

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 1/15 (kwiecień 2015 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2014 r.



Nr 1/15 (kwiecień 2015 r.)

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2014 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. Ekspozycja na ryzyko kursowe	7
4. Koszty	9
5. Wynik finansowy i rentowność	11
Zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność	19
1. Zatrudnienie	19
2. Koszty pracy, wynagrodzenia	20
3. Wydajność pracy	22
Aktywność inwestycyjna	24
1. Inwestycje ogółem	24
2. Finansowanie	29
Zapasy	31
Płynność, finansowanie działalności	33
1. Płynność	33
2. Zadłużenie	36
3. Wypłacalność	39
Aneks	43

Streszczenie

W 2014 r. sytuacja w sektorze przedsiębiorstw pozostawała zasadniczo dobra i stabilna, pomimo wyraźnego spadku rentowności obrotu. Otoczenie gospodarcze firm kształtowane było przez liczne zjawiska gospodarcze i polityczne, w tym spadek cen ropy naftowej, spadek cen towarów konsumpcyjnych, deprecjację złotego względem dolara oraz kryzys rosyjsko-ukraiński. Firmy działały w warunkach dość słabych odczytów koniunktury w krajach UE, ale przy relatywnie dobrych ocenach koniunktury w kraju.

Choć spadek sprzedaży do Rosji był znaczący - wyniósł w sumie 14%, dynamika wolumenu eksportu sektora dużych przedsiębiorstw pozostała dodatnia, a przy tym wyższa niż dynamika sprzedaży krajowej. Embargo na wwóz żywności do Rosji, które dotknęło eksporterów, spowodowało presję na obniżenie cen, w efekcie czego ceny w przemyśle spożywczym obniżyły się w wyraźnie większym stopniu niż w całym sektorze przedsiębiorstw. Sprzedaż krajowa pozostawała jednak głównie pod wpływem silnych spadków przychodów w branżach surowcowych, w tym w przemyśle paliwowym, co było z kolei związane m.in. ze spadkami cen surowców na rynkach międzynarodowych, częściowo moderowanych poprzez deprecjację złotego względem dolara. Warto podkreślić, że nadal ponad połowa firm zanotowała wzrost sprzedaży, a przy tym o ile w II i III kw. dynamiki sprzedaży krajowej wykazywały tendencję spadkową, o tyle ostatni kwartał roku przyniósł przyspieszenie tempa wzrostu tej kategorii.

Obserwowany spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu przełożył się nie tylko na przychody, ale również na koszty przedsiębiorstw, które ostatecznie rosły w 2014 r. wolniej niż sprzedaż. Dzięki temu zyski z podstawowej działalności zwiększyły się. Tymczasem obserwowany jednocześnie znaczący spadek wyniku finansowego brutto i netto oraz rentowności obrotu związany był głównie ze stratami na działalności finansowej, w tym z inwestycjami finansowym i ujemnymi różnicami kursowymi, jak też ze stratami na sprzedaży majątku trwałego. Straty te były silnie skoncentrowane, powstały głównie w dużych przedsiębiorstwach, w tym w przemyśle paliwowym, i jednocześnie głównie w grupie firm obecnych na rynkach międzynarodowych. Coraz większa otwartość gospodarki polskiej, którą postrzegamy m.in. w postaci rosnącego odsetka eksporterów i importerów, jak też zwiększającego się zadłużenia zagranicznego, rodzi konsekwencje w postaci wzrostu ryzyka kursowego, a jego przejawy widzimy właśnie w postaci coraz większych wahań wyniku finansowego. Wahania te są również związane z coraz bardziej rozwijającym się rynkiem kapitałowym, wzrostem zamożności dużych korporacji, które inwestują na rynkach międzynarodowych, co sprawia, że czynniki całkowicie niezależne od stanu koniunktury w kraju coraz mocniej oddziałują na zyski polskich firm. Zarówno odsetek firm rentownych w populacji, jak i mediany rozkładu wskaźników rentowności zwiększyły się względem 2013 r. – można zatem przypuszczać, że sytuacja przeciętnej firmy uległa poprawie, mimo obserwowanego spadku zysków w całym sektorze przedsiębiorstw.

W 2014 r. zatrudnienie rosło przeciętnie o nieco ponad 2%, i był to najszybsze tempo wzrostu tej kategorii od wybuchu kryzysu finansowego. Liczba etatów została zwiększona zarówno w sektorze usługowym, jak i w przemyśle przetwórczym, ale sytuacja była silnie spolaryzowana między branżami. Dalsze redukcje zatrudnienia zanotowano przede wszystkim: w budownictwie, górnictwie i energetyce.

Place podążały za rosnącą dynamiką zatrudnienia, i w większości branż zanotowano wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Były to w 2014 r. najszybciej rosnący element kosztów sprzedaży. W rezultacie tych wzrostów udział kosztów pracy w kosztach sprzedaży kolejny rok wzrósł (o 0,4 pp.) i osiągnął poziom 11,8%. Wzrosty tych kosztów zanotowano w większości branż. W przeważającej liczbie przypadków

były one obserwowane wraz ze wzrostem zatrudnienia i były one silniejsze niż ten wzrost. Spadki wydatków na wynagrodzenia miały miejsce głównie w energetyce, co wynikało z ograniczenia liczby etatów.

W 2014 r. obserwowano dwucyfrowy wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe. Zwiększył się również udział projektów polegających na rozbudowie potencjału produkcyjnego firm, kosztem rzadziej prowadzonych inwestycji o charakterze wyłącznie modernizacyjnym. Przejawem tego był wzrost dynamiki zakupów maszyn i urządzeń, co (obok istotnego znaczenia nakładów na budynki) może świadczyć o rozbudowie potencjału firm. W warunkach niepewności, które zwiększał jeszcze kryzys rosyjski wyniki te należy ocenić jako bardzo dobre, choć jednocześnie relacja nakładów do majątku firm, czy do wyników finansowych, nadal pozostała poniżej swoich maksymalnych wartości z okresu boomu gospodarczego w 2007 r. Na wysoką aktywność inwestycyjną złożyły się zarówno duże inwestycje największych podmiotów w populacji, w tym energetyki i transportu kolejowego, ale też więcej podmiotów podjęło decyzje o zwiększaniu nakładów inwestycyjnych, choć w samym sektorze MSP aktywność inwestycyjna nadal pozostawała słaba. Rosnącej aktywności inwestycyjnej sprzyjały zarówno wysoka zdolność przedsiębiorstw do sfinansowania nowych projektów, jak i niski koszt pozyskania finansowania zewnętrznego.

Przez cały 2014 r. utrzymywała się dobra sytuacja płynnościowa. Zanotowano przy tym zarówno wzrost odsetka firm z wyższym niż (arbitralnie wyznaczony) progowy wskaźnik płynności, jak i dalsze wyraźne wzrosty środków pieniężnych w grupie największych przedsiębiorstw. Poprawę płynności zanotowało również budownictwo.

W 2014 r. wyraźnie rosło zadłużenie z tytułu kredytu długoterminowego, głównie ze względu na silny wzrost aktywności inwestycyjnej. Jednocześnie, na skutek utrzymywania się wysokiej płynności, firmy redukowały swoje zobowiązania z tytułu kredytów krótkoterminowych. Największe zainteresowanie finansowaniem bankowym wykazywała energetyka, co oznacza, że duża część nowych kredytów trafiła do firm z bardzo wysoką zdolnością kredytową.

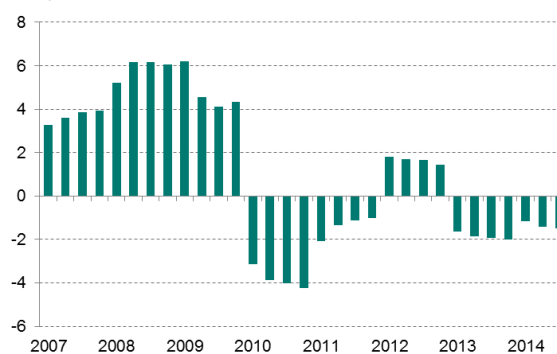
Rentowność i jej determinanty

1. Demografia przedsiębiorstw

Pomimo że w IV kw. 2014 r. problem upadłości był nieco bardziej dotkliwy niż w IV kw. 2013 r. (wzrost liczby upadłości o 1%), w całym 2014 r. postawionych w stan upadłości zostało wyraźnie mniej przedsiębiorstw niż w 2013 r. (spadek liczby upadłości o 6,8% wg Coface¹). Analiza danych rocznych w przekroju branżowym wskazuje, że problem upadłości nasilił się przede wszystkim w poligrafii i reprodukcji (+89% r/r), działalności związanej z obsługą nieruchomości (+81% r/r), produkcji artykułów spożywczych i napojów (+38% r/r) transportie (+32% r/r) oraz produkcji wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych (+21% r/r). Z drugiej strony odnotowano wyraźnie mniej upadłości w pozostałych niż już wymienione branżach przetwórstwa przemysłowego (-35% r/r) oraz budownictwie (-21% r/r).

Z uwagi na występowanie opóźnienia pomiędzy faktycznym nałożeniem lub zwolnieniem z obowiązku sprawozdawczego a spełnianiem przez przedsiębiorstwo formalnych wymagań określających ten obowiązek, bieżących danych nt. upadłości przedsiębiorstw nie należy bezpośrednio łączyć ze spadkiem liczebności populacji F-01/I-01 w IV kw. 2014 r. (o 1,3% r/r). Spadek ten wynikający w głównej mierze z silnego ograniczenia liczebności przedsiębiorstw budowlanych (o 10,3% r/r) należy wiązać ze spadkiem zatrudnienia oraz wysoką liczbą upadłości przedsiębiorstw – w tym budowlanych – w 2013 r.²

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



2. Przychody

Cała populacja

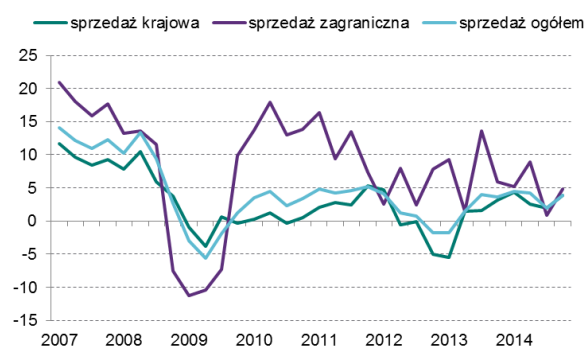
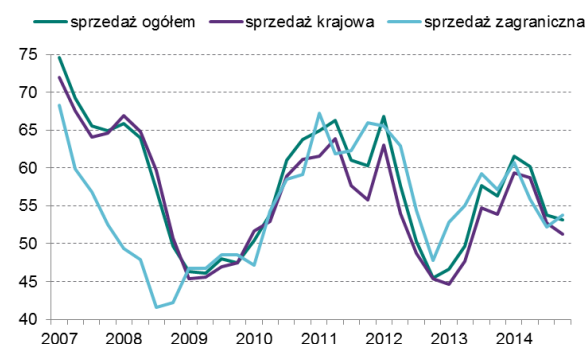
W IV kw. 2014 r., z perspektywy przychodów, koniunktura w sektorze przedsiębiorstw poprawiła się. Co prawda dynamika nominalnych przychodów ogółem była nieco niższa niż przed kwartałem (spadek dynamiki o 0,2 pp. do 1,6% r/r), ale równocześnie struktura dynamiki była dużo korzystniejsza niż w III kw. 2014 r., kiedy to za wzrost przychodów ogółem odpowiadało jednorazowe zaksięgowanie bardzo wysokiej dywidendy w jednym z przedsiębiorstw. W IV kw. 2014 r. odnotowano natomiast przyspieszenie dynamiki sprzedaży krajowej i zagranicznej, tak w ujęciu nominalnym (o 1,6% i 3,7% r/r), jak i po urealnieniu przychodów ze sprzedaży odpowiadającym wskaźnikiem PPI (o 3,8% i 4,8% r/r).

¹ Dane wykorzystane w niniejszym akapicie pochodzą z Raportu Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2014 r.

² Współczynnik korelacji pomiędzy opóźnioną o rok dynamiką liczebności populacji F-01/I-01, a dynamiką liczby upadłości wg Coface wynosi -78% (dla danych rocznych).

Tabela 1 Nominalna dynamika przychodów (r/r)

dane kwartalne	I	II	III	IV
	2014	2014	2014	2014
przychody ogółem	2,7	2,3	1,8	1,6
– przychody ze sprzedaży	3,2	2,9	0,1	2,0
– krajowej	3,1	1,8	0,6	1,6
– zagranicznej	3,6	6,9	-1,5	3,7
– pozostałe przychody operacyjne	0,5	3,0	-14,9	-13,5
– przychody finansowe	-32,1	-22,1	252,2	3,8
– dywidendy	-39,7	-9,6	606,2	-32,3
– odsetki	-20,4	1,1	-0,4	-4,5
– inwestycje	-53,1	-53,9	149,9	-2,0
– różnice kursowe	-42,5	-92,4	-269,2	223,2

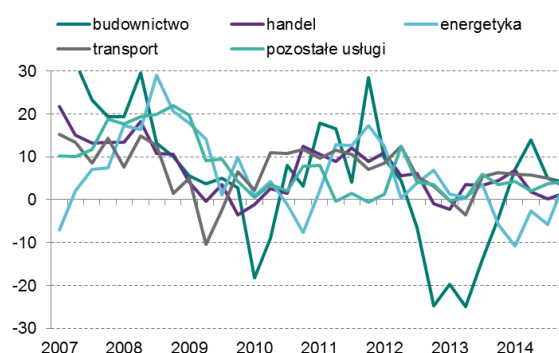
Wykres 2 Realna dynamika przychodów ze sprzedaży ogółem, krajowej i zagranicznej (r/r, dane kwartalne, wg odpowiadającego PPI)

Wykres 3 Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały w relacji rocznej nominalny wzrost sprzedaży (dane kwartalne, w przypadku sprzedaży zagranicznej pod uwagę wzięto jedynie eksporterów)


Odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały wzrost sprzedaży krajowej w relacji rocznej (spadek o 1,5

pp. do 51,3%) sugeruje, że za wzrost zagregowanej dynamiki sprzedaży krajowej odpowiadały przede wszystkim te przedsiębiorstwa, które już wcześniej znajdowały się w lepszej sytuacji popytowej niż pozostałe przedsiębiorstwa (co sugeruje zwiększenie polaryzacji). W przypadku sprzedaży zagranicznej odnotowano zaś wzrost analogicznego odsetka (również o 1,5 pp. do 53,7%), co świadczy o tym, że wzrost sprzedaży zagranicznej miał bardziej powszechny charakter niż w przypadku sprzedaży krajowej (zmniejszenie polaryzacji).

Ujęcie przekrojowe

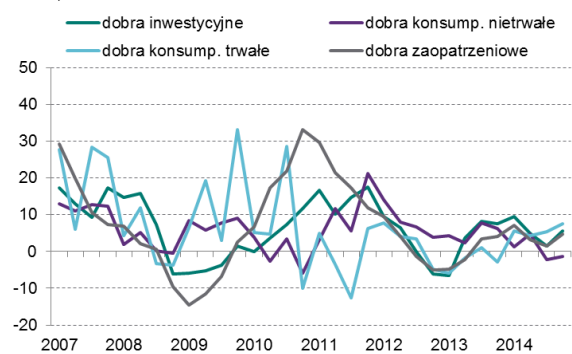
Dane nominalne w podziale według sekcji PKD wskazują na zbliżone poziomy dynamik przychodów ze sprzedaży w analizowanych klasach przedsiębiorstw, które wahają się od 1,5% r/r (handel) do 4,3% r/r (pozostałe usługi). Wyróżnione klasy notują również zbliżone kwartalne zmiany dynamiki sprzedaży (niewielki spadek lub wzrost) za wyjątkiem energetyki, która po czterech kwartałach ujemnej dynamiki sprzedaży zdołała wypracować wynik dodatni. Istotny pozytywny wpływ na wyniki energetyki mogła mieć niższa temperatura w grudniu 2014 r. w porównaniu do grudnia 2013 r.

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


W przekroju wg przeznaczenia produkcji najwyższą dynamikę sprzedaży notują producenci trwałych dóbr konsumpcyjnych, najniższą zaś (a równocześnie ujemną) – producenci nietrwałych dóbr

konsumpcyjnych. Zaobserwowana prawidłowość zachodzi nie tylko dla sprzedaży ogółem, ale również dla sprzedaży krajowej. Uzyskane wyniki oznaczają więc, że w IV kw. 2014 r. nie zaobserwowano potencjalnych efektów spirali deflacyjnej, polegającej na tym, że konsumenci odkładają w czasie zakupy trwałych dóbr konsumpcyjnych oczekując głębszego spadku ich cen w przyszłości. Wprost przeciwnie – uzyskane wyniki sugerują, że obniżające się ceny oddziałują dodatnio na konsumpcję dóbr trwałego użytku za pośrednictwem efektu dochodowego wzmocnianego przez dodatnią różnicę pomiędzy elastycznością dochodową wydatków na dobra trwałego i nietrwałego użytku³.

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



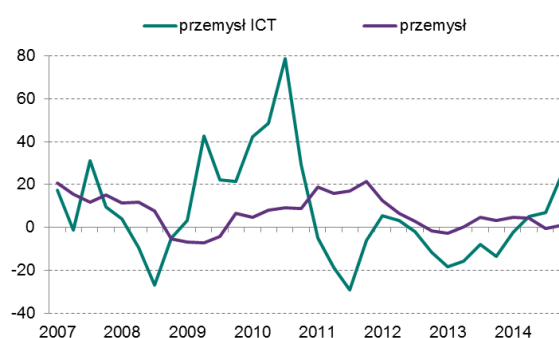
Analiza dynamiki sprzedaży w sektorze ICT wskazuje na zróżnicowaną sytuację przedsiębiorstw przemysłowych i usługowych. O ile przedsiębiorstwa przemysłowe z sektora ICT notują zdecydowanie wyższą dynamikę sprzedaży, niż pozostałe przedsiębiorstwa przemysłowe, o tyle w sektorze usługowym relacja jest odwrotna. Bardziej wnikliwa analiza pozwala upatrywać przyczyn tego zjawiska w wysokiej i relatywnie stabilnej dynamice sprzedaży wśród podmiotów świadczących usługi nierynkowe (a więc nienależących do sektora ICT),

³ por. A. Urbaniec „Wrażliwość wydatków na zmiany w dochodach gospodarstw domowych w Polsce”, Bank i Kredyt, 42(4), 2011, 55-92.

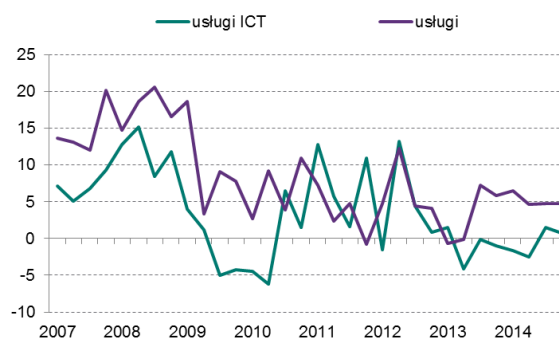
w przeciwieństwie do stagnacji sprzedaży w sektorze usług biznesowych i konsumenckich (które częściowo należą do sektora ICT).

Z drugiej zaś strony przedsiębiorstwa świadczące usługi konsumenckie od roku notują zerową dynamikę sprzedaży.

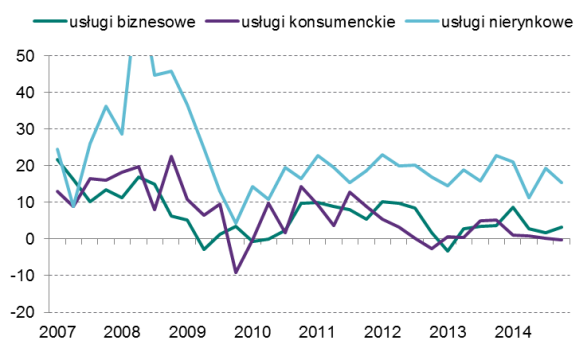
Wykres 6 Nominalna dynamika sprzedaży w przemyśle (r/r, dane kwartalne)



Wykres 7 Nominalna dynamika sprzedaży w usługach (r/r, dane kwartalne)



Wykres 8 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg przeznaczenia usług (r/r, dane kwartalne)



Bardziej szczegółowa analiza wg działań PKD wskazuje, że do wzrostu dynamiki sprzedaży krajowej w IV kw. 2014 r. przyczyniły się w głównej mierze wyniki producentów metalowych wyrobów gotowych (19%) i urządzeń elektrycznych (53,7%). Skalę wzrostu ograniczały zaś przede wszystkim spadki sprzedaży wśród wytwórców i przetwórców koks i produktów rafinacji ropy naftowej (-11,8%). W przypadku sprzedaży zagranicznej motorami wzrostu byli producenci komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (32,6%), mebli (20,1%) oraz maszyn i urządzeń (16,9%). Wyższy wzrost był zaś ograniczony spadkami eksportu wśród producentów komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (-16,6%) oraz w transporcie lądowym i rurociągowym (-14,7%).

Eksport a zawirowania na rynkach rosyjskim i ukraińskim

Bardziej wnikliwa analiza sekcji Przetwórstwo przemysłowe pod kątem kryzysu rosyjsko-ukraińskiego ujawnia, że podobnie jak w poprzednich trzech kwartałach⁴, jego wpływ na przychody przedsiębiorstw w IV kw. 2014 r. był ograniczony i selektywny. Silny spadek eksportu odnotowano jedynie w branży mleczarskiej (-21,3% r/r). Równocześnie jednak silną dynamikę eksportu odnotowano w przetwórstwie mięsa (13,4% r/r) oraz owoców i warzyw (19,4% r/r), a więc wśród tych przedsiębiorstw, dla których skutki konfliktu rosyjsko-ukraińskiego również mogły być dotkliwe. Stąd przyczyn problemów branży mleczarskiej nie należy upatrywać wyłącznie w problemach na rynkach wschodnich⁵

⁴ por. Ramka 1 w „Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw” za I, II i III kw. 2014 r.

⁵ Wśród innych potencjalnych przyczyn problemów branży mleczarskiej można wymienić rosnącą konkurencję oraz silny wzrost mocy produkcyjnych w reakcji na oczekiwane zniesienie kwot mlecznych w 2015 r. oraz duże kary związane z przekroczeniem tych kwot w 2014 r.

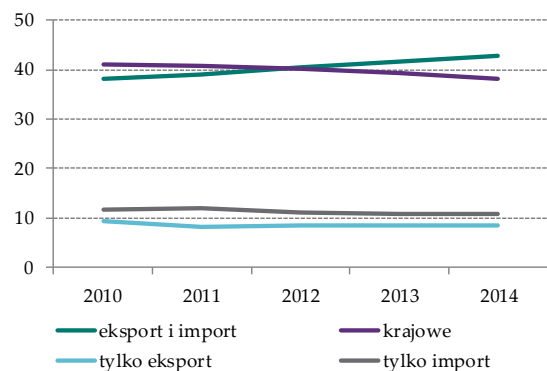
3. Ekspozycja na ryzyko kursowe

Rosnąca otwartość gospodarki polskiej, której przejawem jest m.in. **rosnący odsetek eksporterów i importerów, przekłada się na większe ryzyko związane z wahaniami kursu walutowego**. Dodatkowym **czynnikiem ryzyka jest zwiększające się zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek zagranicznych**. Co prawda, tylko ok. 8% populacji dużych przedsiębiorstw ma obecnie takie zobowiązania, ale są to duże kwoty, skoncentrowane w kilku sekcjach (w tym w: budownictwie, energetyce, handlu oraz przemyśle paliwowym i motoryzacyjnym). Ryzyko kursowe pojawia się zwłaszcza przy wielu rynkach zbytu, licznych źródłach zaopatrzenia, różnych walutach rozliczeń i oddalonych od siebie datach spływu należności i zwrotu zobowiązań. Tymczasem większość firm nie stosuje instrumentów finansowych zabezpieczających przed ryzykiem kursowym (co trzeci eksporter deklaruje ich stosowanie⁶). Takie zabezpieczenia wykorzystują zwykle większe firmy (46% eksporterów wśród firm zatrudniających powyżej 49 osób), mające większą liczbę transakcji lub transakcje opiewające na większe kwoty (55% firm eksportujących i importujących z zatrudnieniem powyżej 249 osób zabezpiecza się przed ryzykiem kursowym). Jeszcze mniej przedsiębiorstw wykorzystuje naturalny hedging (pokrycie wydatków w danej walucie przychodami w tej samej walucie). Choć większość eksporterów to importerzy, to odsetek firm, w których wartość eksportu w przeliczeniu na PLN jest zbliżona do wartości wydatków z tytułu importu (nie różni się więcej niż o 10%) nie przekroczył w ciągu ostatnich lat 3%. Dlatego też **wahania kursu walutowego coraz silniej odczuwane są przez sektor przedsiębiorstw w postaci wahań wyniku finansowego na operacjach finansowych** i w rezultacie również wahań wyniku finansowego z całości kształtu działalności. Taką sytuację obserwowaliśmy również w IV kw. 2014 r., kiedy to deprecjacja

⁶ Dane pochodzą z badań ankietowych NBP Szybki Monitoring.

złotego wobec dolara spowodowała wzrost ujemnych różnic kursowych (szerzej na ten temat w następujących rozdziałach).

Wykres 9 Odsetek przedsiębiorstw wykazujących eksport lub import



Wykres 10 Pokrycie importu eksportem – struktura grupy przedsiębiorstw wykazujących niezerowy eksport lub import

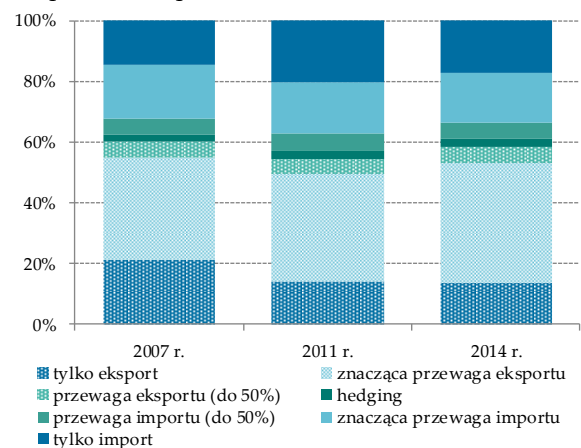
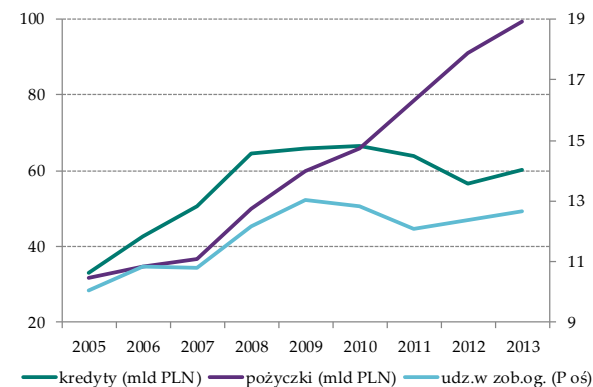


Tabela 2 Ekspozycja na ryzyko kursowe z tytułu zobowiązań zagranicznych (dane ze sprawozdań F-02⁷, od firm zatrudniających ponad 49 osób)

	odsetek firm wykazujących niezerowe zobowiązania z tyt. kredytów lub pożyczek zagranicznych		
	cała grupa	eksporterzy	firmy bez eksportu
2005	7,6	13,0	3,1
2006	7,7	12,7	3,4
2007	7,5	12,1	3,4
2008	7,7	12,8	3,6
2009	10,1	14,6	6,1
2010	10,3	15,2	6,2
2011	7,3	12,4	2,7
2012	7,8	12,7	2,8
2013	7,7	12,6	2,6

Wykres 11 Wartość zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek zagranicznych oraz udział tego zadłużenia w zobowiązaniach ogółem (dane ze sprawozdań F-02)

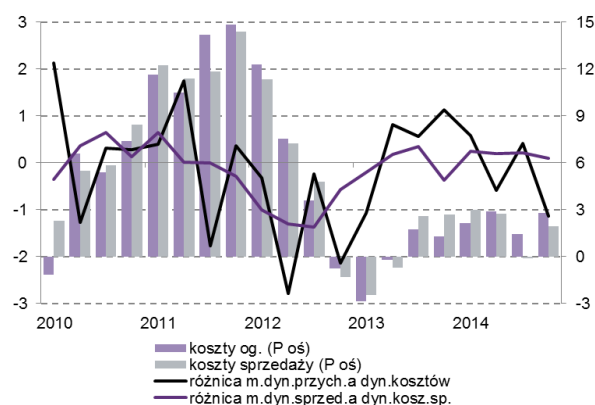


⁷ Dane dostępne są z niemal rocznym opóźnieniem

4. Koszty

Koszty ogółem

Wykres 12 Dynamika kosztów i różnica między dynamiką przychodów i kosztów (r/r, dane kwartalne)



W IV kw. 2014 r. **koszty rosły szybciej niż przychody, co było związane z powstaniem dość znacznych kosztów finansowych**, w tym głównie ujemnych różnic kursowych. Jednocześnie koszty sprzedaży czwarty kwartał z rzędu zwiększały się w tempie nieznacznie wolniejszym niż sprzedaż. W całym 2014 r. sytuacja wyglądała podobnie co w IV kw. – **koszty sprzedaży rosły wolniej niż sprzedaż**, zaś koszty z całokształtu działalności zwiększały się szybciej w związku ze wzrostem kosztów finansowych, w tym ujemnych różnic kursowych, ale też w wyniku powstania strat na inwestycjach finansowych (w tym szczególnie odpisów nietrafionych inwestycji dokonanych przez jedną z największych firm w kraju).

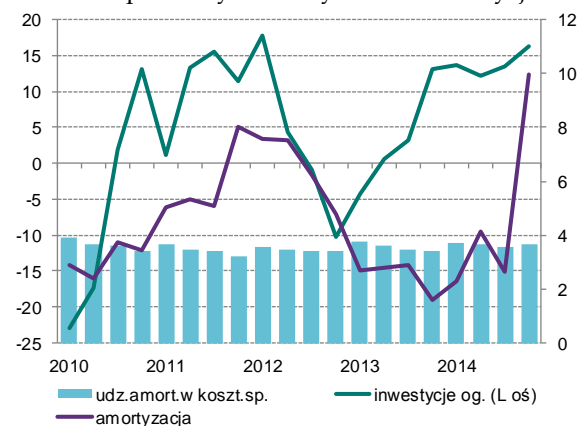
Koszty sprzedaży

Ożywienie popytu w IV kw. zwiększyło również dynamikę kosztów sprzedaży (do 2% r/r, z -0,1% w III kw. 2014 r.). **Różnica między obiema dynamikami pozostała dodatnia**, obniżając się jednak nieznacznie (z 0,2 pp. na 0,1 pp.). Wzrost dynamiki w porównaniu do poprzedniego kwartału zanotowano w odniesieniu do niemal wszystkich ważniejszych składowych kosztów sprzedaży, choć w

przypadku niektórych składników nadal obserwowano nominalne spadki (r/r).

Najszybciej w IV kw. rosła **amortyzacja** (o 10% r/r), co było związane m.in. ze zwiększeniem majątku wytwórczego przedsiębiorstw, a co z kolei poprzedziło pięć kwartałów dwucyfrowego wzrostu nakładów na środki trwałe (najwyraźniej wiele z tych projektów zostało zakończonych i zaewidencjonowanych właśnie w IV kw.). Mimo wyraźnego wzrostu, udział tego składnika w kosztach sprzedaży pozostał niewielki (3,7%), i dlatego też nie miał większego wpływu na kształtowanie się całego agregatu (odmienna sytuacja miała miejsce w górnictwie).

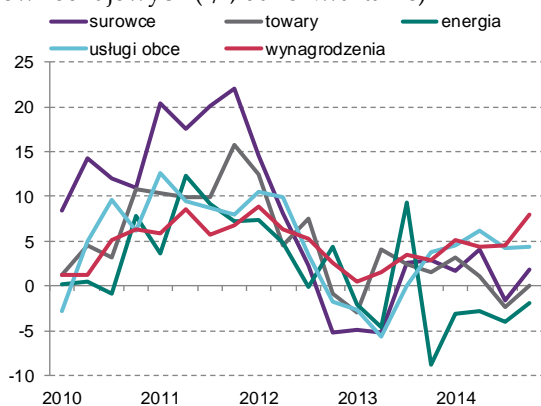
Wykres 13 Amortyzacja - dynamika i udział w kosztach sprzedaży na tle dynamiki inwestycji



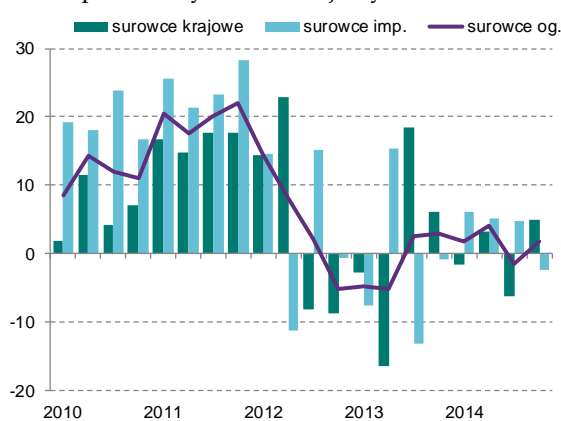
Przyspieszenie zanotowano również w przypadku znacznie ważniejszego elementu kosztów - **wynagrodzeń** – zwiększyły się one o 7,9% r/r (szerzej na ten temat piszemy w podrozdziale „Koszty wynagrodzeń”). Dość wyraźne odbicie w górę, choć przy utrzymaniu niskiej dynamiki wzrostu, zanotowano też w przypadku **kosztów zakupu surowców** i towarów przeznaczonych do dalszej odsprzedaży (koszty surowców wzrosły o 1,8% r/r, zaś towarów o 0,1%, przy ujemnych dynamikach zanotowanych w III kw.). Ponieważ jednocześnie ceny produkcji (wskaźnik PPI) nadal spadały (o 1,8% r/r), realna wartość tych zakupów była większa, szczególnie w przypadku surowców, gdzie dodatkowy wpływ

miały niższe ceny paliw. W podobnym tempie co w pierwszych trzech kwartałach roku rosły zaś **koszty usług obcych** (o 4,4% r/r). Natomiast nadal ujemne pozostały dynamiki kosztów zakupu energii (spadek o 1,9% r/r), jak też podatków i opłat (zaliczonych w koszty).

Wykres 14 Nominalna dynamika wybranych kosztów rodzajowych (r/r, dane kwartalne)



Wykres 15 Nominalna dynamika kosztów surowców importowanych oraz krajowych



Warto nieco bardziej szczegółowo przyjrzeć się **zakupom przedsiębiorstw z importu**. Kategoria ta jest silnie zdeterminowana przez zmiany koniunktury i cen na rynkach surowcowych oraz przez popyt na samochody, jako że branża motoryzacyjna ma bardzo duży wkład w całą kategorię tych kosztów. W IV kw. miał miejsce spadek kosztów zakupu surowców importowanych (o 2,3% r/r), jak też spadek kosztów zakupu towarów importowanych (o 14,5% r/r), co było związane m.in. ze spadkiem

importu surowców w branżach paliwowej i spożywczej, jak też spadkiem importu towarów w przemyśle motoryzacyjnym i u dilerów samochodów. W tym samym czasie dynamika kosztów zakupu surowców i towarów krajowych wzrosła, co było m.in. związane ze znacznym wzrostem zakupu surowca w energetyce, ale też w przemyśle motoryzacyjnym. Wzrost zakupów towarów na rynku krajowym był zaś efektem m.in. wzrostu zakupów samochodów wyprodukowanych w kraju przez krajowe salony sprzedaży.

Koszty pozostałe

W IV kw. kurs złotego względem euro lekko się osłabił w porównaniu do III kw. 2014 r., ale zasadniczo kształtował się na dość stabilnym poziomie (podobnie jak w całym 2014 r.). Odnotowano natomiast dalszą wyraźną deprecjację złotego względem dolara. Ponieważ większość transakcji nominowanych w walutach obcych dokonywana jest właśnie w jednej z dwóch wymienionych walut można przypuszczać, że **ujemne różnice kursowe, które powstały w IV kw., a które miały wyraźny wpływ na kształtowanie się dynamiki kosztów ogółem, związane były przede wszystkim z wyceną pasywów nominowanych w dolarze**. Potwierdza to analiza branżowa zmian poziomu tej kategorii – w IV kw. jedne z największych strat na różnicach kursowych zanotowała branża paliwowa (import ropy nominowany jest w USD) oraz przemysł motoryzacyjny i dilerzy samochodowi (pewna część tego importu również nominowana jest w USD). Warto w tym miejscu przypomnieć, że choć niektóre straty z tytułu różnic kursowych (które w sumie w całym sektorze przedsiębiorstw wyniosły w IV kw. 3,2 mld PLN) mają charakter księgowy i w razie aprecjacji złotego nie zostaną zrealizowane, to biorąc pod uwagę zachowanie się kursu naszej waluty względem dolara w I kw. br., koszty te mogą być w najbliższym czasie nawet wyższe. Pozytywnym zjawiskiem jest to, że import nominowany w dolarze wykazuje w sumie znacznie mniej przedsiębiorstw niż w głównej walucie naszych rozliczeń,

tj. w euro. Z drugiej jednak strony import nominowany w dolarach jest silnie skoncentrowany (np. w branży paliwowej), co oznacza, że duże, ważne dla gospodarki polskiej firmy mogą odczuwać w najbliższym okresie problemy, które będą rzutować na cały sektor ze względu na duży udział tych podmiotów w wyniku finansowym populacji. Dzieje się tak, mimo że duże przedsiębiorstwa posiadające transakcje walutowe częściej stosują instrumenty finansowe zabezpieczające przed ryzykiem kursowym (por. rozdział „Ekspozycja na ryzyko kursowe”).

Koszty pozostałe, tj. koszty poza sprzedażą wzrosły w IV kw. o niemal 25% r/r, w tym koszty finansowe o 67%, zaś pozostałe koszty operacyjne - o 1,3%.

5. Wynik finansowy i rentowność

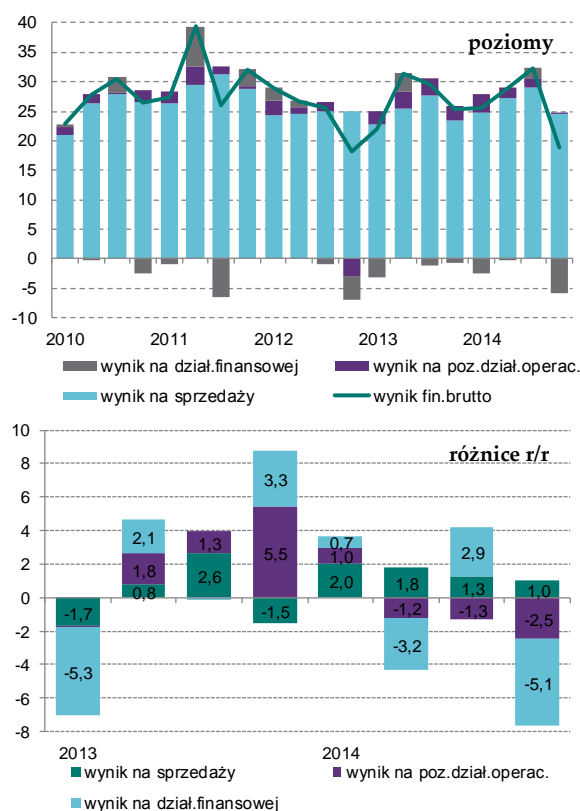
Główne czynniki zmian zysków

Straty na operacjach finansowych i spadek wyniku na pozostałej działalności operacyjnej obniżyły wynik finansowy przed opodatkowaniem (w IV kw. spadł on nominalnie o 25,7% r/r), mimo utrzymania dodatniej dynamiki wyniku na sprzedaży (4,3%). W całym 2014 r. wynik finansowy brutto uległ tylko nieznacznemu obniżeniu (o 2,2% r/r), a przyczyną tych zmian były podobnie jak w IV kw. przede wszystkim straty na operacjach finansowych i pozostałej działalności operacyjnej. Poza ujemnymi różnicami kursowymi, wynik obniżały również straty na sprzedaży aktywów trwałych i aktualizacji inwestycji finansowych. Pewne znaczenie miał ponadto efekt bazy – rok temu działalność poza sprzedażą przyniosła firmom dodatkowy wzrost zysków. Silne wahania wyniku były zatem, podobnie jak w poprzednich kwartałach, skutkiem działań czynników niepowiązanych bezpośrednio z podstawową działalnością przedsiębiorstw - nie świadczą więc o pogorszeniu koniunktury w całym sektorze, ale raczej o pewnych problemach powstałych w wyniku działania czynników zewnętrznych, jak też o zmianach koniunktury na rynkach międzynarodowych.

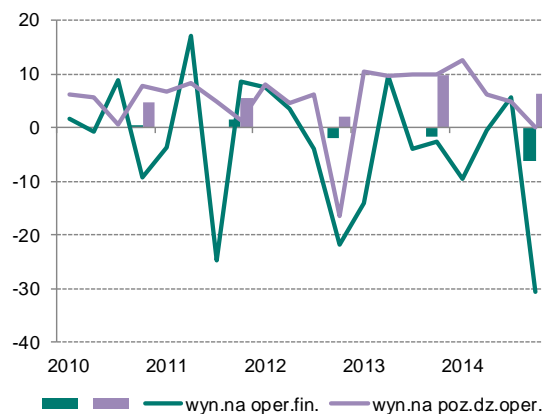
Wynik na sprzedaży miał dodatnią dynamikę w IV kw., choć rósł wolniej niż na początku roku. Dodatniej dynamice sprzyjały zarówno wzrost sprzedaży, jak i wolniej niż sprzedaż rosnące koszty z nią powiązane. Z badań prowadzonych przez NBP⁸ wynika, że deflacja PPI jak na razie ma pozytywny wpływ netto na wynik finansowy przedsiębiorstw, bardziej obniżając koszty (poprzez spadek cen surowców) niż przychody firm.

⁸ Patrz raport: „Szybki Monitoring NBP. Informacja ... II kw. 2015 r.” http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2_kw_2015.pdf

Wykres 16 Wynik finansowy brutto i jego główne składowe (górny panel) oraz różnice (r/r) głównych składowych wyniku (dane kwartalne, w mld PLN)

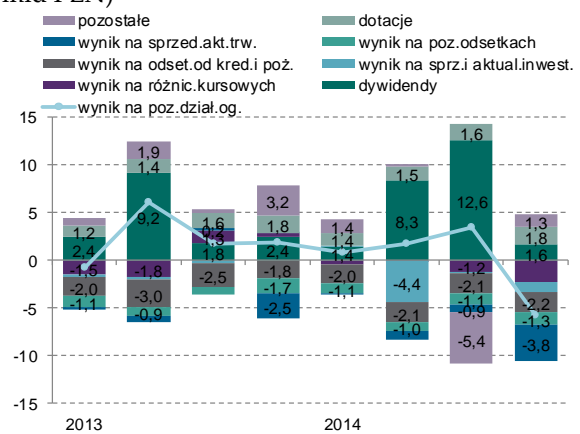


Wykres 18 Wpływ wyniku na działalności finansowej i pozostałej działalności operacyjnej na poziom wyniku finansowego z całokształtu działalności



Mimo dość znacznej redukcji wyniku finansowego, w dalszym ciągu obserwowano wzrost odsetka firm rentownych, który w IV kw. osiągnął poziom 81,6% (wobec 79,6% w analogicznym okresie 2013 r.), co oznacza, że kondycja przeciętnej firmy w próbie poprawiła się, a spadki zysków były skoncentrowane w grupie dużych przedsiębiorstw, w tym w branży paliwowej i górnictwie. Ponieważ jednak po usunięciu wahań sezonowych widoczny jest już kolejny niewielki 0,3 pp. spadek odsetka firm rentownych w ujęciu kwartalnym, można oczekiwać wyhamowania tego wzrostu w 2015 r., na co wskazywać może również malejąca dynamika wyniku finansowego na sprzedaży.

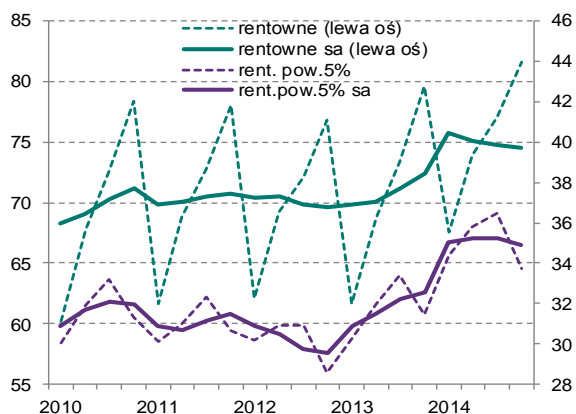
Wykres 17 Główne składowe wyniku na pozostałej działalności (dane kwartalne za lata 2013-2014, w mld PLN)



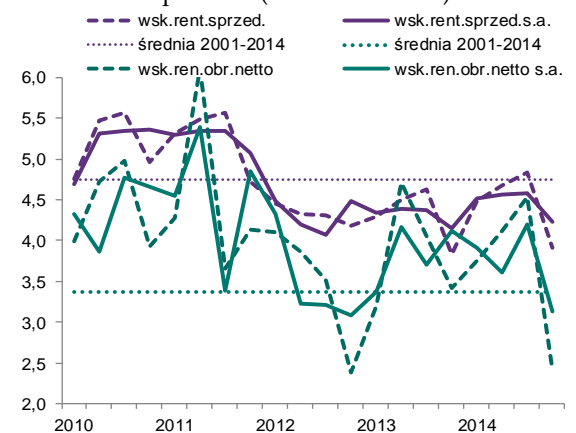
W ślad za spadkiem wyniku finansowego pogorszyła się również rentowność z całokształtu działalności. Rentowności obrotu netto i brutto, jak też ROA i ROE spadły wyraźnie poniżej swoich poziomów sprzed roku, osiągając poziomy wyraźnie niższe niż wynosi średnia długookresowa (wyniosły one odpowiednio 2,4%, 2,9%, 0,7% i 1,5%). W całym 2014 r. rentowności te obniżyły się jednak tylko nieznacznie względem 2013 r. **Natomiast rentowność sprzedaży w IV kw. nieznacznie wzrosła w ujęciu rocznym (o 0,1 pp.), pozostając jednak również wyraźnie poniżej swoich wartości**

przeciętnych. W całym 2014 r. rentowność sprzedaży wyniosła 4,5%, tj. o 0,2 pp. więcej niż w 2013 r.

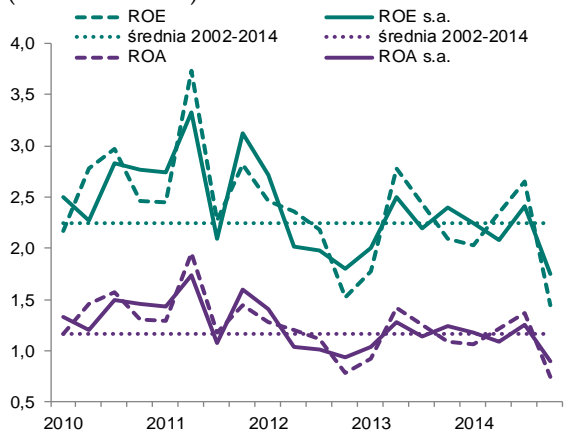
Wykres 19 Odsetek przedsiębiorstw rentownych oraz odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik rentowności obrotu netto przewyższa 5% (dane narastające)



Wykres 20 Wskaźnik rentowności obrotu netto i rentowności sprzedaży (dane kwartalne)

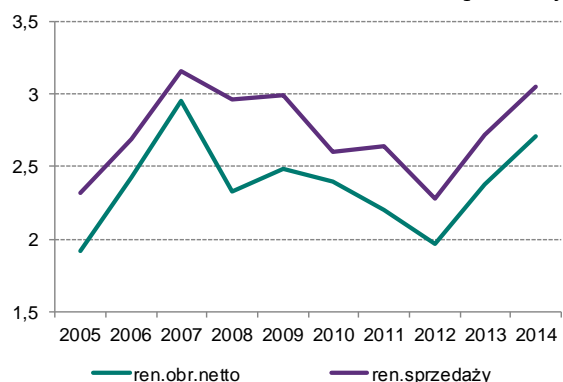


Wykres 21 Wskaźnik rentowności ROA i ROE (dane kwartalne)



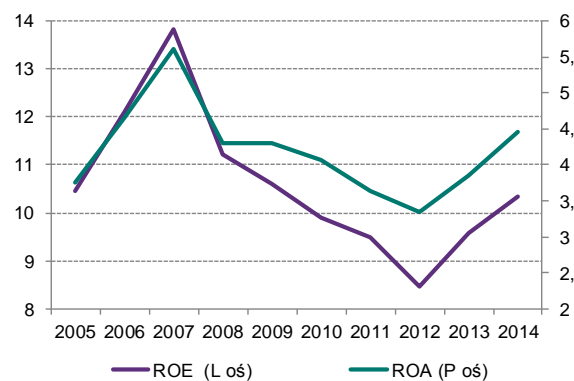
Wszystkie te spadki związane były przede wszystkim z obniżeniem się zysków dużych podmiotów. Analiza rozkładu wskaźników rentowności, podobnie jak ocena zmian odsetka firm rentownych, sugeruje bowiem poprawę rentowności sektora przedsiębiorstw w 2014 r. – **mediany rozkładów wszystkich analizowanych wskaźników (obrotu brutto i netto, sprzedaży, ROA i ROE) wzrosły w 2014 r.**

Wykres 22 Mediany rozkładów wskaźników rentowności obrotu netto oraz rentowności sprzedaży



Rentowności obrotu i sprzedaży osiągnęły przy tym poziomy niewiele niższe od swoich historycznych maksimum zanotowanych w 2007 r. Poziomy ROA i ROE pozostały natomiast nadal wyraźnie poniżej wartości uzyskanych w tym okresie. Te różnice wynikają z szybszego niż zyski wzrostu wartości aktywów i kapitału.

Wykres 23 Mediany rozkładów wskaźników rentowności ROA i ROE



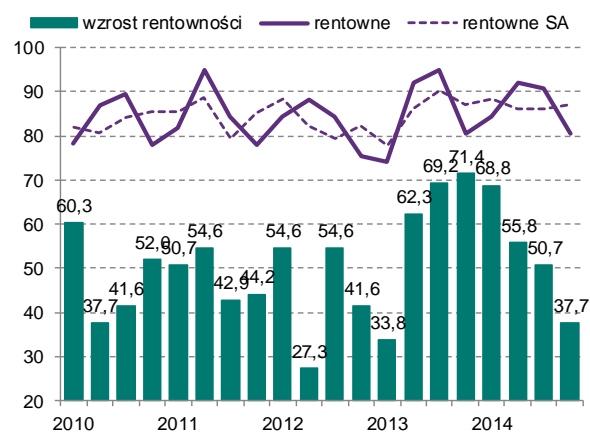
Zmiany rentowności i wyniku finansowego w wybranych klasach

Ze względu na silną koncentrację zjawisk ekonomicznych duże branże mają znaczący wpływ na kształtowanie się wyniku finansowego całej populacji polskich przedsiębiorstw, choć obserwowane tam zjawiska nie zawsze odzwierciedlają zmiany koniunktury krajowej, ze względu na silniejsze ich powiązania z rynkami zagranicznymi, w tym też silniejszą ekspozycję na ryzyko kursowe.

W 2014 r. największy udział w przyroście zysków populacji miała, tak jak i w poprzednich 10 latach – energetyka (mimo spadku wyniku na sprzedaży), a ponadto handel hurtowy oraz „odradzające się” po dwuletniej zapaści - budownictwo. Wynik populacji firm najbardziej obniżały zaś drugi rok z rzędu: przemysł paliwowy oraz górnictwo węgla kamiennego.

Podobnie jak i w 2013 r., znacząca większość branż przynosiła w 2014 r. zyski. Począwszy od II kw. 2014 r. zaczęła jednak wyraźnie spadać liczba działów, w których rentowność obrotu netto rośnie, tak że w IV kw. tego roku już tylko niespełna 38% z nich obserwowało poprawę zyskowności.

Wykres 24 Odsetek branż rentownych oraz odsetek branż odnotowujących wzrost rentowności r/r (odsetki policzono na zagregowanych, narastających wynikach przy dwucyfrowym PKD/NACE)



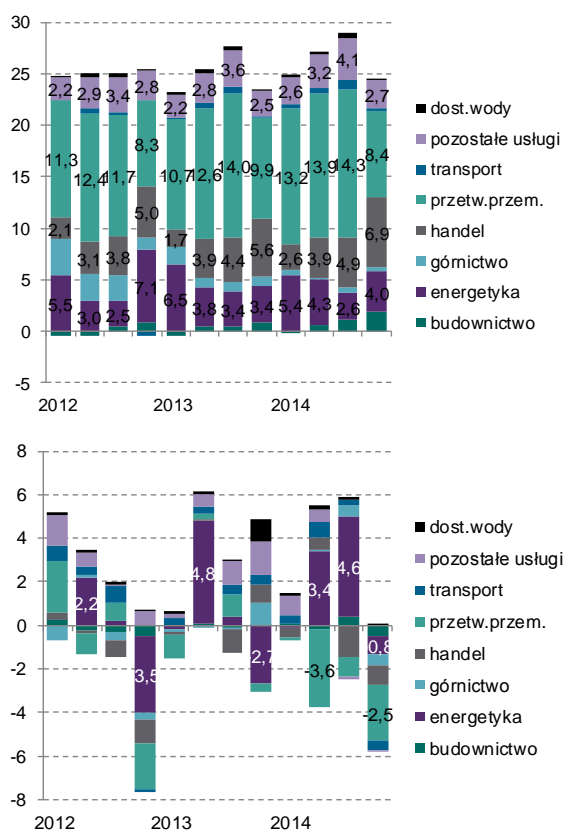
W 2014 r. **przemysł paliwowy** odnotował 6,7 mld spadek wyniku finansowego brutto, na który złożyła się 1,6 mld redukcja wyniku na sprzedaży (większość tych strat zanotowano w IV kw.) i 5 mld spadek wyniku na operacjach finansowych, z czego większość stanowiły straty na inwestycjach finansowych (odpisów dokonano przed IV kw.), a mniejszą część ujemne różnice kursowe (były one głównie skutkiem osłabienia się złotego względem dolara w IV kw.). Warto w tym miejscu jednak zaznaczyć, że spadkom tym towarzyszył wyraźny wzrost inwestycji krótkoterminowych (o 70%), w tym szczególnie papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu. Sugeruje to księgowy charakter większości obserwowanych spadków. Po wyeliminowaniu wpływu przemysłu paliwowego na zmiany całego agregatu, spadek wyniku finansowego brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniósłby 16,3% (a nie 25,7%), zaś dynamika wyniku na sprzedaży wzrosła z 4,3% do 11,4%.

Straty poniesione przez przemysł paliwowy były głównym źródłem znaczącego spadku wyniku finansowego w sekcji Przetwórstwo przemysłowe. Mniejsze znaczenie dla zmian zagregowanego wyniku finansowego tej sekcji miały ponadto **spadki zysków w branżach powiązanych z rynkami rosyjskim lub ukraińskim**. W 6 wyodrębnionych branżach (chemicznej, maszynowej, elektronicznej, odzieżowej, tekstylnej oraz spożywczej) spadki zysków względem 2013 r. zanotowały w sumie 3 branże, tj. przemysł: spożywczy, chemiczny i tekstylny, ale już spadki rentowności niemal wszystkie, poza przemysłem odzieżowym. W samym IV kw. 2014 r. spadek rentowności miał miejsce we wszystkich branżach powiązanych z rynkami R+U, w tym najsilniejszy w branżach: odzieżowej i tekstylnej, a nieznaczny – w branży spożywczej i przemyśle elektronicznym. Warto przy tym podkreślić, że spadek eksportu dotknął wyłącznie przemysł spożywczy (o 0,2%), podczas gdy w innych branżach zanotowano wzrosty, w tym w przemyśle maszynowym i elektronicznym sprzedaż zagraniczna rosła w tempie dwucyfrowym. Obser-

wowane spadki rentowności nie były zatem bezpośrednim skutkiem konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, poza sytuacją w branży spożywczej. Ta ostatnia, ze względu na embargo na wwóz żywności do Rosji, odczuła silną presję na obniżenie cen (w 2014 r. ceny w branży spożywczej spadły o 2,1%, w tym w IV kw. tego roku spadały średnio o niemal 4% r/r), co odbiło się na wartości przychodów ze sprzedaży, w tym sprzedaży zagranicznej. Branża spożywczej nie udało się obniżyć kosztów sprzedaży proporcjonalnie do spadku przychodów, zwłaszcza w odniesieniu do kosztów pracy, które mimo malejących cen rosły dość dynamicznie. Ale również w przypadku branży spożywczej odnotowano wzrost mediany rozkładu wskaźnika rentowności (z 2,2% na 2,7%). Spadki zysków były zatem skoncentrowane w dużych firmach, podobnie jak to obserwowano w innych branżach. O dobrej kondycji branży spożywczej świadczy również wzrost płynności i środków pieniężnych branży.

W okresie znaczących spadków cen ropy naftowej uwagę budzi sytuacja **transportu**, który jest jedną z branż korzystających z tej sytuacji najbardziej. Poniżej ograniczono się wyłącznie do analizy największej grupy firm transportowych, tj. **transportu drogowego towarów**. Liczebność tej branży wzrosła w 2014 r., poprawiły się również wszystkie ważniejsze wskaźniki ekonomiczne, w tym rentowność i płynność. Było to jednak nie tylko związane ze spadkami cen paliw, ale też z ożywieniem koniunktury i wzrostem popytu na usługi transportowe, w tym zarówno realizowane w kraju, jak i za granicą (odnotowano dwucyfrowe wzrosty sprzedaży). Warto też podkreślić, że ceny usług transportowych rosły przez cały 2014 r., co tłumaczyć można właśnie przez silny wzrost popytu. Zarówno odsetek firm rentownych, jak i mediana rozkładu wskaźnika rentowności w tej branży podniosły się w ciągu roku.

Wykres 25 Wynik na sprzedaży (górny panel) oraz wynik na pozostałej działalności (dolny panel) w sekcjach PKD (dane za lata 2012-2014, w mld PLN)



Kolejny rok górnictwo węgla kamiennego zmagало się z poważnymi problemami finansowymi. Straty względem 2013 r. pogłębiły się o 2,3 mld PLN, z czego część wynikała również ze strat na podstawowej działalności i pojawiła się w IV kw. 2014 r. Spadki te były efektem przyspieszenia dynamiki kosztów sprzedaży, przy nominalnym spadku samej sprzedaży. I tak, najsilniejszy wpływ na wzrost kosztów sprzedaży miały dynamicznie rosnące odpisy amortyzacyjne (wzrost o 60%), mimo ujemnej dynamiki inwestycji i tylko nieznacznego wzrostu aktywów trwałych. Ponadto, mimo ograniczenia zatrudnienia, wyraźnie zwiększyły się koszty pracy górnictwa, a ich udział wzrósł do ponad 45% (w przemyśle udział ten wynosi 11,4%). Zanotowano jednocześnie silny wzrost pozostałych kosztów operacyjnych, a konkretnie odpisów z tytułu strat na aktualizacji majątku trwałego (były one ponad 3-krotnie wyższe niż w 2013 r.), jak też (2-krotny

wzrost kosztów finansowych. Wśród 20 firm z branży węglowej tylko 11 odnotowało w 2014 r. zyski (w 2013 r. było 15 takich firm). W 2014 r. spadła również płynność i środki pieniężne branży.

Dodatni wkład do zagregowanego wyniku finansowego w 2014 r. miała wspomniana już branża energetyczna, choć zyski ze sprzedaży w całym 2014 r. były niższe niż w 2013 r. (zauważono pewną poprawę w IV kw., ale wynikało to głównie z bardzo słabych wyników uzyskanych rok wcześniej). Jednocześnie branża energetyczna zanotowała w 2014 r. znaczący wzrost kosztów finansowych, który dodatkowo obniżał poziom zysków. Wzrost zysku w całym 2014 r. zapewniły firmom energetycznym przede wszystkim przychody z tytułu dywidend (otrzymane w II i III kw. 2014 r.). W 2014 r. wzrosły również płynność i środki pieniężne branży.

W branży handlowej sytuacja była w 2014 r. zróżnicowana. Był to bardzo dobry rok dla handlu hurtowego, gdzie wynik zwiększył się o 27% r/r, mniej sprzyjający dla handlu samochodami, gdzie zyski co prawda wzrosły (o 16,5% r/r), ale płynność i poziom środków pieniężnych spadły, jak też mniej korzystny dla handlu detalicznego, gdzie wynik finansowy obniżył się nominalnie o 30% r/r (pozostał jednak dodatni), choć płynność i środki pieniężne wzrosły. Spadek w handlu detalicznym był związany ze stratami na pozostałej działalności operacyjnej (na sprzedaży i aktualizacji majątku trwałego), podczas gdy wynik na działalności podstawowej pozostał tam rosnący. W całej sekcji Handel odsetek firm rentownych wzrósł (z 79% w 2013 r. do 81,5% w 2014 r.), przy czym również handel detaliczny odnotował taki wzrost (z 73,5% do 76%). Mediana rozkładu wskaźnika rentowności obrotu netto zwiększyła się w całej sekcji z 1,2% do 1,5%, w tym w handlu detalicznym - z 0,8% do 1%.

W 2014 r. wyraźnie poprawiła się kondycja budownictwa. Wzrost zysków zanotowały wszystkie trzy główne działy tej sekcji, i wynikał on ze zwiększe-

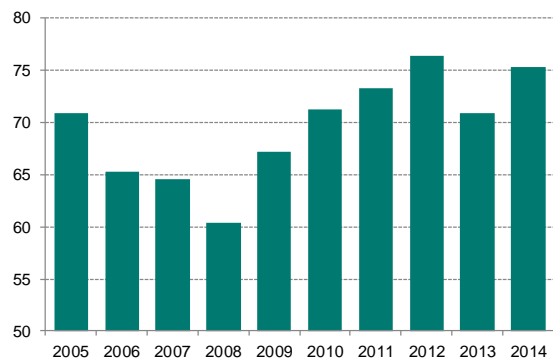
nia wyniku na działalności podstawowej, czemu sprzyjały zarówno dodatnia dynamika sprzedaży, w tym zwłaszcza krajowej, jak i wyraźnie wolniejszy wzrost kosztów. Odsetek rentownych firm budowlanych w całej sekcji zwiększył się w ciągu roku z 74% do 80%, a mediana rozkładu wskaźnika rentowności obrotu netto wzrosła z 1,7% do 2,5% (każdy z działów budownictwa zanotował taką poprawę). Poprawie kondycji branży budowlanej towarzyszyły procesy konsolidacyjne i upadłościowe (spadki liczebności firm w tej branży obserwuje się nieprzerwanie od 2010 r.).

Eksporterzy

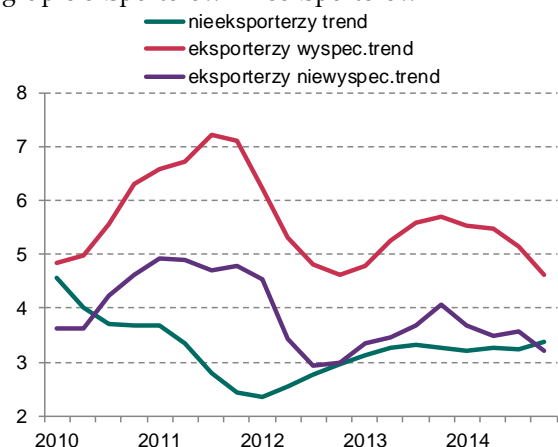
W 2014 r. zarówno eksporterzy, jak i firmy sprzedające wyłącznie w kraju osiągnęły wzrost wyniku na sprzedaży (słabszy eksporterzy – o 4,2%, silniejszy firmy sprzedające w kraju – o 12,8%, mimo wolniej rosnącej sprzedaży). Jednak ze względu na 7 miliardowe straty na działalności pozostałej, które ponieśli eksporterzy, w tym ujemne różnice kursowe i straty na aktualizacji i sprzedaży majątku trwałego, grupa odnotowała w 2014 r. nominalny spadek wyniku finansowego netto i spadek rentowności (z 4,1% do 3,8%). Na wyniki eksporterów duży wpływ wywarł m.in. przemysł paliwowy (choć oczywiście problem tego sektora nie był związany z eksportem, a głównie z rozliczeniami importu). W tym samym czasie nieeksporterom udało się wypracować wyższą rentowność (o 0,1 pp. do poziomu 3,3%).

Porównanie danych dla pojedynczych przedsiębiorstw wypada nadal na korzyść eksporterów. I tak, w 2014 r. odnotowano w tej grupie m.in. wzrost mediany rozkładu rentowności obrotu netto - z 3,1% do 3,5%, jak też wzrost odsetka firm rentownych - z 82,3% na 84,6%. Przedsiębiorstwa niesprzedające za granicą również odnotowały poprawę – mediana rozkładu rentowności wzrosła tam z 1,7% do 2%, zaś odsetek firm rentownych - z 76,8% do 78,4%.

Wykres 26 Odsetek branż, w których różnica między medianą rozkładu rentowności w grupie eksporterów i w pozostałych przedsiębiorstwach jest na korzyść eksporterów



Wykres 27 Wskaźnik rentowności obrotu netto w grupie eksporterów i nieeksporterów

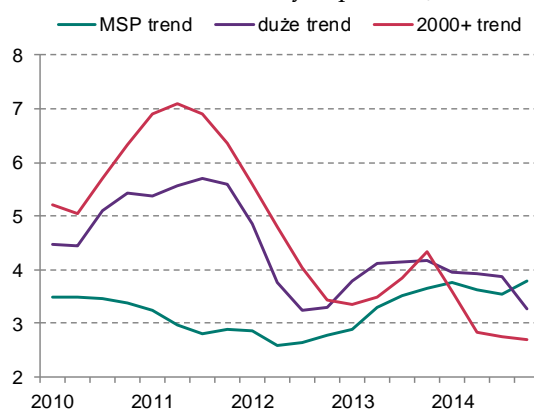


Widoczne jest zatem, że przedsiębiorstwa posiadające eksport, w tym zwłaszcza firmy z wysokim udziałem eksportu, radzą sobie nadal lepiej niż firmy zorientowane na kraj. Pokazuje to również poniższy rysunek, w którym dla każdej z branż policzono różnicę między medianą rozkładu rentowności w grupie eksporterów i nieeksporterów. Wyraźna przewaga branż, w których eksporterzy są bardziej rentowni potwierdza dotychczasowe obserwacje, mówiące o większej zyskowności sprzedaży zagranicznej niż krajowej, mimo niewątpliwej poprawy w grupie firm obecnych tylko na rynku krajowym, której służył odbudowujący się popyt wewnętrzny.

Średnie vs duże przedsiębiorstwa

W 2014 r. firmy zatrudniające między 50 a 249 osób zanotowały niewielką poprawę swojej kondycji, co było szczególnie dobrze widoczne ze względu na pogorszenie wyników w grupie dużych przedsiębiorstw. Trzeba podkreślić, że w obu zbiorowościach firm wynik na sprzedaży wzrósł – w firmach zatrudniających do 249 osób – o niemal 19% r/r, w przedsiębiorstwach dużych – tylko o 2% r/r. Jednak zasadniczym problemem dużych podmiotów był spadek wyniku na operacjach finansowych – o 4,3 mld względem 2013 r. oraz spadek wyniku na pozostałej działalności operacyjnej – o 3,3 mld. Część tych strat powstała w IV kw. 2014 r. Do ich powstania przyczyniła się deprecjacja złotego względem dolara powodująca powstanie ujemnych różnic kursowych, jak też straty na aktualizacji i sprzedaży majątku trwałego. Tymczasem w grupie firm zatrudniających do 249 osób wynik na działalności niezwiązanej bezpośrednio ze sprzedażą pozostał dodatni, a jego spadek mniejszy co do skali.

Wykres 28 Wskaźnik rentowności obrotu netto w sektorze MSP i wśród dużych przedsiębiorstw



Jednak również w grupie większych firm istniała silna koncentracja wyników, a sytuacja na poziomie przeciętnej firmy poprawiła się. Mediana rozkładu wskaźnika rentowności obrotu netto wzrosła w grupie większych firm z 2,8% do 3%, natomiast w grupie firm zatrudniających do 249 osób zwiększyła

się - z 2,3% do 2,7%. W obu zbiorowościach zwiększył się również odsetek firm rentownych.

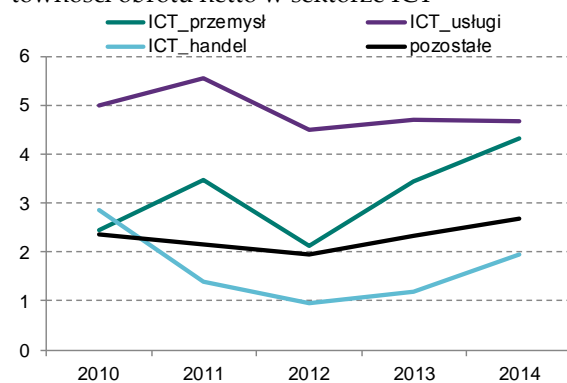
Sektor ICT

Rozwój sektora ICT jest utożsamiany z poziomem innowacyjności kraju. W sektorze polskich przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 49 osób, firmy ICT stanowią obecnie niespełna 3% populacji, w tym w przemyśle jest 1,4% takich firm, zaś w usługach (poza handlem) nieco więcej, bo 9%. Niewielki udział firm z sektora technologicznego może być więc jednym z symptomów niskiego stopnia innowacyjności Polski. Pozytywnym zjawiskiem jest jednak wzrost liczby tych przedsiębiorstw – od 2005 r. uległa ona niemal podwojeniu, przy czym przybyło przede wszystkim firm usługowych. Warto też zwrócić uwagę, że sektor ICT rozwija się w dużej mierze dzięki kapitałowi zagranicznemu.

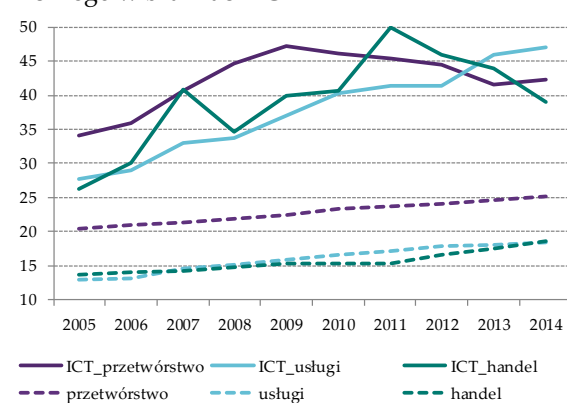
W latach 2005-2013 rentowność firm z sektora ICT kształtowała się na wyraźnie wyższym poziomie niż w pozostałych firmach. W 2014 r. sytuacja jednak uległa odwróceniu i wskaźniki rentowności sektora ICT gwałtownie się obniżyły (z 7,2% w 2013 r. do 2,9% w 2014 r.). Złożyły się na to dwa główne czynniki: spadek przychodów ze sprzedaży krajowej (przy jednak rosnącym eksporcie) oraz duże straty na operacjach finansowych. Największe spadki wskaźników zanotowały firmy usługowe (wskaźnik rentowności obniżył się tam z 10,4% do 3,4%). Tak jak w całej populacji przedsiębiorstw, duże firmy (bardziej wyeksponowane na ryzyko

kursowe) miały istotny wpływ na te spadki. Porównanie mediany rozkładu rentowności obrotu netto pokazuje bowiem wzrost wskaźników na poziomie jednostkowym. Najsilniejszy wzrost miał miejsce w grupie firm oferujących usługi ICT.

Wykres 29 Mediana rozkładów wskaźników rentowności obrotu netto w sektorze ICT



Wykres 30 Udział firm z udziałem kapitału zagranicznego w branżach ICT

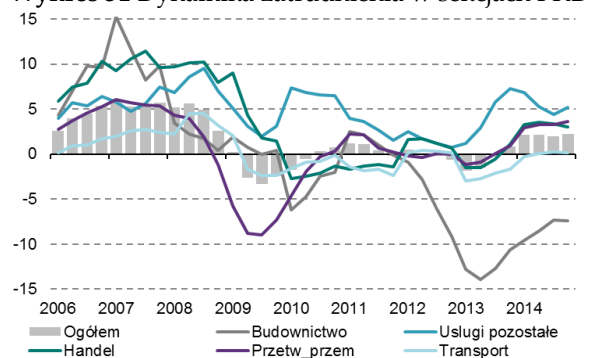


Zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność

1. Zatrudnienie

W całym 2004 r. utrzymywał się niewielki, ale systematyczny i stabilny wzrost zatrudnienia (w IV kw. rosło ono o 2,2% r/r).

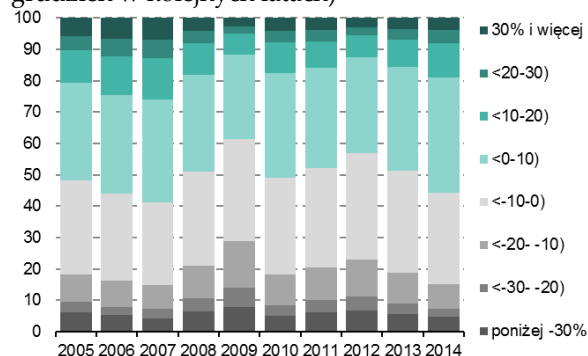
Wykres 31 Dynamika zatrudnienia w sekcjach PKD



Wzrost zatrudnienia w populacji następował pomimo zmniejszania się liczby sprawozdających się firm. Rósł bowiem zasięg tego wzrostu - w 2014 r. objął nieco ponad połowę populacji (w IV kw. było to 50,6% firm), co odnotowano po raz pierwszy od 2008 r. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw miał też swoje źródło w rosnącej powoli skali wzrostów zatrudnienia oraz malejącej skali redukcji zatrudnienia. Po raz pierwszy od 2007 r. znaczący (tj. co najmniej 10%) wzrost zatrudnienia odnotowało więcej przedsiębiorstw niż redukcję w podobnym wymiarze.

W podziale branżowym największy udział we wzroście zatrudnienia miały przetwórstwo przemysłowe (które skupia blisko 40% pracowników w całym sektorze przedsiębiorstw) oraz usługi. W tych sekcjach odnotowano także najwyższą dynamikę zatrudnienia.

Wykres 32 Rozkład dynamik zatrudnienia (dane za grudzień w kolejnych latach)



Wśród pozostałych branż usługowych wzrost zatrudnienia zaobserwowano głównie w sektorze usług nierynkowych (zwłaszcza w sekcji Edukacja, a także Ochrona zdrowia i pomoc społeczna). W sektorze usług rynkowych wzrost zatrudnienia odnotowały w większym stopniu usługi dla biznesu, w tym przede wszystkim w sekcji Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna.

Tabela 3 Struktura, dynamika r/r (wraz ze zmianą od kw. pop.) oraz skala wpływu zmian zatrudnienia na dynamikę zatrudnienia w IV kw. 2014 r.

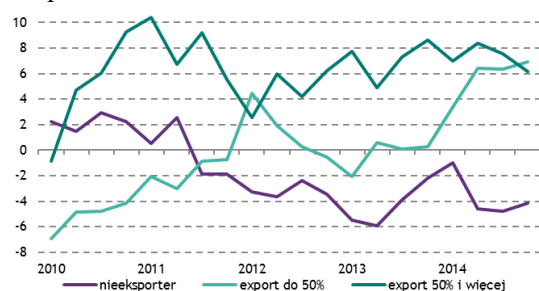
	struktura w %	dynamika r/r (zmiana)	skala wpływu
Ogółem	100	2,23 (+0,27)	2,23
Budownictwo	4,8	-7,5 (-0,1)	-0,40
Przetwórstwo przemysłowe	39,9	3,6 (+0,4)	1,43
Górnictwo i kopalnictwo	3,6	-5,0 (+0,8)	-0,19
Wytw. i zaopatr. w energię	2,9	-5,7 (-0,6)	-0,18
Dostawa wody, odpady	2,2	1,9 (+0,0)	0,04
Handel i naprawy	17,9	3,0 (-0,4)	0,53
Transport	9,2	0,2 (-0,1)	0,02
Pozostałe usługi	19,4	5,2 (+0,8)	0,98
nieeksporter	38,4	-4,1 (+0,7)	-1,70
eksport do 50%	40,3	6,9 (+0,6)	2,66
eksport 50% i więcej	21,3	6,2 (-1,4)	1,26
MSP	34,2	-0,6 (+0,4)	-0,20
duże	65,8	3,7 (+0,2)	2,43

Natomiast w budownictwie, w energetyce oraz w górnictwie nadal obserwujemy wyraźny spadek zatrudnienia. Głęboka redukcja zatrudnienia w budownictwie jest efektem przede wszystkim zmniejszania się liczby przedsiębiorstw budowlanych objętych sprawozdawczością F-01/I-01. Zatrudnienie spadało jednak również w grupie przedsiębiorstw budowlanych sprawozdających się od co najmniej roku (o 5,9%).

Wysoką dynamiką zatrudnienia charakteryzują się przedsiębiorstwa z sektora ICT (technologie z zakresu informacji i komunikacji). Ich udział w całej populacji jest nadal niewielki, ale bardzo systematycznie rośnie (udział liczebności firm wzrósł z ok. 1,8% w 2005 r. do 2,9% w 2014 r.). Zatrudnienie rośnie w tym sektorze w sposób niemal nieprzerwany od początku obserwacji (dane dostępne od 2005 r.). W 2014 r. dynamika zatrudnienia wyniosła 7,6% (przy 2% wzroście w pozostałych przedsiębiorstwach).

Wzrost zatrudnienia był w 2014 r. obserwowany głównie w grupie firm eksportujących. Tymczasem przedsiębiorstwa działające wyłącznie na rynku krajowym nadal zmniejszały stan zatrudnienia. Wzrost zatrudnienia w grupie eksporterów był w mniejszym stopniu efektem zwiększenia liczebności tej grupy, a bardziej wzrostu przeciętnego zatrudnienia. W klasie eksporterów wyspecjalizowanych dynamika osłabiła się, ale pozostała relatywnie wysoka.

Wykres 33 Dynamika zatrudnienia w klasach wg eksportu

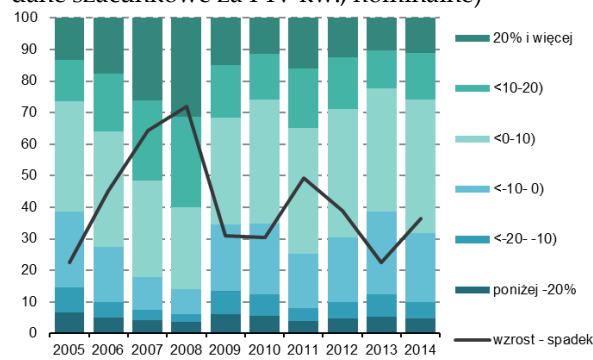


Poziom zatrudnienia nieznacznie spadł w sektorze MSP (o 0,6%), przedsiębiorstwa duże odnotowały zaś ponownie jego wzrost (o 3,7%). Najwyraźniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w firmach bardzo dużych (2000 i więcej pracowników; wzrost o 5,2%).

2. Koszty pracy, wynagrodzenia

Razem ze wzrostem zatrudnienia następował w 2014 r. wzrost kosztów wynagrodzeń, jednocześnie szybciej rosły też przeciętne płace⁹. Dynamika kosztów wynagrodzeń (wraz z ubezpieczeniami społecznymi) była więc w 2014 r., a zwłaszcza w IV kw., zdecydowanie wyższa niż dynamika zatrudnienia (w IV kw. 7,9% r/r.; wzrost o 3,4 pp. kw/kw; w całym 2014 r. to 5,5%).

Wykres 34 Rozkład dynamiki wynagrodzeń (r/r, dane szacunkowe za I-IV kw., nominalne)

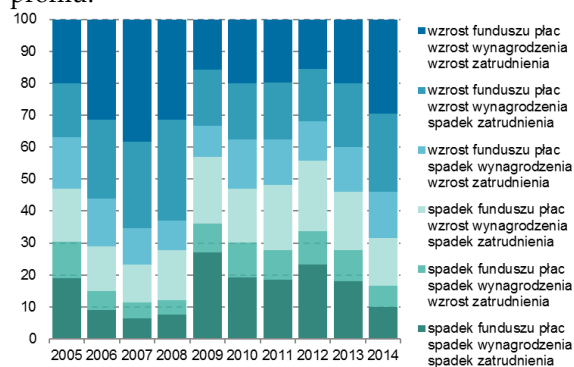


Rozkład dynamiki wynagrodzeń. (dane szacunkowe na podstawie danych F-01/I-01) pokazuje, że w 2014 r. zwiększył się w porównaniu z rokiem poprzednim udział przedsiębiorstw, które podniosły płace oraz spadł odsetek przedsiębiorstw, które je ograniczyły, co nastąpiło po dwóch latach odwrotnych tendencji.

⁹ W sektorze przedsiębiorstw wzrost przeciętnego wynagrodzenia w 2014 r. wyniósł 3,5%.

Wzrost kosztów wynagrodzeń odnotowano w zdecydowanej większości przedsiębiorstw (w 68,3%, tj. o 14,4 pp. więcej niż w poprzednim roku). Jest to niewiele mniej niż w rekordowych latach 2007 – 2008, kiedy ok. ¾ firm zwiększało koszty pracy. Wzrost przeciętnych płac nastąpił również w przeważającej grupie przedsiębiorstw (69%). Najbardziej zwiększyła się grupa przedsiębiorstw, w których wzrost funduszu płac miał dwa źródła – zarówno wzrost zatrudnienia, jak i wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Natomiast wyraźne zmniejszenie liczby firm redukujących koszty wynagrodzeń było w głównej mierze skutkiem spadku udziału przedsiębiorstw jednocześnie ograniczających zatrudnienie i płace.

Wykres 35 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian kosztów wynagrodzeń, przeciętnego wynagrodzenia oraz zatrudnienia (t/r, dane za I-XII) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu.

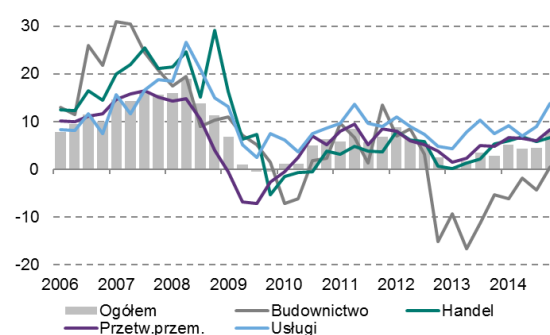


Próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosły koszty pracy, zielone – spadły. Dane dot. przeciętnego wynagrodzenia są szacunkowe.

W ujęciu branżowym dynamika kosztów pracy pozostawała na ogół dodatnia. Jednocześnie była też ona zazwyczaj wyższa niż dynamika zatrudnienia, co jest potwierdzeniem rosnących przeciętnych wynagrodzeń w większości sekcji. Koszty pracy spadły nieznacznie jedynie w energetyce, przy czym spadek zatrudnienia był tam zdecydowanie głębszy, co świadczy o wyraźnym wzroście przeciętnych płac. Jeszcze wyraźniejsza dysproporcja pomiędzy dynamikami zatrudnienia i kosztów

pracy, świadcząca o silnym wzroście wynagrodzeń, występuje w górnictwie (relatywnie wysoki wzrost kosztów pracy i głęboki spadek zatrudnienia). W budownictwie wzrosły przeciętne wynagrodzenia i, pomimo wyraźnego spadku zatrudnienia, koszty pracy nieznacznie podniosły się. W przetwórstwie przemysłowym koszty pracy także rosły (o 8,4%) szybciej niż zatrudnienie. Najszybszy wzrost kosztów pracy nastąpił w segmencie wytwarzania produktów konsumpcyjnych trwałych oraz inwestycyjnych. W branżach usługowych jedynie w Edukacji wzrost kosztów pracy nie nadążył za wzrostem zatrudnienia (a co za tym idzie spadała przeciętna płaca). W handlu wzrost kosztów pracy nieco przyspieszył (do 6,7%), przy czym wzrost zatrudnienia miał mniejszą skalę. W transporcie dynamika kosztów pracy silnie wzrosła (do 7,5%), przy stabilnym zatrudnieniu. W pozostałych usługach dynamika kosztów pracy pozostała wysoka. Wzrost kosztów pracy w branżach usługowych (poza handlem i transportem) był efektem wzrostu tych kosztów w dużym stopniu w usługach nierynkowych (gdzie wzrosło też wyraźnie zatrudnienie). W sektorze usług rynkowych nadal koszty pracy szybciej rosły w usługach dla biznesu niż dla konsumentów (podobnie jak i zatrudnienie). Koszty wynagrodzeń ponadto rosły w sekcji Dostawa wody, odpady (o 6,6%), przy niewielkim wzroście zatrudnienia.

Wykres 36 Nominalna dynamika kosztów pracy



Wysoką dynamikę kosztów pracy osiągnęły **firmy eksportujące** (11,3%), przy relatywnie wysokim wzroście zatrudnienia. Najszybciej rosły one w grupie eksporterów niewyspecjalizowanych

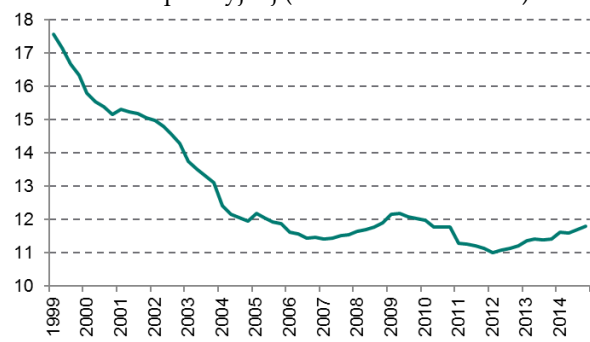
(14,9%). W przedsiębiorstwach działających łącznie na rynku krajowym koszty nieznacznie wzrosły (o 1,4%), pomimo wyraźnego spadku zatrudnienia.

Dynamika kosztów pracy w **sektorze MSP** ponownie okazała się zdecydowanie niższa od wzrostu tych kosztów w przedsiębiorstwach dużych (i wyniosła odpowiednio 2,9% i 10,2%). W obu grupach dynamiki te wyprzedzały wzrost zatrudnienia, a więc następował również wzrost przeciętnych płac.

W **sektorze ICT** koszty pracy rosły szybciej niż w pozostałych przedsiębiorstwach i szybciej niż zatrudnienie. Szybciej też rosły więc średnie wynagrodzenia. Ta sytuacja miała miejsce we wszystkich branżach ICT - zarówno w usługach, w przemyśle, jak i w handlu.

Przedsiębiorstwa **publiczne** nieco zwiększyły w IV kw. koszty pracy (o 1,3%, przy malejącym zatrudnieniu), podczas gdy firmy **prywatne** zwiększyły je bardzo wyraźnie (o 9,6%, przy rosnącym zatrudnieniu). Warto dodać, że w całym 2014 r. koszty pracy szybciej rosły w jednostkach prywatnych krajowych niż w firmach z kapitałem zagranicznym, przy odwrotnej relacji dynamiki zatrudnienia (tzn. rosła ona szybciej w firmach zagranicznych). Świadczy to o doganianiu przez przedsiębiorstwa krajowe stawek płacowych w firmach zagranicznych (które jednak nadal pozostają wyższe).

Wykres 37 Udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej (dane odsezonowane)



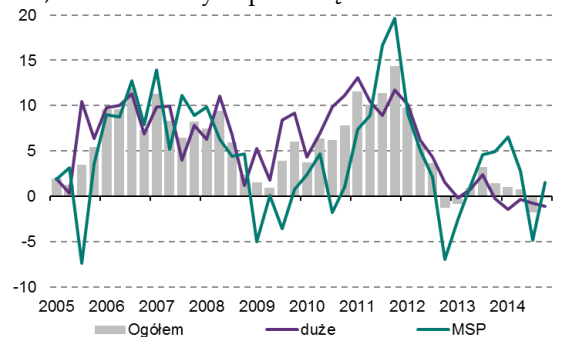
W latach 1999-2006 **udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej** przedsiębiorstw spadał systematycznie – z 17,7% w 1999 r. do 11,4% w 2006 r. W latach 2007-2014 zmiany były wolniejsze, ale od 2012 r. udział ten pozostaje w lekkiej tendencji rosnącej (w IV kw. 2014 r. wyniósł 11,8%).

3. Wydajność pracy

Rosnące w 2014 r. koszty płac miały zdecydowanie wyższą dynamikę niż wydajność pracy. Koszty wynagrodzeń rosły bowiem szybciej niż przychody ze sprzedaży (nominalnie o 2%). Dynamika wydajności pracy¹⁰ jest wrażliwa na fluktuacje zarówno sprzedaży, jak i zatrudnienia. Nieco niższa dynamika sprzedaży od dynamiki zatrudnienia spowodowały niewielki spadek wydajności pracy – w IV kw. nominalnie dynamika wydajności pracy wyniosła -0,2% (podobnie jak w całym 2014 r.).

Spadek dynamiki wydajności pracy zrealizował się w **dużych firmach** (-1,2%), zaś w **sektorze MSP** nastąpił wzrost (1,5%). Taka sytuacja, pomimo niższej dynamiki sprzedaży w MSP, była efektem zmian zatrudnienia – wyraźnego wzrostu w dużych przedsiębiorstwach oraz redukcji w sektorze MSP.

Wykres 38 Dynamika wydajności pracy, nominalnie, w MSP i dużych przedsiębiorstwach



¹⁰ Mierzona wielkością sprzedaży przypadającą na 1 zatrudnionego

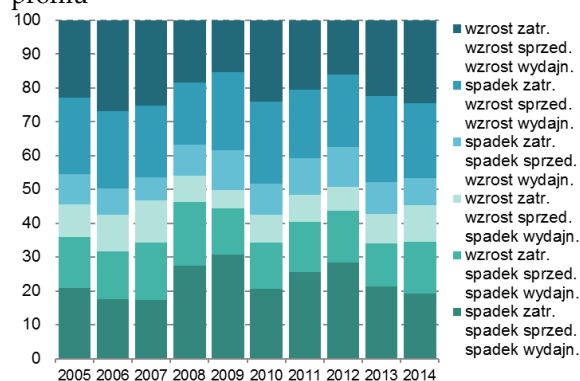
Wskaźniki cen w IV kw. 2014 r. pozostawały nadal ujemne w większości branż. Miało to pozytywny wpływ na **dynamikę realnej wydajności pracy** w sektorze przedsiębiorstw, która w IV kw. 2014 r. osiągnęła wartość dodatnią (1,3%).

Wprawdzie wzrost wydajności pracy wyhamował, ale utrzymywały się pozytywne tendencje. Nadal ponad połowa przedsiębiorstw realnie podnosiła swoją wydajność pracy (udział przedsiębiorstw realnie ją zwiększających spadł jednak w IV kw. o 2,6 pp. r/r do 54,7%). W dalszym ciągu więcej firm podnosiło wydajność przez wzrost sprzedaży niż redukcję zatrudnienia. Podobnie – zmniejszenie wydajności częściej było spowodowane spadkiem sprzedaży niż wzrostem zatrudnienia. Pozytywną obserwacją jest fakt, że odsetek firm będących w najkorzystniejszej sytuacji, tzn. takich, w których wzrost wydajności wynikał z szybszego wzrostu sprzedaży niż zatrudnienia wzrósł w IV kw. Jednocześnie spadł udział przedsiębiorstw, w których wzrostowi wydajności towarzyszyła redukcja zatrudnienia. Ponadto, zmniejszył się odsetek firm w najgorszej sytuacji, tzn. takich, w których zmniejszenie dynamiki wydajności wynikało z szybszego spadku dynamiki sprzedaży niż zatrudnienia, aczkolwiek jest to nadal dość duża grupa przedsiębiorstw (19,3%).

Wzrostowi realnych dynamik wydajności pracy w **ujęciu branżowym** sprzyjały ujemne wskaźniki cen w wielu z nich, m.in. w przetwórstwie przemysłowym oraz w budownictwie. W budownictwie odnotowano wysoki dynamikę realnej wydajności (13,8%, czemu sprzyjało stale spadające zatrudnienie). W branży przetwórczej spadek wydajności był nieznaczny (-0,2%), przy czym obniżanie się cen w

przemysle osłabiało ten spadek, a wzrost zatrudnienia – pogłębiał. Dodatnią realną dynamikę wydajności pracy utrzymał transport (0,7%), mimo dodatniego wskaźnika cen, ale i przy dość stabilnym zatrudnieniu. Spadek realnej dynamiki wydajności zarejestrowano w handlu (o 2,4%), przy względnie wysokim wzroście zatrudnienia. W górnictwie nastąpił wzrost wydajności (o 5%), któremu towarzyszył nadal wyraźny spadek wskaźnika cen i redukcja zatrudnienia. Realny wzrost dynamiki wydajności pracy odnotowano ponadto w energetyce oraz w sekcji Dostawa wody, odpady, przy dodatnich wskaźnikach cen w tych sekcjach.

Wykres 39 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian wydajności, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia (r/r, dane kwartalne za IV 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.

Szybko rosnące zatrudnienie oraz nieco wolniejszy wzrost sprzedaży spowodował spadek dynamiki wydajności pracy w **sektorze ICT** w 2014 r. Było to widoczne zwłaszcza w firmach usługowych.

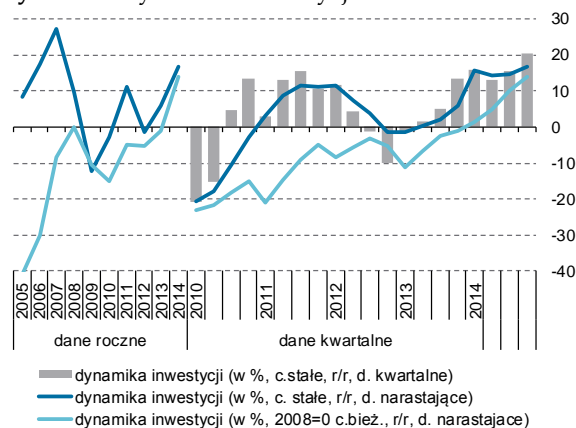
Aktywność inwestycyjna

1. Inwestycje ogółem

W sektorze przedsiębiorstw obserwujemy kontynuację rozpoczętej pod koniec 2012 r. **odbudowy aktywności inwestycyjnej**. W 2014 r. przedsiębiorstwa przeznaczyły na inwestycje łącznie blisko 120 mld. zł i w ujęciu nominalnym były to największe nakłady w historii, przekraczające także rekordowe nakłady z 2008 r. W rezultacie wzrost całorocznych inwestycji przyspieszył do 16,8% (po wzroście o 5,9% w pop. roku, r/r, c. stałe¹¹), ustanawiając najlepszy wynik od momentu pojawienia się kryzysu przełomu 2008/2009. Niemniej jednak obecne inwestycje są nadal niższe w relacji do posiadanej przez przedsiębiorstw majątku niż inwestycje realizowane w okresie ostatniego ożywienia koniunktury.

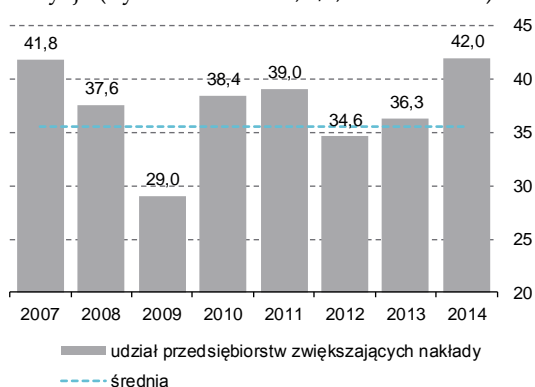
Dane w ujęciu kwartalnym pokazują, że wysokie, dwucyfrowe tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstwa utrzymują piąty kolejny kwartał, a w drugiej połowie ubiegłego roku nastąpiło jeszcze wyraźne **przyspieszenie tego wzrostu** (w IV kw. inwestycje wzrosły o 20,5%, po wzroście o 15,7% w pop. kw., r/r, c. stałe, dane kwartalne).

Wykres 40 Dynamika inwestycji

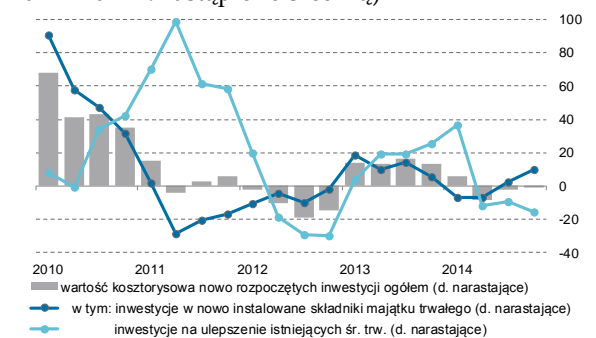
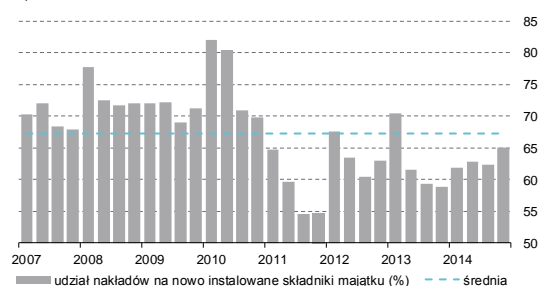


Na aktywność inwestycyjną w sektorze przedsiębiorstw w 2014 r. oddziaływały m.in. korzystne przepisy podatkowe zachęcające do zwiększonych zakupów środków transportu. W ubiegłym roku ruszyły także duże projekty inwestycyjne w energo-tyce oraz w transporcie kolejowym. Przyspieszenie inwestycji z **jednej strony jest więc efektem spektakularnych działań największych podmiotów w gospodarce, ale też** obserwujemy, że działania rozwojowe podejmują **coraz szersze kręgi sektora przedsiębiorstw**, w tym także małe i średnie przedsiębiorstwa. Dane jednostkowe wskazują, że rekordowo dużo podmiotów podjęło decyzje o zwiększaniu nakładów inwestycyjnych (42%, tj. najwięcej w historii).

¹¹ Dla urealniania zmian wykorzystywany jest wskaźnik cen nakładów inwestycyjnych.

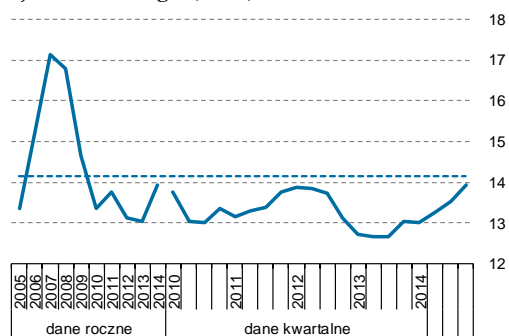
Wykres 41 Udział przedsiębiorstw zwiększających inwestycje (dynamika realna, r/r, dane roczne)

Przedsiębiorstwa realizują **coraz większe inwestycje, których celem jest instalowanie nowych składników majątku trwałego** (w 2014 r. wzrost o 9,6% r/r, c. bieżące), a jednocześnie zmniejszają skalę projektów modernizacyjnych (spadek o 15,8%). W rezultacie udział inwestycji w nowo instalowane składniki majątku trwałego w ogólnej wartości kosztorysowej rozpoczynanych inwestycji zwiększył się (62,1% wobec 58,9% w pop. r.), aczkolwiek nadal kształtował się nieco poniżej średniej wieloletniej.

Wykres 42 Dynamika wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji. Inwestycje na ulepszenie (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja lub modernizacja środka trwałego) istniejących środków trwałych oraz w nowo instalowane składniki majątku trwałego (w %, r/r, ceny bieżące, b.d. za I kw. 2011 i 2012 r. zastąpiono średnią)**Wykres 43** Udział wartości kosztorysowej nakładów na nowo instalowane składniki majątku w wartości kosztorysowej inwestycji nowo rozpoczętych w okresie sprawozdawczym (dane narastające, w %)

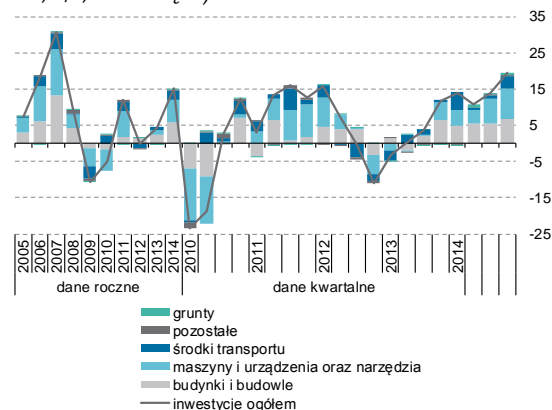
Trudno powiedzieć, czy obserwujemy moment przełomowy i reorientację w stronę bardziej ekspansywnych kierunków rozwoju. Obserwowane zmiany w strukturze rodzajowej nakładów (o czym piszemy poniżej), przyspieszenie skali nakładów, powszechność ożywienia oraz fakt, że posiadany majątek został już w dużym stopniu zmodernizowany w latach ubiegłych (zwiększona ostrożność słałała wówczas przedsiębiorstwa do koncentrowania się na inwestycjach jedynie podtrzymujących stan posiadanego majątku), mogą wskazywać, że posiadane rezerwy rozwoju się wyczerpały i niezbędne stają się inwestycje w rozbudowę majątku. Inwestycje w nowy majątek wymagają zwykle większych nakładów niż prace modernizacyjne, stąd obserwujemy również przyspieszenie tempa odnawiania i unowocześniania majątku. Proces ten obserwujemy od 2013 r. i w końcu ub.r. tempo odnowienia majątku zbliżyło się już wyraźnie do przeciętnego wyniku z poprzednich lat (jednak technicznie rzecz ujmując przyrost majątku firm powoduje, że dziś potrzebne są znacznie większe inwestycje niż w ubiegłych latach, żeby utrzymać tempo odnawiania majątku).

Wykres 44 Tempo odnawiania majątku. Relacja inwestycji (inwestycje kwartalne annualizowane) do majątku trwałego (w %)

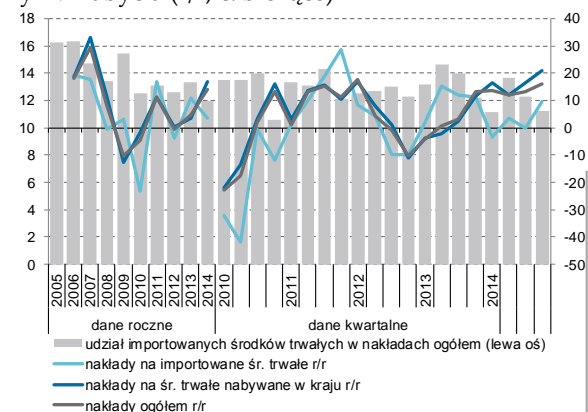


Przedsiębiorstwa nadal (6 kolejny kwartał) **zwiększają nakłady we wszystkich grupach rodzajowych** inwestycji, ale **coraz ważniejszą grupą wydatków są zakupy maszyn i urządzeń**. Rosnący wkład maszyn i urządzeń w stopę wzrostu inwestycji (obok istotnego znaczenia nakładów na budynki) może świadczyć o rozbudowie potencjału firm. Począwszy od III kw. 2014 r. wydatki na maszyny i urządzenia były już głównym czynnikiem wzrostu inwestycji (podobnie jak i dla danych za cały rok). W IV kw. nakłady te zwiększono o 19,1% (po wzroście o 15% w III kw., ceny bieżące, dane kwartalne, r/r) i co ważne, wzrost ten nastąpił już przy wysokiej bazie odniesienia z poprzedniego roku. Drugim motorem wzrostu inwestycji w IV kw. były nakłady na budynki i budowle (wzrost o 15%). Przedsiębiorstwa chętniej kupowały także środki transportu (wzrost przyspieszył do 34% w skali roku), ale mimo wysokiego tempa wzrostu wydatki te nie miały już tak silnego przełożenia na stopę wzrostu inwestycji ogółem jak w pierwszym kwartale (okienko VAT).

Wykres 45 Dynamika nakładów na środki trwałe i wkład składowych do stopy wzrostu nakładów (w %, r/r, c. bieżące)



Stosunkowo niewielką i ponadto malejącą część środków trwałych firmy sprowadzają z zagranicy. W IV kw. 2014 r. na zakup środków trwałych od zagranicznych dostawców i producentów przedsiębiorstwa przeznaczyły w sumie 11,2% ogółu nakładów. Niewielkie zainteresowanie importem inwestycyjnym utrzymywało się w ciągu trzech pierwszych kwartałów ub.r. po czym w ostatnim kwartale przedsiębiorstwa zwiększyły zakupy środków trwałych sprowadzanych z zagranicy (wzrost o 9,4%, r/r, c. bieżące, d. kwartalne). Dynamika nakładów na importowane środki trwałe pozostaje jednak pod wpływem deprecjacji złotego zwłaszcza wobec dolara. Wzrost w IV kw. był rezultatem zwiększonych nakładów na importowane maszyny i urządzenia, przy spadku wydatków na środki transportu. Nadal znacznie szybciej inwestorzy zwiększają zakupy inwestycyjne na rynku krajowym (20,9%) niż zagranicznym.

Wykres 46 Nakłady na środki trwałe w podziale na rynki nabycia (r/r, c. bieżące)

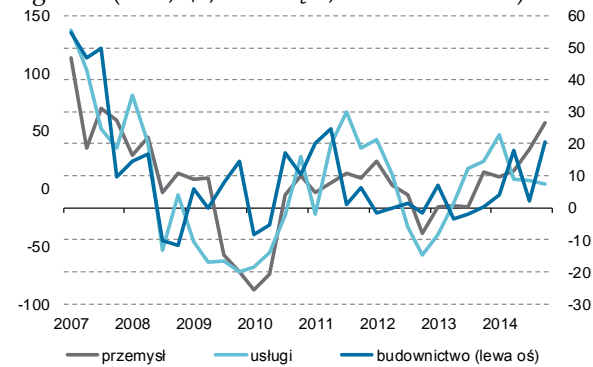
Rozwój przedsiębiorstw wspierała przede wszystkim silna konsumpcja krajowa. Historycznie niskie stopy procentowe oraz wysoka dostępność kredytów bankowych tworzyły zaś korzystne warunki do finansowania projektów rozwojowych. Natomiast utrzymująca się w otoczeniu niepewność (perspektywa słabego wzrostu gospodarczego w Europie, kryzys wschodni) mogła stanowić czynnik hamujący ten wzrost. W kolejnych kwartałach aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw może sprzyjać m.in. otwarcie nowej perspektywy finansowej w ramach funduszy unijnych (największy budżet do rozdysponowania w ramach programu POIR, który wspiera rozwój innowacyjności przedsiębiorstw).

Inwestycje w podstawowych przekrojach

W klasyfikacji według rodzaju działalności najwyższą dynamikę nakładów w IV kw. 2014 r. zanotowano w **przemysle**, gdzie już od dwóch lat obserwujemy przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji. Nakłady w tej grupie podmiotów rosną obecnie najszybciej od 2007 r. Na wzrost inwestycji w przemyśle złożyły się większe zakupy maszyn i urządzeń, wspierane rosnącymi nakładami na budynki i budowlę (ale też b. wysoka dynamika inwestycji w środku transportu, przy jednak małym ich udziale w nakładach ogółem). Przejawem ożywienia inwestycyjnego w przetwórstwie przemysłowym jest dynamiczne przyspieszenie wzrostu skali nowo rozpoczynanych inwestycji, w tym szczególnie

inwestycji polegających na zainstalowaniu nowych składników majątku trwałego przy gasnącej dynamice inwestycji modernizacyjnych.

Wysoka dynamika nakładów utrzymuje się też we wspomnianej już w energetyce, gdzie w ubiegłym roku rozpoczęto szereg kluczowych dla tego sektora inwestycji¹².

Wykres 47 Dynamika nakładów na środki trwałe wg PKD (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)

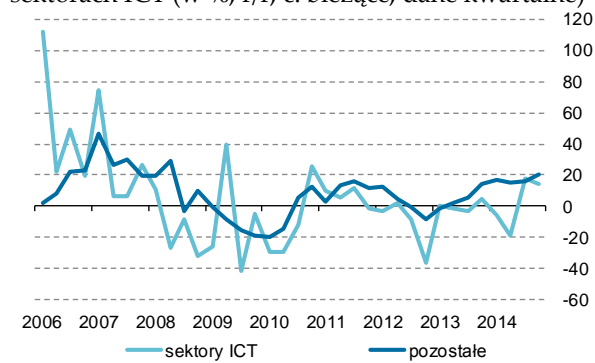
Tempo wzrostu nakładów ustabilizowało się natomiast w sektorze **usługowym**, ale nadal szybko rośnie tam skala rozpoczynanych inwestycji polegających na instalowaniu nowych składników majątku. Wśród firm usługowych wyraźnie wyższą aktywność przejawiają przedsiębiorstwa transportowe (w handlu i w pozostałych firmach usługowych doszło do spadku inwestycji). Od dwóch lat w transporcie dynamicznie zwiększa się skala rozpoczynanych inwestycji w nowo instalowane składniki majątku trwałego. Wpływ na wyniki transportu mają szeroko zakrojone inwestycje realizowane w grupie PKP (w 2014 r. rekordowe inwestycje w infrastrukturę i tabor).

¹² W lutym ruszyła budowa bloków energetycznych w elektrowni Opole (11,6 mld zł), we wrześniu – rozbudowa elektrowni Jaworzno (5,4 mld zł), w grudniu – budowa nowego bloku energetycznego w elektrowni Turów (4 mld zł), a kontynuowana jest wieloletnia inwestycja w elektrowni Kozienice. (Mapa inwestycji energetycznych, MSP, <http://www.msp.gov.pl/pl/mapa-inwestycji-energet/24501,Inwestycje-energetyczne-do-2030-r.html>)

W **budownictwie** następuje poprawa aktywności inwestycyjnej (choć spora wariancja dynamiki nakładów) i w IV kw. sektor ten zwiększył inwestycje. Poza nakładami na nieruchomości budownictwo zwiększyło też (wyraźnie malejące od ponad 3 lat) nakłady na maszyny i urządzenia. Realizowane są tu nadal dość intensywnie inwestycje o charakterze modernizacyjnym. Wydają się one niezbędne, biorąc pod uwagę trwającą regresję inwestycji w budownictwie, wywołaną zapaścią tego sektora w okresie 2012-2013. Ze względu na otwierającą się nową perspektywę finansową na lata 2014-2020, można oczekiwać zwiększenia się podaży prac budowlanych (głównie energetyka, kolej).

Branże ICT w ostatnich latach zwykle notowały niższą dynamikę inwestycji niż pozostałe grupy firm. Jednak w drugiej połowie 2014 r. również w sektorze ICT można mówić o wzroście aktywności inwestycyjnej i przyspieszeniu dynamiki nakładów. Tempo odnowienia majątku pozostaje jednak na historycznie niskim poziomie (dane od 2006 r.).

Wykres 48 Dynamika nakładów na środki trwałe w sektorach ICT (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)

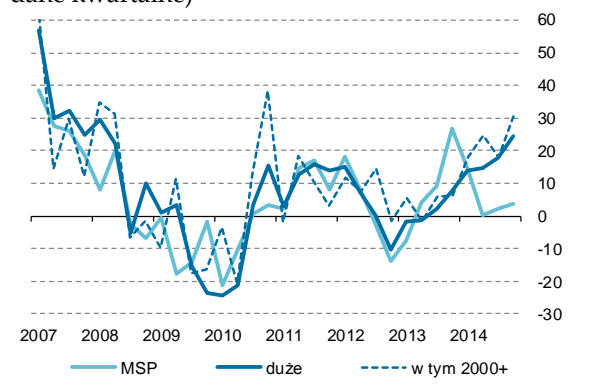


Dalsze silne przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji obserwujemy w grupie **dużych przedsiębiorstw**, w tym także wśród największych firm zatrudniających ponad 2000 pracowników. Inwestycje w tej grupie firm przyspieszają od końca 2012 r. i obecnie rosną najszybciej od momentu pojawienia się kryzysu 2008/2009. Głównym komponentem wzrostu inwestycji dużych firm były, podobnie jak we wcześniejszym kwartale, nakłady

na maszyny i urządzenia. Przedsiębiorstwa te nadal też mocno inwestują w budynki i budowle. Podobnie szybko jak w pierwszym kwartale rosły również tu wydatki na środki transportu (ale wkład we wzrost już znacznie słabszy niż wówczas). Inwestycje największych przedsiębiorstw są coraz większe w relacji do majątku trwałego, co przekłada się na przyspieszenie tempa jego odnawiania. Rozpocznane inwestycje skierowane są głównie na instalowanie nowych składników majątku i skala tych inwestycji jest większa niż przed rokiem przy jednocześnie niższej wartości kosztorysowej zadań modernizacyjnych.

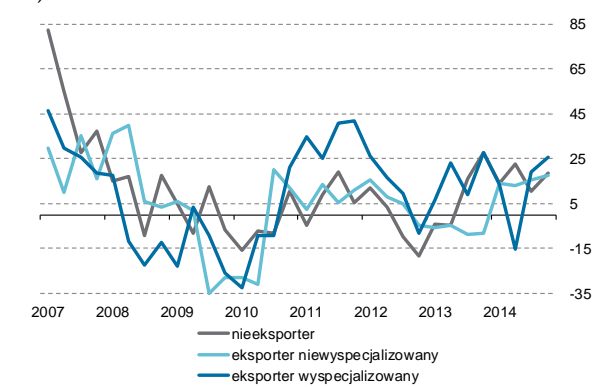
Niewielkie tempo wzrostu inwestycji, po głębokim spadku tej dynamiki w II kw. ub.r., utrzymują natomiast nadal przedsiębiorstwa **MSP**. W rezultacie tempo odnawiania majątku w MSP od początku 2014 r. wciąż się obniża. Jednocześnie dynamicznie rośnie skala nowo rozpoczynanych projektów w sektorze MSP, w tym zarówno projektów związanych z modernizacją istniejącego majątku, jak i z instalacją nowych składników. Brak dodatkowego przełożenia wysokiej dynamiki wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych projektów w MSP na agregat nakładów może wynikać z większego opóźnienia między momentem rozpoczęcia inwestycji, kiedy w ewidencji wartości kosztorysowej wykazywana jest całkowita szacowana wartość projektu a kolejnymi etapami inwestycji (ujmowane są one w nakładach w miarę postępu prac inwestycyjnych). Kolejnym powodem rozbieżności może być też korekta planów w trakcie realizowania inwestycji (w sprawozdaniu F-01/I-01 nie wprowadza się korekt w sytuacji rewizji planów). W przypadku MSP także znacznie niższa niż dla firm dużych jest relacja wartości kosztorysowej do faktycznych nakładów poniesionych w danym okresie na inwestycje.

Wykres 49 Dynamika nakładów na środki trwałe wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r, c. bieżące, dane kwartalne)



Przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji w IV kw. odnotowano we wszystkich grupach, niezależnie od stopnia zaangażowania w sprzedaż zagraniczną. Podobnie jak we wcześniejszym kwartale nakłady najszybciej zwiększały przedsiębiorstwa osiągających więcej niż połowę przychodów ze sprzedaży eksportowej. Jednocześnie firmy te zwiększają mocno skalę nowo rozpoczynanych inwestycji na nowo instalowane składniki majątku.

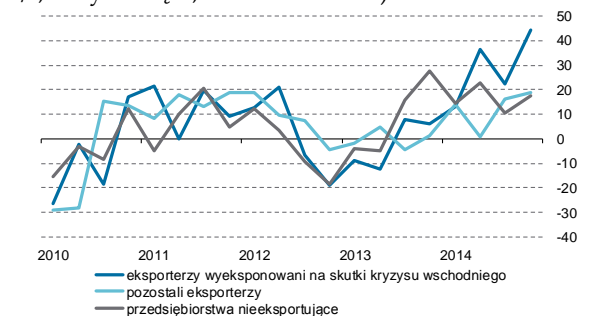
Wykres 50 Dynamika nakładów na środki trwałe wg eksportu (w %, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne)



Wśród eksporterów aktywność inwestycyjną najszybciej zwiększają przedsiębiorstwa działające w branżach najbardziej eksponowanych na możliwe skutki kryzysu wschodniego. Przyspieszenie w drugiej połowie 2014 roku związane było w tej grupie ze zwiększonymi nakładami na maszyny i urządzenia. Silnie rośnie w tej grupie także skala

noworozpoczynanych inwestycji. Wyniki te mogą sugerować, że przedsiębiorstwa te aktywnie reagują na skutki kryzysu, a ich kondycja nie uległa zasadniczemu pogorszeniu.

Wykres 51 Dynamika nakładów na środki trwałe a ekspozycja na skutki kryzysu wschodniego (w %, r/r, ceny bieżące, dane kwartalne)



2. Finansowanie

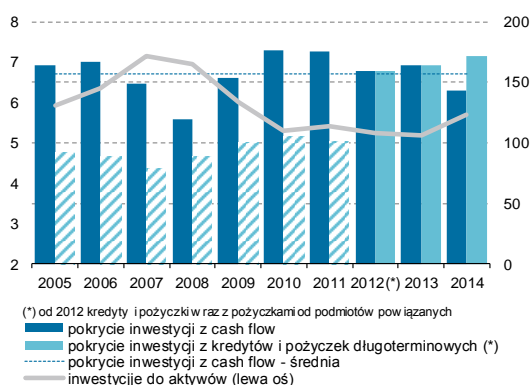
W 2014 r. akcja inwestycyjna przedsiębiorstw była rozwijana szybciej, niż poprawiały się wewnętrzne możliwości finansowania (spadek pokrycia inwestycji z cash flow). Inwestycje większe niż przed rokiem, i także większe w stosunku do posiadanych aktywów, musiały zostać sfinansowane zatem przy relatywnie słabszej zdolności do samofinansowania. Tę lukę zrekompensował szybszy dopływ kredytów i pożyczek długoterminowych, jaki miał miejsce w tym okresie. Przełożyło się to na wzrost pokrycia nakładów z kredytów i pożyczek¹³.

Mimo pogorszenia wskaźników pokrycia inwestycji z cash flow wobec sytuacji sprzed roku, zasoby środków finansowych całego sektora przedsiębiorstw znacznie przekraczają zrealizowane inwestycje (obydwie te kategorie ekonomiczne są silnie

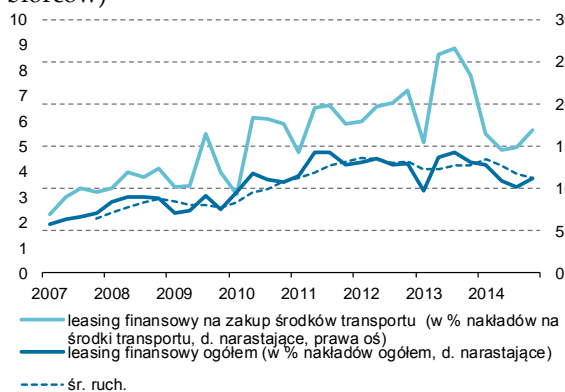
¹³ Na podstawie danych F-01/I-01 dysponujemy tylko rozbićciem ze względu na termin wymagalności kredytu, kredyt inwestycyjny jest tylko częścią długoterminowego zadłużenia kredytowego. Dodatkowo kredyty i pożyczki długoterminowe w nowym ujęciu od 2012 r. zawierają także pożyczki od podmiotów powiązanych. Z tego względu też dysponujemy krótkim szeregiem dynamiki kredytów w relacji rocznej. Nieciągły jest również szereg dla pokrycia inwestycji z kredytów długoterminowych i dane przed i po zmianie z 2012 r. są nieporównywalne.

skoncentrowane). Wypracowany w firmach w 2014 r. cash flow był o 44% większy niż poniesione w tym samym okresie wydatki na inwestycje, ale jest to poziom wyższy niż w okresie ostatniego ożywienia inwestycyjnego.

Wykres 52 Inwestycje i możliwości ich finansowania (dane narastających według stanu na koniec każdego roku)



Wykres 53 Znaczenie leasingu finansowego w finansowaniu zakupów środków trwałych (dane narastające, leasing wykazywany przez leasingobiorców)



Rosnący udział przedsiębiorstw korzystających z leasingu finansowego¹⁴ świadczy o coraz większej popularności tego sposobu finansowania majątku

¹⁴ Omawiamy tu wyłącznie leasing finansowy, zaś pomijamy leasing operacyjny, ponieważ w sensie ekonomicznym charakter leasingu operacyjnego zbliżony jest do wynajmu. Wydatki związane z leasingiem operacyjnym ujmowane są w kosztach prowadzenia działalności, a nie w rachunku nakładów i nie skutkują przyrostem wartości majątku przedsiębiorstwa.

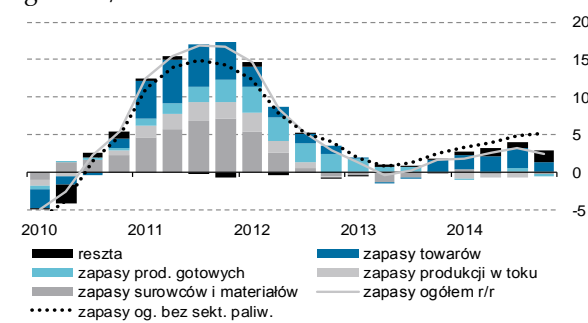
trwałego, zwłaszcza przy finansowaniu zakupów środków transportu¹⁵ (blisko 12% firm w 2014 roku przyjęło środki trwałe w drodze leasingu, tj. o 1,2 pp. więcej niż w poprzednim roku). Również struktura rodzajowa wyleasingowanego majątku pokazuje, że od 2010 r. drogą leasingu przedsiębiorstwa pozyskują głównie środki transportu (na koniec 2014 r. stanowiły one 54% wyleasingowanych środków trwałych). Mimo silnego impulsu pro wzrostowego w I kw. cały rok zamknął się jednak lekkim spadkiem wartości wyleasingowanych środków trwałych (spadek o 2%, r/r, c. bieżące, d. narastające). W rezultacie wartość środków trwałych nabytych dzięki leasingowi w relacji do poniesionych nakładów na środki trwałe w ciągu roku obniżyła się (przed 2011 r. ta relacja dynamicznie rosła, agregat jest pod silnym wpływem dużych jednostkowych transakcji).

¹⁵ Statystyki obejmują te przedsiębiorstwa, które w analizowanym okresie przyjęły majątek trwały drogą leasingu finansowego (nie dysponujemy informacją o zobowiązaniach z tytułu umów leasingowych).

Zapasy

Po pięciu kwartałach przyspieszania **dynamika wzrostu zapasów w przedsiębiorstwach zmniejszyła się** i w IV kw. wyniosła 2,5% w relacji rocznej (ceny bieżące). Na osłabienie tempa przyrostu zapasów złożyło się spowolnienie dynamiki wzrostu zapasów towarów (wzrost o 3,5%, po wzroście o 7,7% w III kw., r/r) oraz spadek poziomu zapasów produktów gotowych (o 1,8%); warto też zwrócić uwagę na ustąpienie efektu niskiej bazy. Zapasy towarów pozostają głównym czynnikiem wzrostu zapasów. Znacząco i dodatnio zadziałał w tym kwartale także przyrost rezydualnych składników zapasów.

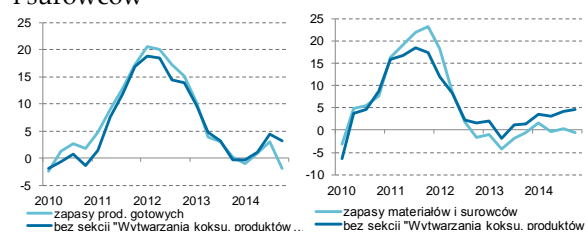
Wykres 54 Struktura rodzajowa wzrostu zapasów ogółem r/r



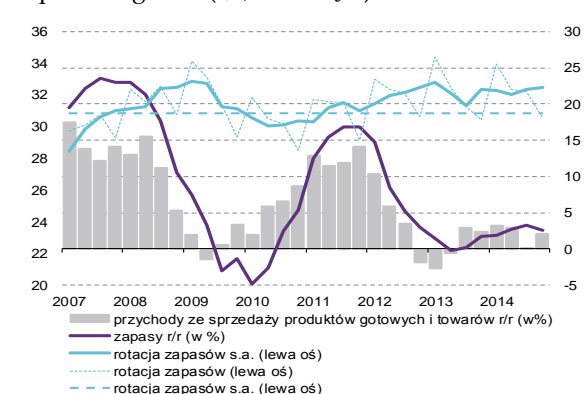
Zmiany zapasów w IV kw., w tym zwłaszcza produktów gotowych oraz materiałów i surowców, **determinowane były przez szczególną sytuację w sektorze paliwowym. Spadek cen surowców energetycznych, w tym cen ropy, spowodował konieczność przeszacowania wartości zapasów w przedsiębiorstwach sektora paliwowego.** Po wyłączeniu przedsiębiorstw prowadzących działalność w przemyśle paliwowym dynamika zapasów ogółem wzrosła z 4,9% w III kw. do 5,3% w IV kw., a dynamika zapasów produktów gotowych inaczej niż w całym sektorze przedsiębiorstw zachowała dodatnią dynamikę wzrostu (3,2% po wzroście o 4,4% w III kw.). Słabszy niż we wcześniejszym kwartale przyrost zapasów produktów gotowych jest również efektem wysokiego poziomu konsumpcji kra-

jowej i wzrostu sprzedaży, co sugeruje poprawa dynamiki przychodów ze sprzedaży produktów w IV kw.

Wykres 55 Wpływ sektora paliwowego na dynamikę zapasów produktów gotowych oraz materiałów i surowców



Wykres 56 Cykl rotacji zapasów¹⁶ ogółem s.a. (w dniach) i dynamika kwartalnych przychodów ze sprzedaży produktów gotowych i towarów oraz zapasów ogółem (r/r, c. bieżące)



W kontekście wprowadzonych przez Rosję ograniczeń w handlu artykułami spożywczymi monitorowania wymaga sytuacja w dziale produkcji artykułów spożywczych. W III kw. nastąpił spadek sprzedaży, a w IV kw. obserwujemy kontynuację tego procesu (ujemna dynamika sprzedaży od lat nie była notowana w tej grupie firm). Gorszym wynikiem sprzedażowym inaczej niż w poprzednim kwartale nie towarzyszył już jednak w IV kw. przy-

¹⁶ Cykl rotacji zapasów liczony jest jako relacja zapasów ogółem do kwartalnych przychodów ze sprzedaży produktów gotowych i towarów, wyrażony w dniach.

rost stanów magazynowych. Może to świadczyć o prowadzonych w firmach tego sektora dostosowaniach wielkości produkcji (zmniejszono poziom zapasów wykorzystywanych na początku i w trakcie procesu produkcyjnego, tj. materiałów i surowców oraz zapasów produkcji w toku).

W IV kw. 2014 r. cykl zapasów po korekcie sezonowej nieznacznie się wydłużył w stosunku do

poprzedniego kwartału (o 0,1 dnia) i pozostał powyżej długookresowej średniej.

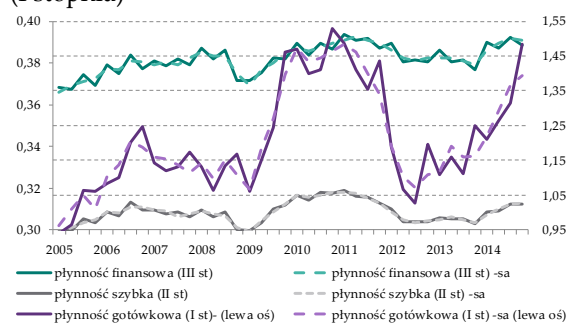
Cykl rotacji zapasów rośnie w budownictwie, ale pozostaje na poziomie niskich wartości dla tej branży. Spowolnienie rotacji nastąpiło także w usługach. Skrócenie obrotu zapasów odnotowano natomiast w przemyśle, co jest jednak głównie pochodną sytuacji w sektorze paliwowym, gdzie miał miejsce głęboki (nominalny) spadek wartości zapasów.

Płynność, finansowanie działalności

1. Płynność

Sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw, pozostaje dobra. Wszystkie wskaźniki płynności znajdują się w trendzie rosnącym. Najsilniej w ostatnim roku wzrosła płynność gotówkowa. Obserwowane wskaźniki płynności znalazły się tym samym na poziomie z początku kryzysu finansowego. Obecne wysokie poziomy płynności mogą być efektem zarówno wysokich zysków zatrzymanych przedsiębiorstw, jak i skutkiem wstrzymania inwestycji, które mają być współfinansowane z funduszy unijnych dostępnych w ramach nowej perspektywy budżetowej.

Wykres 57 Płynność finansowa (III stopnia), płynność szybka (II stopnia) i płynność gotówkowa (I stopnia)

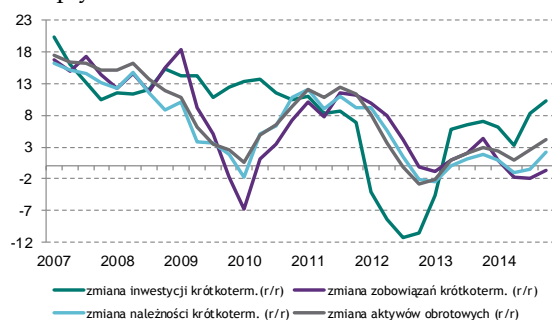


O zmianach wskaźników płynności w ujęciu rocznym zdecydował wzrost wielkości płynnych aktywów pozostających w dyspozycji przedsiębiorstw wobec utrzymującego się spadku zobowiązań krótkoterminowych. Obserwowany wzrost płynności gotówkowej sektora jest pochodną wyraźnego wzrostu inwestycji krótkoterminowych¹⁷, których

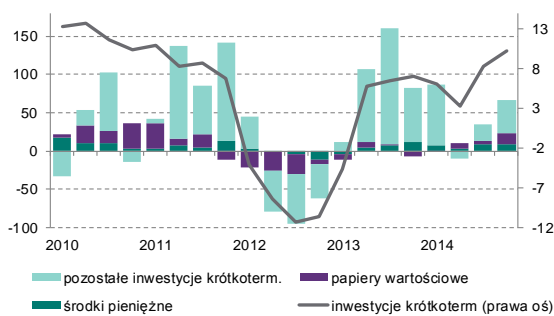
¹⁷ W skład inwestycji krótkoterminowych wchodziły środki pieniężne, papiery wartościowe (w tym również udziały, pożyczki) i pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe. Środki pieniężne i papiery wartościowe stanowią około 98%-99% inwestycji krótkoterminowych. Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe, mimo dużych zmian rocznych, nie wywierają istotnego wpływu na pozycję zagregowaną, z uwagi na swój niewielki w nich udział.

zasadniczym składnikiem pozostały dynamicznie zwiększające się środki pieniężne (wzrost sięgnął 9% r/r).

Wykres 58 Zmiany roczne składowych wskaźników płynności



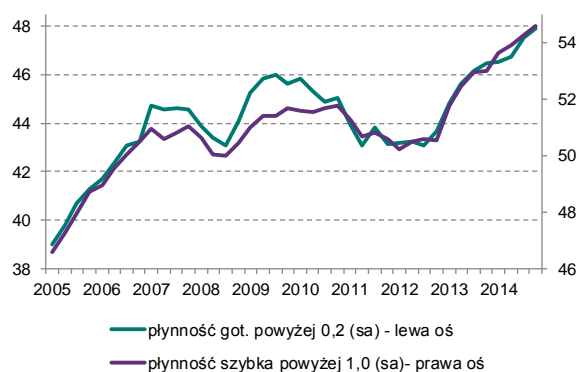
Wykres 59 Zmiany inwestycji krótkoterminowych i dynamika ich głównych składowych (r/r)



Z analizy wskaźników koncentracji inwestycji i należności krótkoterminowych wynika, że w przypadku obu zmiennych wyhamowana została tendencja spadkowa. Obecnie przedsiębiorstwa największe ponownie przyspieszyły akumulację najbardziej płynnych aktywów finansowych i tym samym spowodowały wstrzymanie procesu dekoncentracji wspomnianych agregatów. Jednocześnie zmiany inwestycji i należności krótkoterminowych dwóch środkowych kwartyli przedsiębiorstw przełożyły się na obserwowany, kolejny **przyrost odsetka przedsiębiorstw utrzymujących bezpieczne poziomy płynności**. Na koniec 2014 r. odsetki przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności na po-

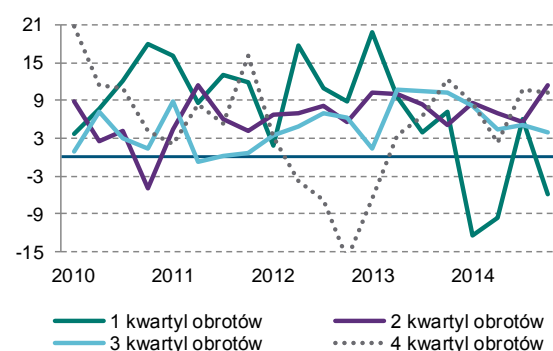
ziomach uznanych za bezpieczne, po raz kolejny wzrosły do nienotowanych do tej pory poziomów (wartości referencyjne por. Aneks). Płynność gotówkową przekraczającą poziom 0,2 miało 47,4%, a płynność szybką powyżej 1,0 miało 54,6% badanych firm.

Wykres 60 Odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy



Wzrost akumulacji środków pieniężnych odnotowano w trzech kwartylach przedsiębiorstw sklasyfikowanych według wielkości obrotów, przy czym największy przyrost odnotowano w drugim i czwartym kwartalu obrotów, których łączny udział w całkowitych środkach pieniężnych sięga 85% agregatu. W pierwszym kwartalu odnotowano spadek zakumulowanych środków pieniężnych. Nie przełożyło się to jednak na pogorszenie płynności tych firm w ujęciu rocznym, z uwagi na mniejszy spadek inwestycji krótkoterminowych (wartości średniej) niż spadek wielkości zobowiązań krótkoterminowych (wartości średniej), które stanowią o kształtowaniu się wskaźnika płynności I st.

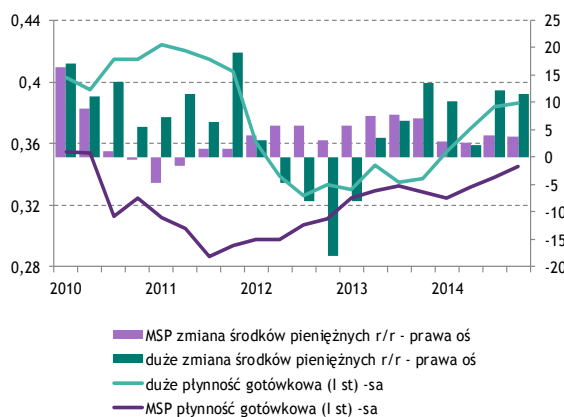
Wykres 61 Zmiany roczne środków pieniężnych przedsiębiorstw ujętych wg wielkości obrotów



Płynność w wybranych klasach

Poprawę płynności gotówkowej (zarówno w relacji do poprzedniego kwartału, jak i analogicznego okresu poprzedniego roku) odnotowano wśród przedsiębiorstw sklasyfikowanych pod względem wielkości zatrudnienia – wyraźna poprawa nastąpiła w sektorze MSP, i symboliczna wśród dużych przedsiębiorstw. Sektor dużych przedsiębiorstw charakteryzuje się płynnością przekraczającą średnią płynność w całej próbie, kolejna niewielka poprawa będzie oznaczała z jednej strony przyrost odsetka nadpłynnych podmiotów (mogą to sugerować wskaźniki koncentracji płynnych aktywów obrotowych), jak również osiąganie przez kolejne firmy wyższych poziomów płynności. Na koniec 2014 r. odsetek firm dużych o płynności przekraczającej poziom referencyjny przekroczył 51,5% (nigdy wcześniej nie odnotowano tak wysokiego odsetka dużych firm z płynnością przekraczającą 20%).

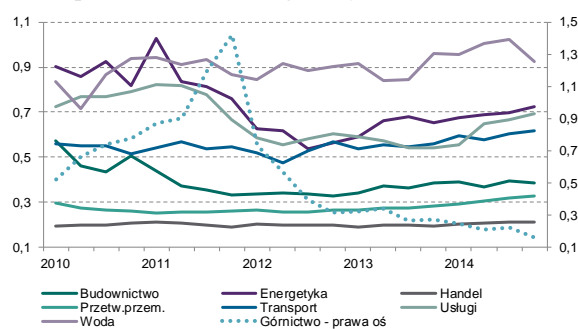
Wykres 62 Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) oraz zmiany roczne środków pieniężnych w sektorach wielkości



Wzrost płynności odnotowuje się również w większości obserwowanych sekcji. Nieznacznie **poprawiła się sytuacja przedsiębiorstw budowlanych**. Firmy te w podobnym stopniu zwiększyły inwestycje, co zobowiązania krótkoterminowe (stąd niewielka zmiana wskaźnika) i wyraźnie, po raz kolejny, powiększyły środki pieniężne. Wolno zachodzące, pozytywne zmiany płynnościowe wśród firm budowlanych mogą świadczyć o stopniowym odbudowywaniu sytuacji finansowej tej sekcji i wpisują się w obserwowany tu spadek liczby upadłości firm w branży. Wzrost akumulacji środków pieniężnych wśród firm budowlanych może sygnalizować przygotowania do kolejnej fali większych inwestycji infrastrukturalnych finansowanych we współudziale środków publicznych (w tym środków unijnych).

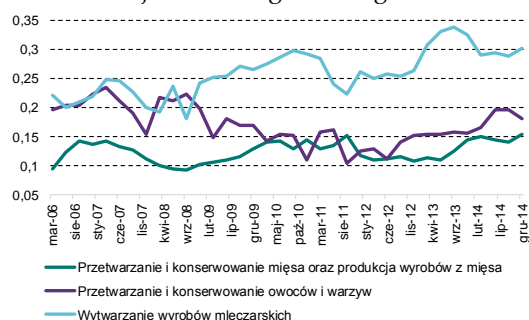
Ograniczenie płynności gotówkowej i środków pieniężnych pozostających w dyspozycji firm widać natomiast w górnictwie. Miał na to wpływ z jednej strony utrzymujące się kłopoty operacyjne górnictwa węgla kamiennego, wyraźny spadek przychodów ze sprzedaży i co się z tym wiąże spadek należności (w tym ograniczenie należności z tytułu dostaw i usług), a z drugiej przyrost zobowiązań krótkoterminowych (również z tytułu dostaw i usług).

Wykres 63 Wskaźnik płynności gotówkowej sa (I st.) przedsiębiorstw wg sekcji PKD



Wśród firm przetwórstwa przemysłowego sytuacja płynnościowa jest dobra z tendencją ku dalszej delikatnej poprawie. Wśród branż **przetwórczych, które są najsilniej zorientowane na rynek rosyjski nie odnotowuje się negatywnych tendencji w obszarze płynności**. Wskaźniki informujące o sytuacji płynnościowej wciąż pozostają powyżej swoich wartości z okresu sprzed konfliktu rosyjsko - ukraińskiego. Wyjątkowo dobrze na tle tych branż wyglądają firmy przetwórstwa spożywczego. Rosnącym przychodom ze sprzedaży towarzyszy wzrost płynności i dynamicznie zwiększające się zasoby środków pieniężnych. Tylko w branży wytwarzającej produkty mleczne odnotowuje się niewielkie pogorszenie kondycji finansowej. Pomimo delikatnych spadków, producenci wyrobów mleczarskich wciąż dysponują wskaźnikami płynności znacznie przewyższającymi wskaźniki obserwowane w całej populacji.

Wykres 64 Wskaźnik płynności gotówkowej s.a. (I st.) w branżach najbardziej wyeksponowanych na konsekwencje nałożonego embarga



Przedsiębiorstwa z sektora ICT charakteryzuje średnio wysoka płynność względem pozostałych przedsiębiorstw, na co składa się bardzo wyraźnie odstająca na plus sytuacja płynnościowa firm świadczących usługi. Przedsiębiorstwa sektora ICT cechuje również bardzo wysoka akumulacja środków pieniężnych, co wynika między innymi z ich wysokiej rentowności sprzedaży (tu również wyraźnie lepiej prezentują się firmy usługowe) oraz niższego niż w przypadku pozostałych firm zadłużenia.

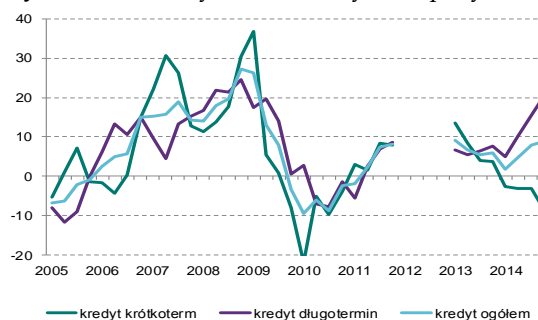
2. Zadłużenie

W 2014 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek ogółem¹⁸ wzrosło. Głównym czynnikiem wzrostu zadłużenia pozostawał **kredyt długoterminowy**. Po raz kolejny, natomiast przedsiębiorstwa ograniczyły krótkoterminowe zadłużenie kredytowe. Ograniczenie zadłużenia krótkoterminowego można wiązać z pozostającymi w dyspozycji przedsiębiorstw dużymi środkami własnymi. Zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek stanowi ok. 30% całkowitych zobowiązań sektora. Stan ten pozostaje stabilny.

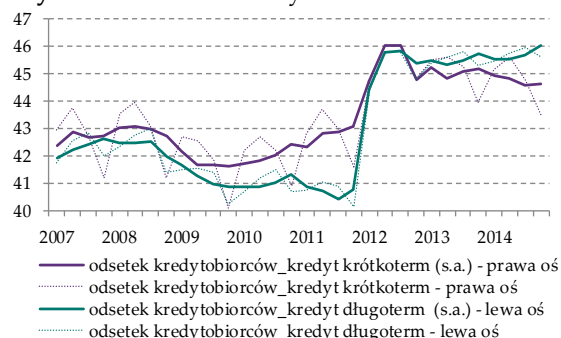
Udział przedsiębiorstw korzystających z jakiegokolwiek (pod względem terminów) formy kredytu lub pożyczki wyniósł 67,4% próby. Mimo słabnącego popytu na krótkoterminowe finansowanie bankowe, nadal jeszcze przedsiębiorstwa częściej sięgały właśnie po ten rodzaj kredytów i pożyczek na finansowanie bieżącej działalności, niż po kredyty i pożyczki długoterminowe. Warto jednak zauważyć, że wyraźnie zmniejsza się populacja firm sięgających po kredyty krótkoterminowe i wolno rośnie udział kredytobiorców posiadających zobowiązania o długim terminie. Na koniec 2014 r. wartość kredytów i pożyczek krótkoterminowych stanowiła około 34% całkowitego zadłużenia przedsiębiorstw z

tytułu kredytów i pożyczek, obniżając się tym samym do historycznie niskiego poziomu. Przyrost wielkości kredytów i pożyczek pozostających w dyspozycji przedsiębiorstw pochodził wciąż jeszcze z umów zawieranych na większe kwoty, a nie z przyrostu odsetka kredytobiorców.

Wykres 65 Zmiany roczne kredytów i pożyczek¹⁹



Wykres 66 Odsetek kredytobiorców



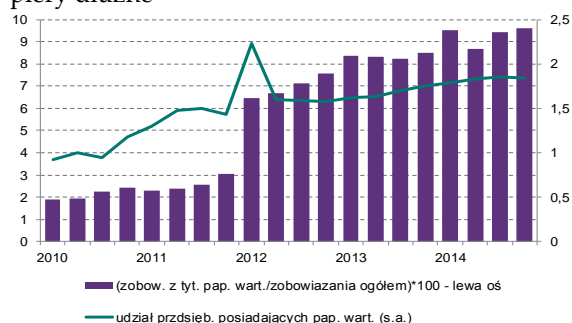
Według danych ze sprawozdań F-01/I-01 **odsetek przedsiębiorstw posiadających zobowiązania z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych nie przekracza 2%**. Udział zadłużenia z tytułu emisji długoterminowych papierów wartościowych w sumie zobowiązań długoterminowych stanowił około 20%. Z kolei zadłużenie z tytułu emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, stanowiło 2,8% wartości krótkoterminowych zobowiązań. W 2014 r. odnotowano 40% wzrost zobowiązań z tytułu długoterminowych papierów wartościowych, przy jednoczesnym 20% ogranicze-

¹⁸ 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.

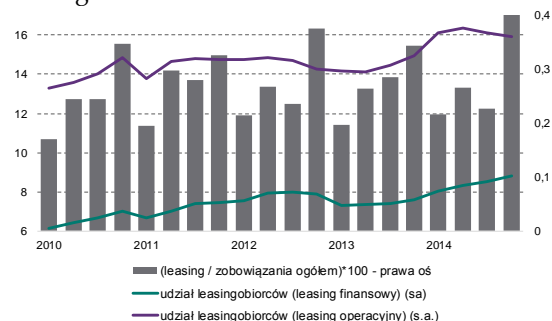
¹⁹ Zmiana metodologii ujmovania kredytów i pożyczek po 2011 . spowodowała jednoroczny brak porównywalności danych

niu zadłużenia z tytułu krótkoterminowych papierów wartościowych. Emisja dłużnych papierów wartościowych w celu pozyskania kapitału pozostaje jednak marginalnym źródłem kapitału w sektorze przedsiębiorstw. Podobnie niewielką pozycją w źródłach finansowania pozostaje leasing. Aczkolwiek odsetek przedsiębiorstw korzystających z leasingu jest wyraźnie wyższy niż odsetek firm emitujących papiery dłużne (z leasingu korzysta obecnie ok 30% badanych firm), to jego wartość nie przekracza 0,5% całkowitych zobowiązań sektora (leasing nigdy nie przekroczyła 2% wartości kredytu ogółem udzielonego sektorowi przedsiębiorstw). To oznacza, że w ramach leasingu firmy dokonują niewielkich kwotowo operacji.

Wykres 67 Udział zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych w zobowiązaniach ogółem oraz odsetek przedsiębiorstw emitujących papiery dłużne



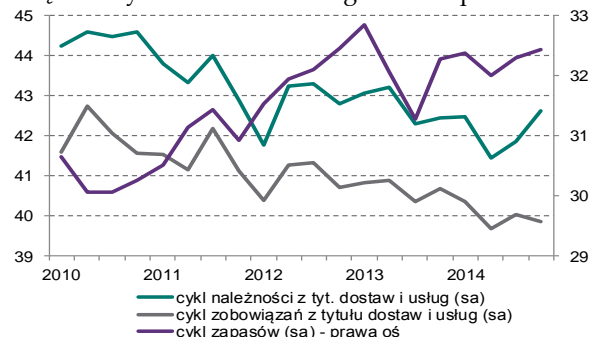
Wykres 68 Udział zadłużenia sektora z tytułu leasingu oraz odsetki przedsiębiorstw korzystających z leasingu



Cykle rozliczeniowe

W 2014 r. cyklu ściągania należności pozostał na stabilnym poziomie i wyniósł 42,5 dnia. Miało to swoje źródło w zbliżonych zmianach należności z tytułu dostaw i usług oraz przychodów ze sprzedaży. Cykl zapasów, który pozostaje w długookresowym trendzie spadkowym, w ostatnim roku 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 wykazuje wyraźną tendencję spadkową, i na koniec 2014 r. skrócił się do 40,3 dnia. W efekcie powyższych zmian, konwersja gotówki przeciętnej firmy²⁰ wydłużyła się do 34,5 dnia, co oznacza, że potrzeba była średnio 1 dnia więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, aby zainwestowane środki wróciły do przedsiębiorstwa.

Wykres 69 Cykl rozliczeniowy należności²¹ i zobowiązań z tytułu dostaw i usług²² oraz zapasów²³



²⁰ Cykl konwersji gotówki obliczono jako sumę cyklu należności z tytułu dostaw i usług oraz cyklu zapasów pomniejszoną o cykl zobowiązań z tytułu dostaw i usług

²¹ Cykl należności = (należności z tytułu dostaw i usług na koniec kw.) / (przychody ze sprzedaży w kw.)* (liczba dni)

²² Cykl zobowiązań = (zobowiązania z tytułu dostaw i usług na koniec kw.) / (koszty ogółem w kw.)* (liczba dni)

²³ Cykl zapasów = (zapasy na koniec kw.) / (przychody ze sprzedaży w kw.)* (liczba dni)

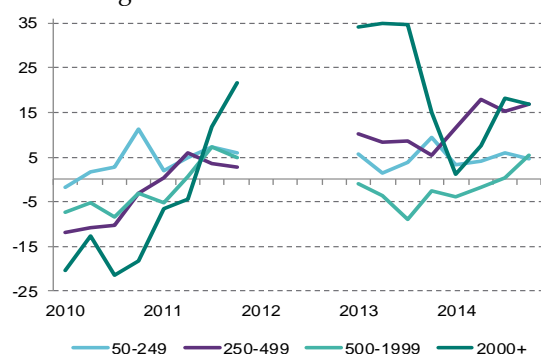
Wykres 70 Cykl konwersji gotówki



Zadłużenie w wybranych klasach

Najwyższą roczną dynamikę kredytu ogółem odnotowały po raz kolejny przedsiębiorstwa, które charakteryzują się wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych, a ponadto firmy bardzo duże oraz zatrudniające od 250 do 499 pracowników. W tych klasach wielkości za wzrostem całkowitego zadłużenia kredytowego kryje się bardzo silny wzrost zadłużenia długoterminowego (sięgający nieco ponad 35% r/r) i spadek zadłużenia krótkoterminowego (co istotne, we wszystkich klasach wielkości odnotowano spadek zadłużenia krótko- i wzrost długoterminowego).

Wykres 71 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w klasach wg wielkości zatrudnienia²⁴

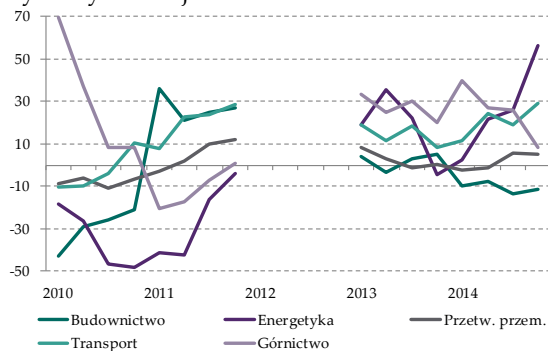


²⁴ Zmiana metodologii ujmowania kredytów i pożyczek w 2011 . spowodowała jednoroczny brak porównywalności danych

Wyraźnie wzrosło zadłużenie kredytowe sektora energetycznego, co należy wiązać między innymi ze wzrostem ich aktywności inwestycyjnej (branża ta zwiększyła zarówno zadłużenie długo-, jak i krótkoterminowe). Zmiany te miały niewielki wpływ na zachowanie całkowitego zadłużenia sektora albowiem energetyka dysponuje wciąż niewielkim (mimo że rosnącym) udziałem kredytów w całkowitego zadłużeniu bankowym przedsiębiorstw.

Obserwowany wzrost zadłużenia sektora przedsiębiorstw był pochodną w głównej mierze wzrostu zadłużenia przetwórstwa przemysłowego i usług (poza budownictwem we wszystkich sekcjach odnotowano wzrost tej kategorii finansowej). W obu sekcjach odnotowano wzrost zadłużenia długoterminowego (sięgający odpowiednio 11,5% i 19%), co biorąc pod uwagę ich łączny udział w całkowitym kredycie sięgający 65% przełożyło się na wzrost zadłużenia całego sektora przedsiębiorstw.

Wykres 72 Zmiany roczne kredytów i pożyczek w wybranych sekcjach



Wśród branż przetwórczych, które są najsilniej zorientowane na rynek rosyjski nie odnotowano zmian w zadłużeniu kredytowym. Zarówno kredyt krótko-, jak i długoterminowy we wszystkich branżach pozostaje na stabilnym poziomie od wielu lat. W przemyśle spożywczym, który został bezpośrednio dotknięty przez sankcje rosyjskie tylko firmy przetwarzające i konserwujące mięso zwiększyły kredyt ogółem i jego udział w zobowiąza-

niach (zadłużenie kredytowe tych przedsiębiorstw od wielu kwartałów pozostaje w delikatnym trendzie wzrostowym, bez oznak wpływu nałożonego embarga). Obecnie kredyt stanowi 36% zobowiązań. Jest to jedyna branża, w której wzrostowi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek towarzyszył wzrost sumy bilansowej i kapitałów własnych. Z kolei firmy z branży Wytwarzanie wyrobów mleczarskich, spośród trzech branż spożywczych najbardziej wyeksponowanych na embargo rosyjskie, zawsze, w najmniejszym stopniu korzystała z kredytów bankowych (było to ok. 15% sumy bilansowej). W ostatnim roku najszybciej i w największym stopniu przedsiębiorstwa tej branży pomniejszyły średni udział zadłużenia i jednocześnie zwiększyły kapitały własne zaangażowane w finansowanie aktywów (suma bilansowa firm mleczarskich na przestrzeni 2014 r. zwiększyła się symbolicznie, przy czym od wielu lat pozostaje w trendzie rosnącym). Wydaje się, że może to być pochodną konieczności dokonania zmian w sposobie i kierunkach handlu, jakie wywołało wprowadzenie embarga. W przypadku branży wytwarzającej wyroby mleczarskie w ostatnim roku zmniejszyły się zarówno należności, jak i zobowiązania z tytułu dostaw i usług.

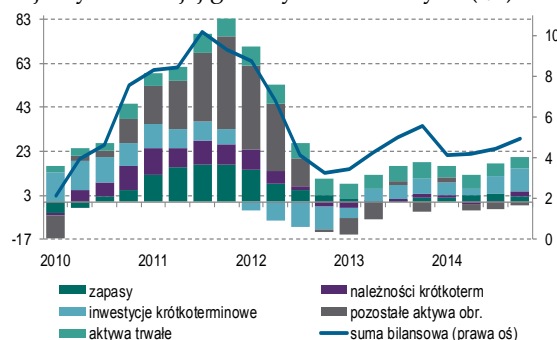
3. Wypłacalność

Kolejny kwartał z rzędu **odnotowano wzrost sumy bilansowej sektora przedsiębiorstw w okresie ostatniego roku**. Za wzrost aktywów odpowiadało głównie zwiększenie inwestycji krótkoterminowych i aktywów trwałych. Pozostałe aktywa obrotowe miały delikatnie ujemny wkład w kształtowanie się sumy bilansowej (Wykres 73).

Poziom i struktura finansowania majątku w badanej populacji ulegają delikatnym zmianom, w dalszym ciągu jednak świadczą o relatywnie dużym zaangażowaniu kapitału własnego w finansowanie działalności firm. **Wskaźnik samofinansowania** czyli średni udział kapitałów własnych w sumie bilansowej po raz kolejny **lekko spadł, pozostając**

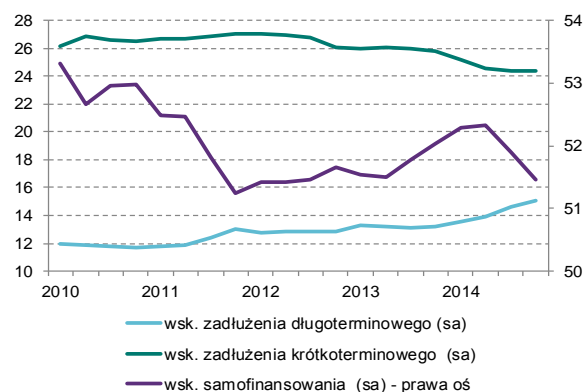
jednak na wciąż wysokim poziomie. Połowa przedsiębiorstw w całości finansowała aktywa trwałe kapitałem własnym. Natomiast wskaźnik informujący o stabilności finansowania majątku w długim okresie (tj. trwałości finansowania) znajduje się w trendzie rosnącym, za sprawą wzrostu zaangażowanych kapitałów długoterminowo (w 2014 r. niewielki spadek wskaźnika samofinansowania został zrekompensowany wzrostem finansowania zadłużeniem długoterminowym - Wykres 74).

Wykres 73 Zmiany aktywnej strony sumy bilansowej i dynamika jej głównych składowych (r/r)

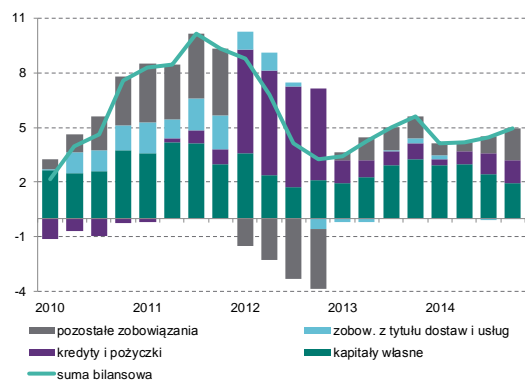


Kapitały własne w całym okresie w istotny sposób stanowiły o wzroście sumy bilansowej sektora przedsiębiorstw. Kapitały własne rosły m.in. w wyniku przeznaczania przez firmy części zysków (w postaci tzw. zysków zatrzymanych) na swoje dokapitalizowanie. W 2014 r. kapitały własne przedsiębiorstw zwiększyły się o kolejne 3,8%.

Wykres 74 Wskaźniki struktury finansowania

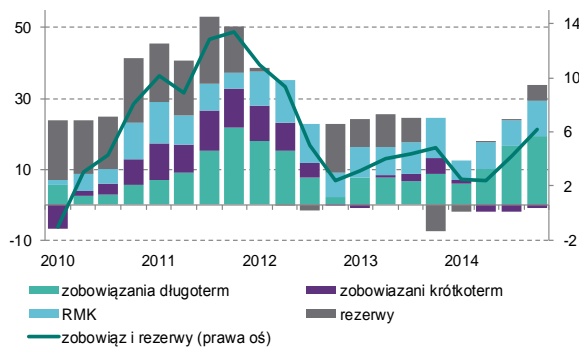


Wykres 75 Zmiany pasywnej strony bilansu sektora przedsiębiorstw i dynamika ich głównych składowych (r/r) z uwzględnieniem ich udziału w pasywach²⁵



Na wzrost wartości zobowiązań i rezerw na zobowiązania złożył się wzrost zobowiązań długoterminowych (głównie kredytów długoterminowych) oraz przyrost międzyokresowych rozliczeń kosztów. (Wykres 76)

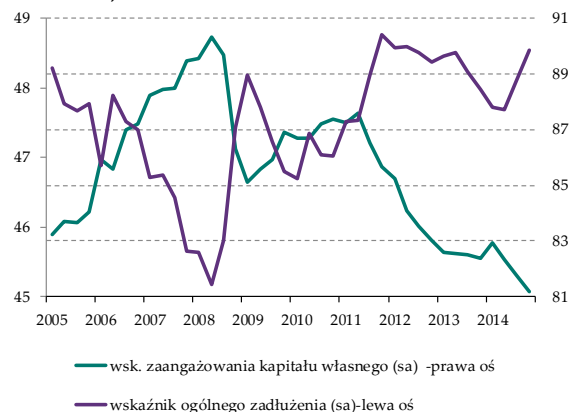
Wykres 76 Zmiany zobowiązań i rezerw na zobowiązania i dynamika ich głównych składowych (r/r)



Wykorzystanie dźwigni finansowej na poziomie całej badanej populacji lekko wzrosło za sprawą wzrostu zadłużenia długoterminowego. Wskaźnik zadłużenia ogólnego przedsiębiorstw po odsezo-

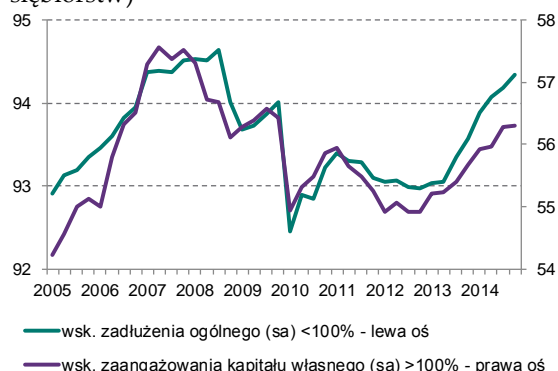
nowaniu wyniósł 48,5%. Udział kapitału własnego zaangażowanego w finansowanie aktywów trwałych po raz kolejny się obniżył, za co odpowiadał większy wzrost wartości aktywów trwałych niż kapitału własnego. Poziom bezpieczeństwa kapitałowego z uwagi na wciąż dominujący udział finansowania własnego pozostaje wysoki (Wykres 77). Odsetek przedsiębiorstw, u których wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania przekroczyła wartość aktywów przedsiębiorstwa po raz kolejny zmniejszył się – po odsezonowaniu wyniósł 5,6% populacji. Z kolei wysoki stopień niezależności finansowej, wyrażony 100%-owym pokryciem aktywów trwałych kapitałem własnym, posiadało 56,3% badanych przedsiębiorstw (Wykres 78). Wzrost zadłużenia ogólnego przedsiębiorstw przy jednoczesnym spadku odsetka firm, które w ponad 100% finansują aktywa kapitałami obcymi świadczy o powolnym procesie równomierniejszego rozłożenia zadłużenia w całej próbie.

Wykres 77 Wskaźniki struktury finansowania (dane kwartalne)



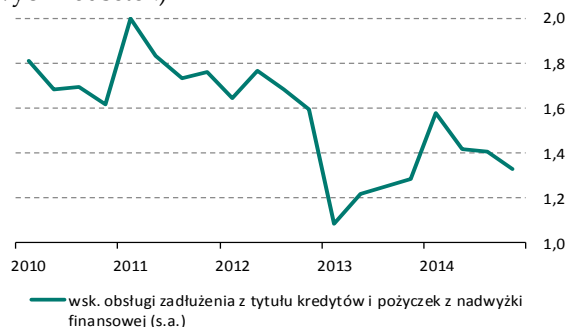
²⁵ Zmiana metodologii ujmowania kredytów i pożyczek po 2011 . spowodowała zmiany w jednoroczny brak porównywalności danych, silnie wzrosły kredyty i pożyczki i jednocześnie zmniejszyły się pozostałe zobowiązania, które wcześniej obejmowały pożyczki wobec jednostek pozostałych.

Wykres 78 Struktura finansowania (odsetek przedsiębiorstw)



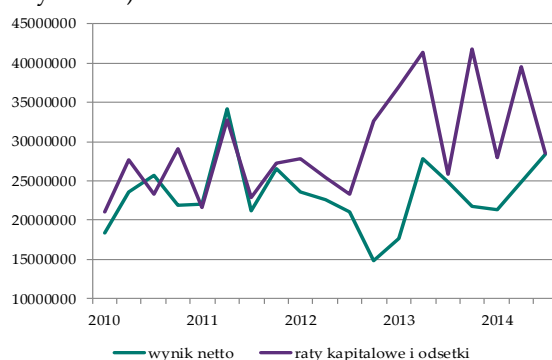
W całej populacji odsezonowany **wskaźnik obsługi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej spadł** w relacji do ubiegłego roku (jak również w relacji kwartalnej).²⁶ Wysokość wskaźnika informuje o utrzymaniu przez sektor przedsiębiorstw możliwości spłaty obciążeń z tytułu zadłużenia kredytowego z wypracowanego wyniku (Wykres 83).

Wykres 79 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (dane kwartalne) (nadwyżka finansowa plus odsetki w relacji do rat kapitałowych i odsetek)



²⁶ 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.

Wykres 80 Wynik finansowy netto i obsługa zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek (dane kwartalne; w tys. PLN)

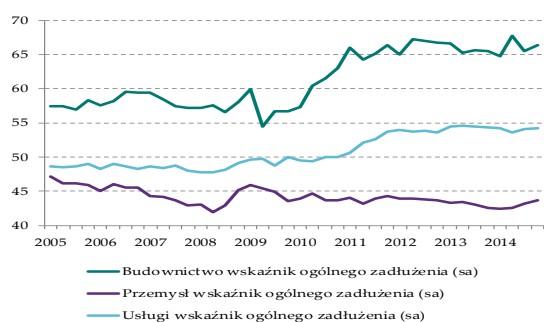


Na obecne zmiany wskaźnika obsługi zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek z nadwyżki finansowej wpływ miał spadek wyniku finansowego netto (w relacji do ubiegłego kwartału) oraz wzrost obciążeń z tytułu rat kapitałowych i odsetek, co jest pochodną wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek całego sektora (Wykres 80).

Wypłacalność w wybranych klasach

Różnice w strukturze finansowania były widoczne między klasami przedsiębiorstw. **Najwyższy wskaźnik ogólnego zadłużenia miało budownictwo.** Budownictwo, z uwagi na niewielki udział majątku trwałego w aktywach, posiadało 95%-owe pokrycie aktywów trwałych kapitałem własnym. Drugim czynnikiem, który przyczynił się do zwiększenia wskaźnika był niewielki wzrost wielkości kapitału własnego firm budowlanych. Jednocześnie firmy budowlane charakteryzuje najniższy wskaźnik trwałości finansowania, co należy tłumaczyć (wyraźnie wyższym niż w pozostałych branżach) udziałem zobowiązań krótkookresowych w sumie bilansowej.

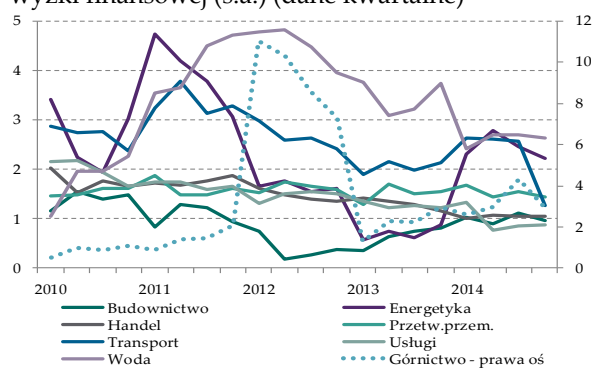
Wykres 81 Wskaźnik ogólnego zadłużenia w trzech sektorach



Zdolność do obsługi zobowiązań z tyt. kredytów i pożyczek firm budowlanych jest znacznie poniżej średniej zdolności w całej próbie, aczkolwiek w ujęciu długookresowym odnotowuje się tu powolną poprawę.

Największe pogorszenie zdolność obsługi zadłużenia odnotowano w branży transportowej. Wypracowany przez te przedsiębiorstwa wynik finansowy netto był znacząco niższy niż w roku ubiegłym, natomiast obciążenia z tytułu kosztów odsetkowych wzrosły.

Wykres 82 Wskaźniki obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej (s.a.) (dane kwartalne)

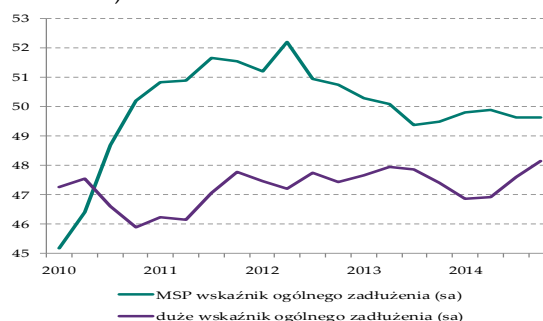


Odsezonowany wskaźnik ogólnego zadłużenia w przedsiębiorstwach sklasyfikowanych według stopnia zaangażowania w sprzedaż zorientowaną na rynki zagraniczne wskazuje, że obciążenie

majątku długiem w klasach jest obecnie porównywalne, stabilne i oscyluje wokół 48,5%. We wszystkich klasach zwiększa się udział kapitałów długoterminowo zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa w całkowitych kapitałach firm - wskaźniki trwałości finansowania pozostają w tendencji rosnącej. Tylko wśród firm ze sprzedażą zorientowaną na rynek krajowy zmniejsza się wskaźnik zaangażowania kapitałów własnych, co należy wiązać z utrzymującym się szybszym wzrostem aktywów trwałych niż kapitałów własnych.

Zadłużenie ogólne dużych firm pozostaje nieco niższe niż przedsiębiorstw sektora MSP. W obu sektorach zmniejszyła się przeciętna wartość samofinansowania aktywów trwałych z uwagi na większy przyrost aktywów niż kapitałów własnych. W obu sektorach są to zmiany niewielkie, jednak utrzymujące wskaźnik samofinansowania aktywów trwałych w tendencji spadkowej. Jednocześnie w obu sektorach trwałość finansowania – czyli zaangażowanie długoterminowych kapitałów (własnych i obcych) w finansowanie całkowitych aktywów – pozostaje w tendencji rosnącej. Z uwagi na wzrost ogólnego zadłużenia firm dużych wskaźnik obsługi zadłużenia z nadwyżki finansowej delikatnie spadł, pozostając jednak powyżej średniego wskaźnika dla całej próby. **Struktura finansowania majątku w obu sektorach pozostaje bezpieczna.**

Wykres 83 Wskaźniki ogólnego zadłużenia (dane kwartalne)



Aneks

Uwagi metodologiczne:

Notatka powstała w oparciu o dane F-01/I-01, tj. sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe. Są to sprawozdania, które przedsiębiorstwa 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 grudnia 2013 r. wyniosła 17239.

W notatce przyjęto następujące klasyfikacje:

- 1) Podział ze względu na wielkość zatrudnienia
 - a. Mikro (0-9 zatrudnionych)
 - b. Małe (10-49 zatrudnionych)
 - c. Średnie (50-249 zatrudnionych)
 - d. 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).

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

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

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

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

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

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

Dynamika wydajności pracy – dynamika wartości sprzedaży przypadającej na 1 pracującego

APROBOWAŁ

Michał Gradzewicz

ZATWIERDZIŁ

Jarosław T. Jakubik

www.nbp.pl

