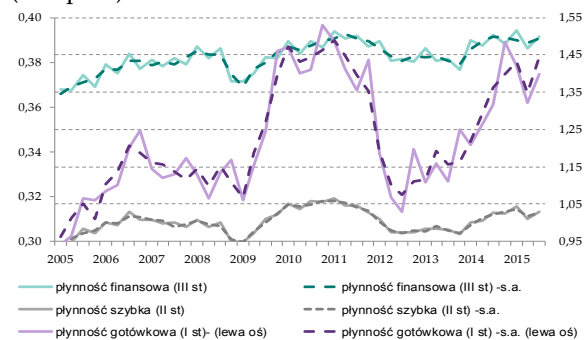
²⁴ „Sytuacja na rynku kredytowym wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych IV kwartał 2015 r.”, NBP, 2015

Płynność, finansowanie działalności

1. Płynność

Sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw pozostaje dobra. Obserwowane wskaźniki płynności, znajdują się blisko historycznych maksimów. W III kw. br., po raz kolejny wszystkie wskaźniki płynności wzrosły. Obserwowane od początku 2015 r. zmiany płynności są pochodną wyższego tempa wzrostu aktywów obrotowych, niż zobowiązań krótkoterminowych. Należy konstatować, że płynność sektora pozostaje na wysokim, bezpiecznym poziomie w wyniku trwałego powiększania się bilansów przedsiębiorstw.

Wykres 52 Płynność finansowa (III stopnia), płynność szybka (II stopnia) i płynność gotówkowa (I stopnia)

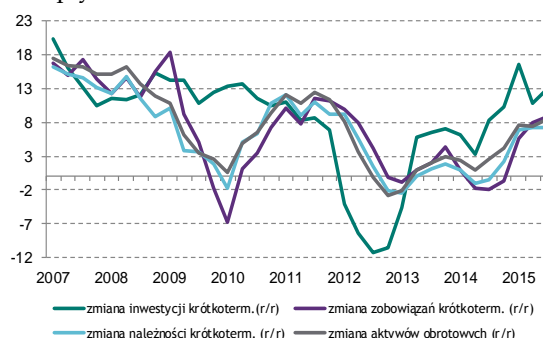


Obserwowany wzrost wskaźników płynności jest efektem szybszego wzrostu płynnych aktywów pozostających w dyspozycji przedsiębiorstw niż zobowiązań krótkoterminowych – za dynamicznym wzrostem płynności gotówkowej kryje się silny wzrost inwestycji krótkoterminowych²⁵ (w tym

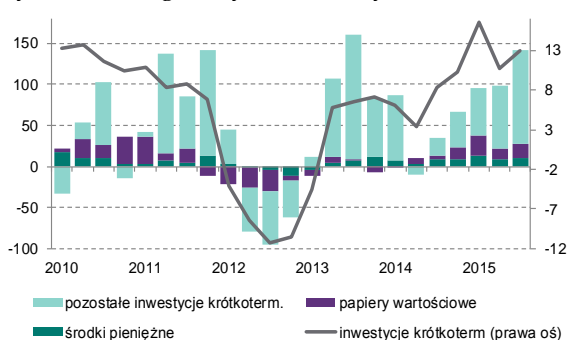
²⁵ W skład inwestycji krótkoterminowych wchodzi środki pieniężne, papiery wartościowe (w tym również udziały, pożyczki) i pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe. Środki pieniężne i papiery wartościowe stanowią około 98%-99% inwestycji krótkoterminowych. Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe, mimo dużych zmian rocznych, nie wywierają istotnego wpływu na pozycję zagregowaną, z uwagi na swój niewielki w nich udział.

środków pieniężnych, tu wzrost sięgnął 10,2% r/r wobec 9,3% r/r w poprzednim kwartale).

Wykres 53 Zmiany roczne składowych wskaźników płynności

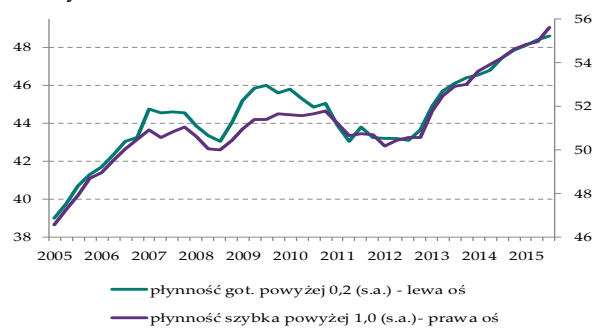


Wykres 54 Zmiany inwestycji krótkoterminowych i dynamika ich głównych składowych (r/r)



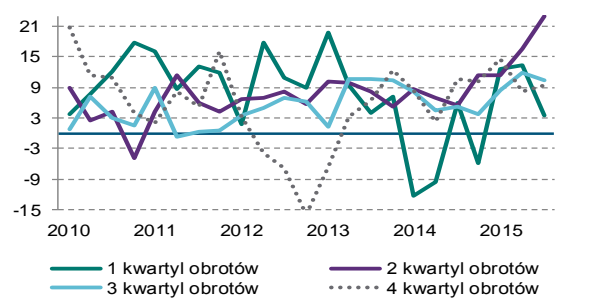
Odnotowano kolejny przyrost odsetka przedsiębiorstw utrzymujących bezpieczne poziomy płynności – po raz kolejny ustanowione zostały historyczne maksima (wartości referencyjne por. Aneks). Płynność gotówkową przekraczającą poziom 0,2 miało 48%, a płynność szybką powyżej 1,0 miało ponad 55% badanych firm. W przypadku inwestycji i należności krótkoterminowych obserwuje się powolne rozpraszanie zmiennej, wskaźniki koncentracji zmiennych są obecnie najniższe od 2007 r.

Wykres 55 Odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy



O coraz równomierniej rozkładającej się w populacji przedsiębiorstw poprawie płynności świadczą również zmiany obserwowane wśród podmiotów sklasyfikowanych pod względem obrotów. Przeprowadzona analiza wskazuje bowiem, że obecnie każdy kwartył przedsiębiorstw akumuluje najbardziej płynne aktywa finansowa, przy czym firmy średniej wielkości robią to najintensywniej. Największy przyrost środków pieniężnych odnotowano w drugim i trzecim kwartylu obrotów. Z uwagi jednak na większościowy udział środków pieniężnych pozostających w dyspozycji czwartego kwartyła przedsiębiorstw, to właśnie one decydują o kierunku zmian agregatu (udział środków pieniężnych pozostających w dyspozycji firm z czwartego kwartyła oscyluje wokół 77% środków pieniężnych pozostających w posiadaniu całego sektora).

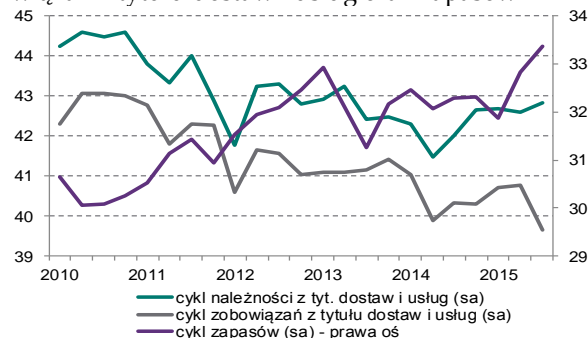
Wykres 56 Zmiany roczne środków pieniężnych przedsiębiorstw ujętych wg wielkości obrotów



Cykle rozliczeniowe

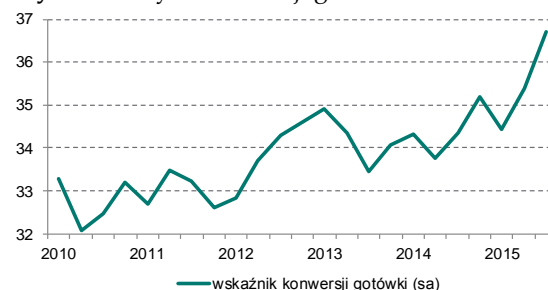
W III kw. br. cykl ściągania należności pozostał blisko poziomem 43 dni. Miało to swoje źródło w zbliżonych zmianach należności z tytułu dostaw i usług oraz przychodów ze sprzedaży. Cykl zapasów uległ lekkiemu wydłużeniu w relacji do ubiegłego roku, z uwagi na większy wzrost zapasów ogółem niż przychodów. Z kolei cykl regulowania zobowiązań z tytułu dostaw i usług pozostał w tendencji spadkowej, i skrócił się do 39,5 dnia.

Wykres 57 Cykl rozliczeniowy należności i zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz zapasów



W efekcie powyższych zmian, konwersja gotówki przeciętnej firmy wydłużyła się do niemal 37 dni, co oznacza, że potrzeba była średnio 2 dni więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, aby zainwestowane środki wróciły do przedsiębiorstwa.

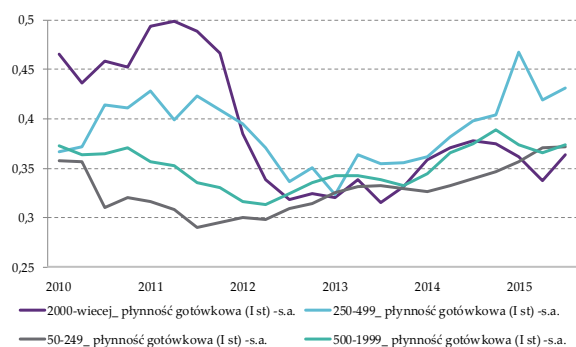
Wykres 58 Cykl konwersji gotówki



Płynność w wybranych klasach

Płynność gotówkowa poprawiła się we wszystkich klasach zatrudnienia. Blisko 48% firm z sektora MSP posiadało płynność gotówkową przekraczającą wartość referencyjną uznawaną za bezpieczną. Odmienne kształtuje się sytuacja w sektorze dużych firm. Tu płynność gotówkowa zawsze była znacznie wyższa niż w sektorze MSP, a po dwukwartalnym spadku, ponownie zaobserwowano jej wzrost.

Wykres 59 Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) w klasach wielkości

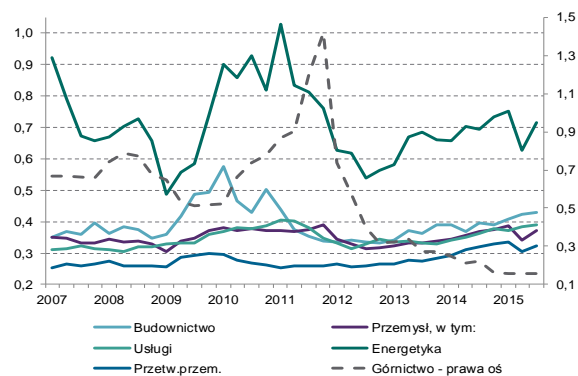


Wzrost płynności odnotowuje się w większości obserwowanych sekcji. Wyraźna poprawa następuje w budownictwie. Firmy te w większym stopniu zwiększyły inwestycje (w tym środki pieniężne), niż zobowiązania krótkoterminowe (stąd wzrost wskaźnika). Na poprawę sytuacji płynnościowej budownictwa wyraźny wpływ ma skracanie się cyklu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, jak również skrócenie cyklu zapasów, szybszy obrót gotówki daje efekty w postaci poprawy wskaźników finansowych. Firmy budowlane systematycznie odbudowują swoją sytuację i przygotowują się do umacniania swojej pozycji, również międzynarodowej,²⁶ m.in. poprzez realizację inwestycji infra-

²⁶ W grudniu br. powstał pierwszy w Polsce Klaster Eksporterów Budowlanych, zrzeszający 16 dużych krajowych firm budowlanych. Celem klastra jest ekspansja polskich firm na rynki zagraniczne. Z uwagi jednak na silną konkurencję i duży potencjał firm tam już działających jest to możliwe jedynie działając na dużą skalę i z szerokim wachlarzem

strukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. Z kolei w górnictwie nastąpiło dalsze pogarszanie, już bardzo niskiej, płynności. Sytuacja sekcji nie jest jednolita, pogorszenie dotyczy wybranych działów. Po raz kolejny zaobserwowano tu zarówno spadek płynności, jak i ujemny wynik finansowy.²⁷ Dzieje się to za sprawą sytuacji działu Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego i jego dużej wagi w sekcji. W III kw. br. płynność działu Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego po raz kolejny wyraźnie się obniżyła, co miało swoje źródło w spadku składowych aktywów obrotowych, przy czym silny spadek nastąpił w należnościach z tytułu dostaw i usług. Z kolei zobowiązania krótkookresowe, w tym zobowiązania z tytułu dostaw i usług, wzrosły (r/r i tylko nieznacznie spadły kw/kw), przyczyniając się do pogorszenia sytuacji finansowej. W rezultacie ujemny cykl konwersji gotówki potwierdza rosnące trudności działu do spłacania swoich zobowiązań na czas.

Wykres 60 Wskaźnik płynności gotówkowej s.a. (I st.) przedsiębiorstw wg sekcji PKD



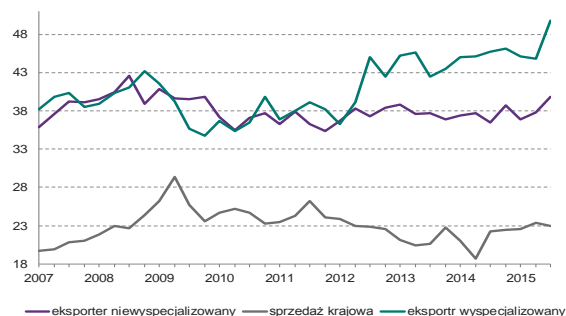
usług. Takie możliwości daje stawianie do konkursów jako konsorcjum. Szerzej o celach i organizacji klastra:

<http://unibep.pl/Aktualnosci/Aktualnosci/>

²⁷ Chwilową poprawę płynności może przynieść górnictwu zapowiadane przez Rząd wykupienie części zapasów węgla znajdujących się na zwalch kopalnianych przez Agencję Rezerw Materiałowych. Szerzej: komunikat 04.12.2015 http://centrumprasowe.pap.pl/cp/pl/news/info/44044_1.cir. Obecnie ARM przechowuje zapasy żywnościowe, medyczne, techniczne oraz produkty naftowe i gazu ziemnego na wypadek zagrożenia bezpieczeństwa paliwowego państwa i w ramach zagwarantowania państwu rezerw strategicznych Szerzej www.arm.gov.pl

Analizując sektor przedsiębiorstw pod względem zaangażowania w sprzedaż eksportową można mówić o bardzo dobrej sytuacji płynnościowej firm ze sprzedażą krajową. Cykle konwersji należności i zobowiązań z tytułu dostaw i usług pozostają stabilne. Dodatkowo, cykl rotacji zapasów stabilizuje się na niskim poziomie (biorąc pod uwagę zarówno wcześniejszą długością cyklu wśród samych nieeksporterów, jak i porównując z eksporterami), co w konsekwencji przekłada się na przyspieszenie tempa obrotu gotówką i przyspieszenie jej akumulacji. Trudniejszą sytuację mają eksporterzy, których cykl zapasów wydłuża się przyczyniając się do wydłużenia cyklu obrotu gotówki i wolniejszej akumulacji środków pieniężnych. Należy jednak podkreślić, że mimo pogorszenia płynność firm eksportujących w dalszym ciągu jest dobra.

Wykres 61 Cykl konwersji gotówki w dniach (s.a.) wg stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w sprzedaż eksportową



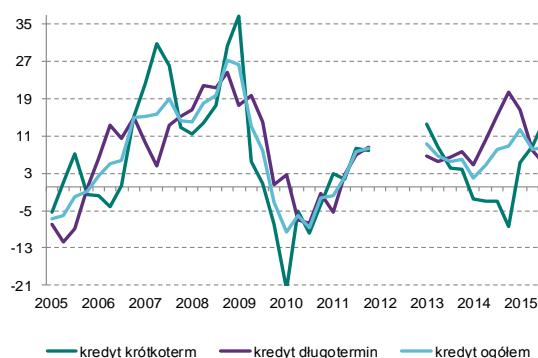
2. Zadłużenie

Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek ogółem²⁸ rośnie, w III kw. br. wzrost ten osiągnął nieco ponad 8,5% r/r. Czynnikiem wzrostu zadłużenia były kredyty i pożyczki krótkoterminowe. Wzrost zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek

²⁸ 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.

krótkoterminowych był wynikiem m.in. wzrostu odsetka kredytobiorców zadłużających się na krótki termin. Z kolei zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek długoterminowych po raz kolejny rosło słabiej niż kwartał wcześniej. Całkowite zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek pozostaje stabilne i stanowi ok. 31% sumy zobowiązań sektora. Udział przedsiębiorstw korzystających z jakiegokolwiek (pod względem terminów) formy kredytu lub pożyczki wyniósł 67% próby. Zaledwie 37% przedsiębiorstw wykazuje zadłużenie z tytułu kredytów krótko-, jak i długoterminowych. Zainteresowanie przedsiębiorstw finansowaniem działalności kredytami pozostaje względnie stabilne.

Wykres 62 Zmiany roczne kredytów i pożyczek²⁹

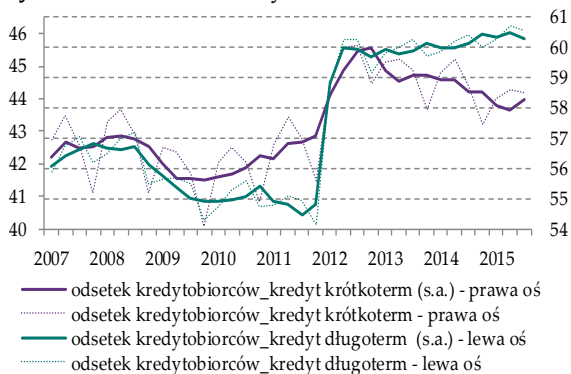


Przedsiębiorstwa częściej korzystają z krótkoterminowych kredytów i pożyczek w celu finansowania bieżącej działalności, niż z kredytów i pożyczek na duże inwestycje. W III kw. br. odsetek kredytobiorców kredytów krótkoterminowych po raz pierwszy od początku 2013 r. wzrósł w ujęciu kwartalnym, natomiast odsetek firm zadłużających się na długie terminy wykazuje słabą tendencję wzrostową nieprzerwanie od 2012 r. W III kw. br. wartość kredytów i pożyczek krótkoterminowych stanowiła nieco ponad 38% całkowitego zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek. Udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek długoterminowych w całkowitym zadłużeniu sektora przedsiębiorstw

²⁹ Zmiana metodologii ujmovania kredytów i pożyczek po 2011 r. spowodowała jednoroczny brak porównywalności danych

pozostaje relatywnie stabilny i od 2012 r. oscyluje wokół 64%.

Wykres 63 Odsetek kredytobiorców

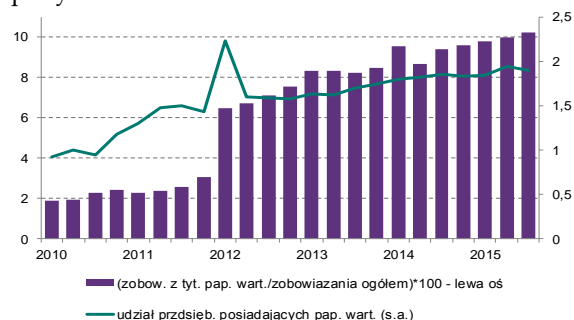


Udział zadłużenia z tytułu emisji długoterminowych papierów wartościowych w sumie zobowiązań długoterminowych stanowił około 22%. Z kolei zadłużenie z tytułu emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, stanowiło 2,8% wartości krótkoterminowych zobowiązań. W III kw. br. odnotowano niewielki wzrost zobowiązań z tytułu krótkoterminowych papierów wartościowych, przy symbolicznym wzroście zadłużenia z tytułu długoterminowych papierów wartościowych, co ostatecznie przełożyło się na wzrost udziału zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych w sumie zobowiązań. Wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w wyniku nowych emisji nie oznacza zwiększenia populacji przedsiębiorstw korzystających z tej formy finansowania - odsetek przedsiębiorstw posiadających zobowiązania z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych nie przekracza 2%. Z uwagi na kosztowność procesu pozyskiwania funduszy za pośrednictwem emisji papierów dłużnych jest to wciąż rzadkie źródło finansowania sektora i częściej są to emisje rzadkie i na duże kwoty.

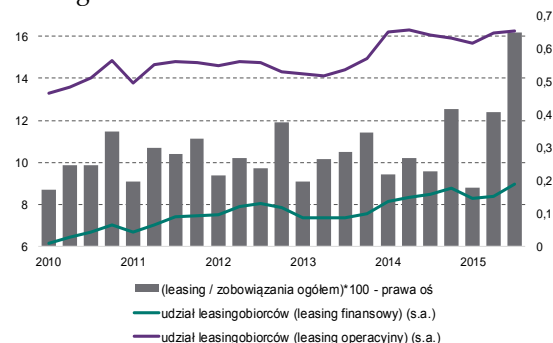
Odmienne kształtuje się popyt na leasing. Tu, z uwagi na wysoką unifikację procedury pozyskiwania finansowania (a zatem i znacząco niższych kosztów) firmy częściej dokonują niewielkich kwotowo operacji. W III kw. br. odnotowano wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w wyniku umów lea-

singowych. Udział leasingu w zobowiązaniach ogółem wzrósł z około 0,4% do 0,6% w ostatnim kwartale. Ten wzrost pochodzi z większej, niż w poprzednich kwartałach, ilości umów leasingu finansowego oraz wzrostu wartości umów zarówno leasingu finansowego, jak i operacyjnego (aczkolwiek ten ostatni wzrósł w zdecydowanie mniejszym stopniu niż wartość umów leasingu finansowego). Mimo że leasing jest powszechniejszą metodą finansowania zewnętrznego niż emisja papierów dłużnych to wciąż stanowi znikome źródło finansowania. Z leasingu korzysta obecnie jednak wiele firm (25%).

Wykres 64 Udział zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych w zobowiązaniach ogółem oraz odsetek przedsiębiorstw emitujących papiery dłużne



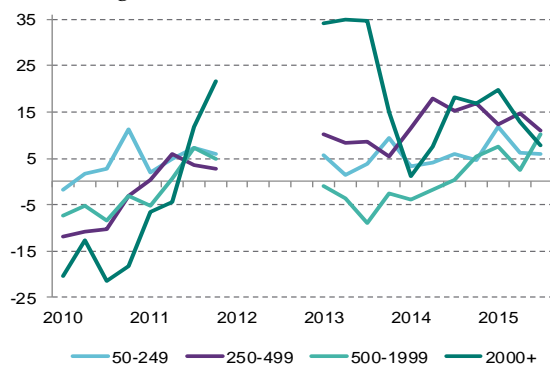
Wykres 65 Udział zadłużenia sektora z tytułu leasingu oraz odsetki przedsiębiorstw korzystających z leasingu



Zadłużenie w wybranych klasach

We wszystkich klasach wielkości przedsiębiorstw, za wyjątkiem firm zatrudniających między 500 a 1999 osób, zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek wzrosło w tempie mniejszym niż w kwartale ubiegłym. O ponad 10-procentowym wzroście (w ujęciu rocznym) zadłużenia firm zatrudniających od 500 do 1999 osób, zdecydował rosnący popyt tej klasy firm na kredyty długoterminowe. Wiąże się to z utrzymującą się tu wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych. O dużym zapotrzebowaniu tej klasy na finansowanie procesów rozwojowych świadczy również, największy wśród analizowanych klas, spadek tempa akumulacji środków pieniężnych. W pozostałych klasach za ograniczeniem tempa wzrostu kredytów i pożyczek ogółem kryje się mniejszy niż w kwartale ubiegłym popyt na kredyty długoterminowe, mimo że i tam rośnie aktywność inwestycyjna.

Wykres 66 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w klasach wg wielkości zatrudnienia



Na ograniczenie tempa wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek obserwowanego na poziomie całej badanej populacji wpływ miało również różnokierunkowe kształtowanie się zmian popytu w sekcjach. Kontynuację silnego wzrostu zadłużenia kredytowego odnotowano wśród firm górniczych, ale głównie w przedsiębiorstwach z działu Pozostałe górnictwo i wydobywanie oraz Górnictwo rud metali. Wzrostowi długoterminowego zadłużenia kredytowego towarzyszyła wysoka dynamika nakładów

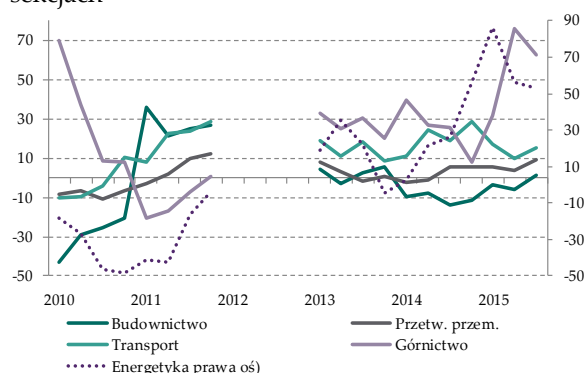
inwestycyjnych.³⁰ Odmienne sytuacja wygląda wśród przedsiębiorstw z działu Wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego, tu po raz kolejny zmniejszyło się zadłużenie kredytowe, zarówno krótko- jak i długoterminowe. Ograniczenie zadłużenia kredytowego przemysłu węglowego w najbliższych latach może być efektem (obok braku zdolności kredytowej tej sekcji i braku perspektyw na szybką poprawę sytuacji ekonomicznej) ograniczenia podaży kapitału dla tego sektora z uwagi na rosnące zainteresowanie ograniczaniem emisji dwutlenku węgla do atmosfery przez instytucje finansowe i zapowiadane przez nie wycofywanie się z finansowania branży węglowej.³¹ Ograniczenie inwestowania w aktywa węglowe zapowiadają międzynarodowe instytucje finansowe m.in. takie jak EBOiR, EBI oraz kolejne banki komercyjne i fundusze inwestycyjne.³² Natomiast wzrost zadłużenia kredytowego ogółem po raz pierwszy od końca 2013 r. odnotowano wśród przedsiębiorstw budowlanych, za sprawą rosnącego popytu na kredyty krótkoterminowe. Tempo zmian jest jeszcze niewielkie, ale dopływ finansowania pozwala na rozwijanie działań rozwojowych firm budowlanych. Wzrost dostępności kredytów bankowych dla przedsiębiorstw budowlanych potwierdza poprawę sytuacji ekonomicznej i finansowej tej sekcji.

³⁰ Dane niepublikowane

³¹ 21. Sesja Konferencji Stron Ramowej konwencji Narodów Zjednoczonych w Paryżu jest poświęcona dekarbonizacji przemysłu i radykalnego ograniczenia emisji dwutlenku węgla.

³² Szerzej: <http://www.cire.pl/item,121539,1,0,0,0,0,cop21-instytucje-finansowe-chca-ograniczyc-weglowe-portfolia.html>

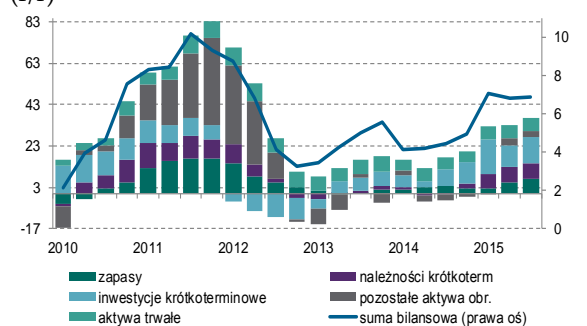
Wykres 67 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w sekcjach



3. Wypłacalność

W III kw. br. suma bilansowa sektora przedsiębiorstw wzrosła o 6,8% r/r i była to zmiana tylko o 0,1 pkt. proc. wyższa od tego, zaobserwowanego w ubiegłym kwartale. Pozytywny, rosnący wkład do wzrostu sumy bilansowej (po stronie aktywnej) odnotowano w relacji do inwestycji i należności krótkoterminowych. W mniejszym stopniu przyczynił się do tego wzrost aktywów trwałych. Pozostałe aktywa obrotowe miały symboliczny wkład w kształtowanie się sumy bilansowej.

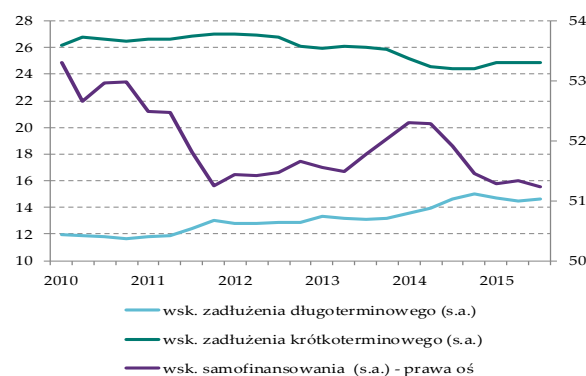
Wykres 68 Zmiany aktywnej strony sumy bilansowej i struktura wpływu jej głównych składowych (r/r)



Poziom i struktura finansowania majątku przedsiębiorstw pozostały relatywnie stabilne. Oznaki bardzo powolnych, niewielkich zmian struktury i powiększania się zasobu pasywów pozostających w dyspozycji sektora przedsiębiorstw należy oceniać wciąż jak bezpieczne. Głównym źródłem zmian

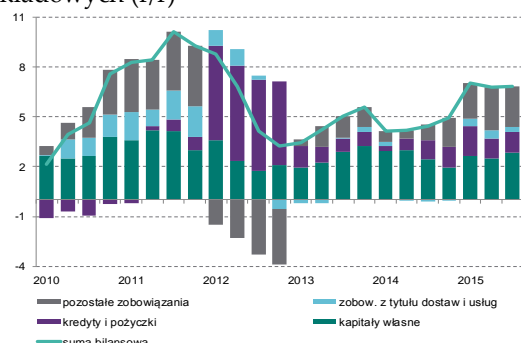
struktury pasywów były rosnące kapitały własne, pozostałe zobowiązania (w tym rezerwy na zobowiązania), a także wolno rosnące zadłużenie z tytułu kredytów. Z uwagi na niższe tempo wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek, wynikające z ograniczonego zainteresowania przedsiębiorstw jego pozyskiwaniem, wkład tej formy finansowania we wzrost pasywnej strony bilansu całego sektora był nieco niższy niż w kwartale ubiegłym. Wskaźnik informujący o stabilności finansowania majątku, tzw. wskaźnik trwałości finansowania (czyli zaangażowanie kapitałów obcych długoterminowych oraz własnych) mimo że wciąż jest wysoki, to w III kw. br. delikatnie się obniżył. Wkład kapitałów własnych w finansowanie działalności firm przekracza 50% sumy pasywów, od początku 2015 r. utrzymuje się na jednym z niższych poziomów.

Wykres 69 Wskaźniki struktury finansowania



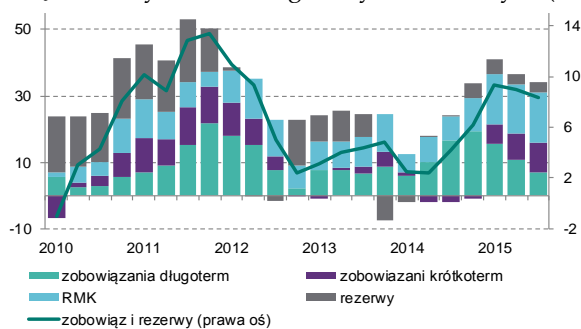
Kapitały własne w całym okresie stanowiły o wzroście sumy bilansowej sektora przedsiębiorstw. W III kw. br. kapitały własne powiększyły się o 5,4% r/r, ale ich wzrost był niższy niż wzrost sumy bilansowej, to spowodowało spadek wskaźnika samofinansowania i niewielkie pogorszenie trwałości finansowania.

Wykres 70 Zmiany pasywnej strony bilansu sektora przedsiębiorstw i struktura wpływu jej głównych składowych (r/r)



Na wzrost wartości zobowiązań i rezerw na zobowiązania złożył się przede wszystkim przyrost międzyokresowych rozliczeń kosztów oraz niższy niż w poprzednich kwartałach wzrost zobowiązań długoterminowych. Nieco większy niż w poprzednich kwartałach, rosnący wkład we wzrost kapitałów obcych miały również zobowiązania krótkookresowe, w tym krótkoterminowe kredyty i pożyczki.

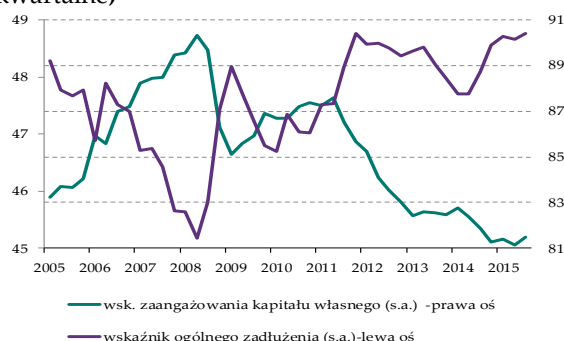
Wykres 71 Zmiany zobowiązań i rezerw na zobowiązania i dynamika ich głównych składowych (r/r)



Wykorzystanie dźwigni finansowej w badanej populacji pozostało bliskie poziomowi sprzed kwartału. Poziom bezpieczeństwa kapitałowego z uwagi na obserwowany umiarkowany przyrost zadłużenia, ale i rosnący udział kapitałów własnych finansujących działalność przedsiębiorstw, pozostaje wysoki. Odsetek przedsiębiorstw, u których wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania przekroczyła wartość aktywów przedsiębiorstwa wyniósł 5,6% populacji, co świadczy o wysokim zaintereso-

waniu przedsiębiorstw utrzymywaniu bezpieczeństwa finansowego. Udział kapitału własnego zaangażowanego w finansowanie aktywów trwałych pozostał na wysokim poziomie, a za sprawą mniejszego przyrostu aktywów trwałych niż finansującego je kapitału własnego delikatnie wzrósł w relacji do ubiegłego kwartału. Ponad 57% badanych firm finansowało w całości aktywa trwałe kapitałem własnym, utrzymując wysoką niezależność finansową.

Wykres 72 Wskaźniki struktury finansowania (dane kwartalne)



Wykres 73 Struktura finansowania (odsetek przedsiębiorstw)

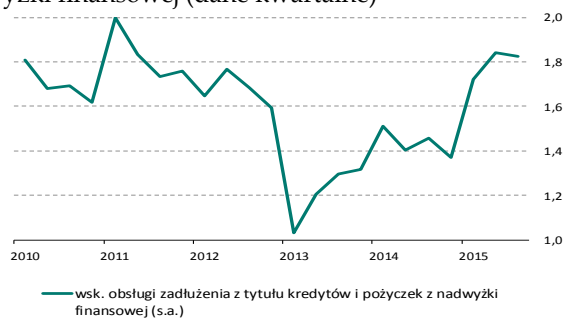


Zdolność badanych przedsiębiorstw do obsługi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej poprawiła się (wyraźna poprawa r/r).³³ Na obecne zmiany wskaźnika obsługi zadłużenia wpływ miał większy spadek wyniku finan-

³³ Obserwowany silne 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.

sowego netto, niż obciążeń z tytułu rat kapitałowych i odsetek. Wysoki wskaźnik informuje o możliwościach sektora przedsiębiorstw do spłaty obciążeń z tytułu zadłużenia kredytowego z wypracowanego wyniku.

Wykres 74 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (dane kwartalne)

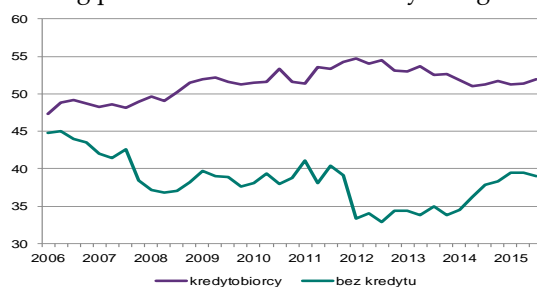


Wypłacalność w wybranych klasach

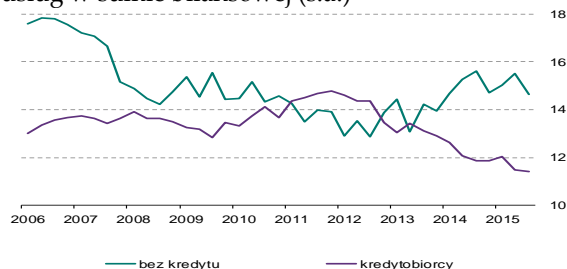
Sytuacja firm nie korzystających z kredytów i /lub pożyczek jest bardzo dobra. Zapotrzebowanie na kapitał rośnie, przy czym tylko częściowo jest zaspakajane wzrostem zaangażowania kapitałów własnych. Daje się zauważyć, że obecnie struktura finansowania działalności w większym stopniu, niż miało to miejsce jeszcze kilka lat temu, opiera się na pozakredytowych formach finansowania. Wskaźnik ogólnego zadłużenia w klasie przedsiębiorstw nie wykazujących zadłużenia kredytowego od 2012 r. przejawia delikatną tendencję ku wzrostowi. Dzieje się to za sprawą systematycznie powiększającego się zadłużenia krótkoterminowego tej grupy firm. Tę tendencję potwierdzają zmiany wskaźnika trwałości finansowania tj. kapitałów własnych i obcych długoterminowych w relacji do sumy bilansowej.

Przedsiębiorstwa nie korzystające z kredytów w ostatnich latach systematycznie powiększały udział zobowiązań krótkoterminowych w swoich pasywach. Przyczyniło się to do spadku wskaźnika samofinansowania, który wciąż jest wysoki i w ostatnim kwartale wyniósł ok 60%.

Wykres 75 Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.) firm wg posiadania zadłużenia kredytowego



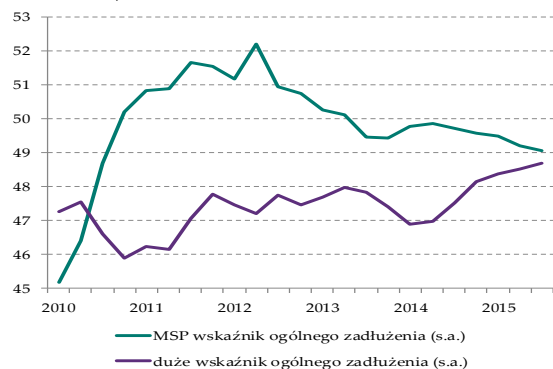
Wykres 76 Udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w sumie bilansowej (s.a.)



Analiza różnic w strukturze finansowania majątku w sektorze MSP, jak i w sektorze dużych przedsiębiorstw wskazuje, że podlega ona ciągłym zmianom, bez oznak zagrożeń dla bezpieczeństwa finansowego tych firm. W obu sektorach wskaźnik samofinansowania pozostał bliski poziomom sprzed kwartału, przy czym w sektorze MSP odnotowano niewielki wzrost. Poziom dźwigni finansowej dużych firm pozostaje w delikatnym trendzie wzrostowym, aczkolwiek jest wciąż jeszcze nieco niższy niż przedsiębiorstw z sektora MSP (tu z kolei obserwuje się tendencję ku ograniczaniu udziału kapitałów obcych). Wzrost kosztów obsługi z tytułu obciążeń odsetkowych z uwagi na wzrost ogólnego zadłużenia dużych firm przełożył się na niewielkie pogorszenie obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej. Z kolei niewielki spadek wskaźnika ogólnego zadłużenia w sektorze MSP pozwolił utrzymać zdolność tego sektora przedsiębiorstw do obsługi zadłużenia na bardzo wysokim poziomie. Sektor małych i średnich przedsiębiorstw kontynuuje zwiększanie zarówno kapitałów zaangażowanych

na długi termin (własnych i obcych), jak również skalę samofinansowania aktywów trwałych.

Wykres 77 Wskaźniki ogólnego zadłużenia (dane kwartalne)

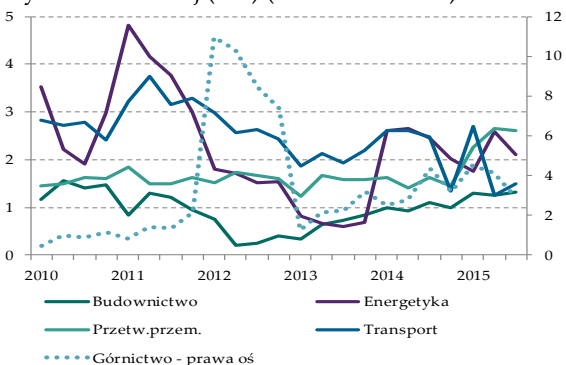


Analizując sytuację w wybranych sekcjach należy podkreślić dobrą, i wciąż poprawiającą się sytuację przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego. Firmy te systematycznie zwiększają możliwości obsługi zadłużenia, mimo że w całym analizowanym okresie pozostawały one bardzo dobre. Obecna poprawa zdolności obsługi zadłużenia jest pochodną ograniczenia obciążeń z tytułu kosztów odsetkowych, częściowo wynikającą z systematycznego zwiększania roli samofinansowania, i tylko niewielkiego zwiększenia udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej.

Firmy budowlane kontynuują pozytywne zmiany w strukturze pasywów. Aczkolwiek poziom samofinansowania jest tam wciąż na najniższym poziomie (porównując z innymi sekcjami), to od pięciu kwartałów powoli rośnie. W strukturze terminowej zadłużenia daje się zauważyć tylko niewielki trend ku zwiększaniu udziału kapitałów zaangażowanych na długi termin w finansowanie działalności firm budowlanych względem kapitałów krótkoterminowych. W III kw. br. wskaźnik trwałości finansowania przekroczył 52%, co oznacza, że ponad połowa aktywów jest już finansowana kapitałami długoterminowymi (własnymi i obcymi). Za sprawą ograniczania udziału w sumie pasywów zadłużenia obciążonego kosztami finansowymi, firmy budowlane systematycznie zwiększają swoje moż-

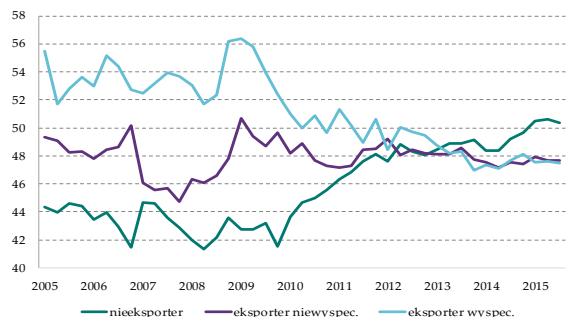
liwości obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej. Zadłużenie firm budowlanych z tytułu kredytów i pożyczek wzrosło o 1,6% (r/r), ale suma bilansowa całej sekcji wzrosła w tym samym czasie o ok. 5% (r/r).

Wykres 78 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (s.a.) (dane kwartalne)



Przedsiębiorstwa ze sprzedażą zorientowaną na rynek krajowy zwiększają sumę bilansową zmieniając strukturę pasywów. Wzrasta udział kapitałów obcych, co jednak nie stanowi zagrożenia dla bezpieczeństwa finansowego tej klasy przedsiębiorstw. Firmy nieeksportujące od początku 2010 r. systematycznie zwiększają udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście wskaźnika zadłużenia ogólnego do najwyższego poziomu od 2005 r.

Wykres 79 Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.) w trzech sektorach przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem zaangażowania w eksport



Wyraźny wzrost zobowiązań wynikał m.in. z powiększania udziału kredytów i pożyczek w struktu-

rze finansowania. Symboliczny wzrost kapitałów własnych oraz dwucyfrowy wzrost zadłużenia długoterminowego przy około 5%-towym wzroście wartości aktywów trwałych przełożył się na dalszy spadek wskaźnika informującego o pokryciu kapitałami własnymi aktywów trwałych. Z drugiej strony przełożył się na utrzymanie się wskaźnika trwałości finansowania aktywów na poziomie 70% (nieco powyżej średniej dla próby). Zdolność obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej firm ze sprzedażą zorientowaną na rynek krajowy pozostaje powyżej średniej dla całej badanej populacji przedsiębiorstw.

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 zobowiązane są przesyłać 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 2015 r. wyniosła 17 035.

W notatce przyjęto następujące klasyfikacje:

- 1) Podział ze względu na wielkość zatrudnienia
 - a. Małe (10-49 zatrudnionych)
 - b. Średnie (50-249 zatrudnionych)
 - c. Duże (250 i więcej zatrudnionych)
- 2) Podział na sektor ICT (*Information and Communication Technologies*) oraz pozostałe firmy
 - a. W skład ICT wchodzi firmy o następujących kodach PKD/NACE (3 znaki): 261-264, 268, 465, 582, 611-631, 951
 - b. W obrębie sektora ICT wyróżnić można przemysł ICT, handel hurtowy ICT oraz pozostałe usługi ICT
- 3) Podział na eksporterów (przedsiębiorstwa z niezerowymi przychodami z eksportu i nieeksporterów (zerowe przychody z eksportu).

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 zależności 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).

Cykl należności to relacja należności z tytułu dostaw i usług na koniec kw. do przychodów ze sprzedaży w kw. razy liczba dni w okresie

Cykl zobowiązań to relacja zobowiązań z tytułu dostaw i usług na koniec kw. do kosztów ogółem w kw. razy liczba dni w okresie

Cykl zapasów to relacja zapasów na koniec kw. do przychodów ze sprzedaży w kw. razy liczba dni w okresie

Cykl konwersji gotówki obliczono jako sumę cyklu należności z tytułu dostaw i usług oraz cyklu zapasów pomniejszoną o cykl zobowiązani z tytułu dostaw i usług

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 obsługi zadłużenia z tytułu rat kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej stanowi relację nadwyżki finansowej wraz z odsetkami do rat kapitałowych i odsetek

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

