

## Komentarz Specjalny

### Nieśmiałe oznaki spowolnienia

- Polska gospodarka przeszła I kwartał w niezłej kondycji, jednak publikowane w ostatnich miesiącach dane – zarówno o wskaźnikach koniunktury, jak i twarde dane o produkcji przemysłowej – zapowiadają spowolnienie.
- Oprócz rozczarujących danych o PMI, za niepokojące można uznać również spadki innych indeksów koniunktury. Stopniowo malejące znaczenie niedoboru pracowników jako bariery dla działalności firm pośrednio sugeruje, że popyt (a co za tym idzie, również zamówienia) słabną.
- Pogorszeniu koniunktury towarzyszy spadek wskaźników płynnościowych firm, który może być pokłosiem poprawy ściągalności podatków w ostatnich latach.
- Nasze prognozy zakładają, że wzrost gospodarczy utrzyma się powyżej 4,5% w 2019 roku, głównie dzięki silnemu impulsowi konsumpcyjnemu. Jego osłabienie z czasem doprowadzi do wyhamowania wzrostu PKB poniżej 4% w 2020 roku.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

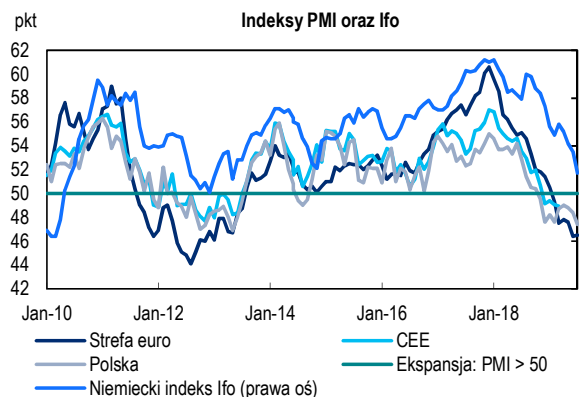
---

## Nieśmiałe oznaki spowolnienia

Pomimo relatywnie dobrej serii twardych danych na początku roku, aktywność w przemyśle powoli słabnie. Indeks PMI, obrazujący sytuację w przetwórstwie, obniżył się w lipcu do 47,4 punktu z 48,4 w czerwcu. Był to najniższy wynik od kwietnia 2013 roku, a ankietywane firmy raportowały osłabienie popytu na swoje produkty zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. W lipcu firmy zdecydowały się ograniczyć produkcję, a także informowały o spadku zatrudnienia (częściowo na skutek odejść pracowników, a częściowo na skutek ograniczenia zatrudnienia).

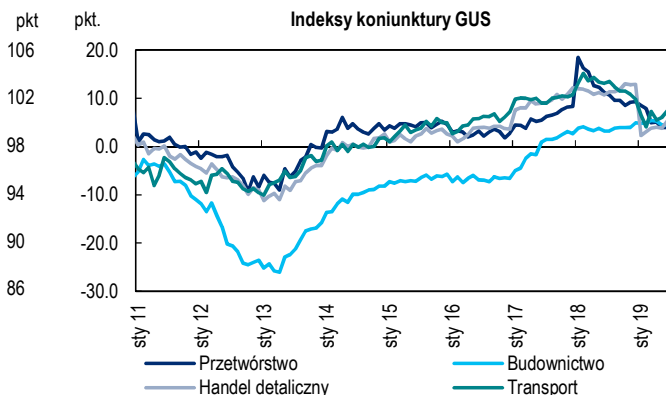
W przeszłości dane o PMI wykazywały się niewielką skutecznością w przewidywaniu trendów w polskiej gospodarce. Niemniej trudno ignorować fakt, że długiemu okresowi bardzo niskich odczytów PMI towarzyszy również stopniowe pogorszenie innych wskaźników kondycji firm.

Wykres 1. Indeks PMI dla Polski stopniowo obniża się, podążając za indeksem dla strefy euro



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 2. Wskaźniki koniunktury GUS, podobnie jak PMI, potwierdzają stopniowe osłabienie aktywności i nie tylko w przemyśle



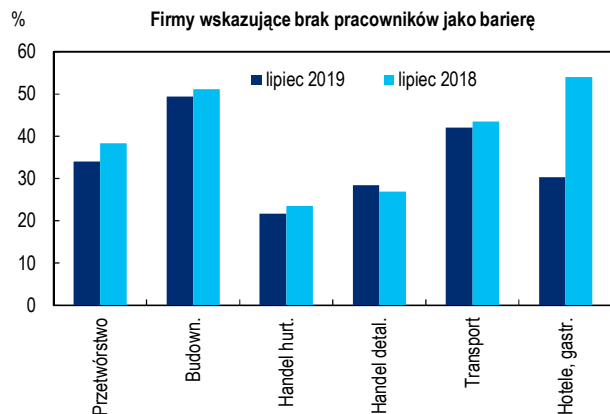
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Na uwagę zasługuje obniżanie się wskaźników koniunktury GUS dla handlu (zarówno hurtowego, jak i detalicznego), a także w transporcie i przetwórstwie przemysłowym (wykres 2). W przemyśle najbardziej widoczne są spadki indeksu dla działów zajmujących się produkcją odzieży, metali, samochodów i maszyn, co częściowo można łączyć z osłabieniem popytu na świecie, a w szczególności w strefie euro. Nie są to gwałtowne spadki, jednak sugerują one, że aktywność w polskiej gospodarce z pewnym opóźnieniem podąża za niekorzystnymi trendami z Europy Zachodniej. Obserwowana jeszcze w I kwartale odporność „twardych” danych na spowolnienie zagranicą może już nie utrzymać się w dalszej części roku.

W zależności od rodzaju działalności problemy z jakimi spotykają się firmy mogą się różnić, ale powtarzającym się elementem jest duże znaczenie kosztów zatrudnienia, które pozostają główną i zyskującą na znaczeniu barierą działalności firm. Może to być odzwierciedleniem zarówno wciąż wysokiej dynamiki wynagrodzeń, jak i innych czynników – choćby wprowadzenia PPK od lipca br. Co ciekawe, problemy ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników są już nieco rzadziej wskazywane jako poważna bariera. Według badań GUS odsetek firm narzekających na niedobór wykwalifikowanych pracowników zmniejszył się

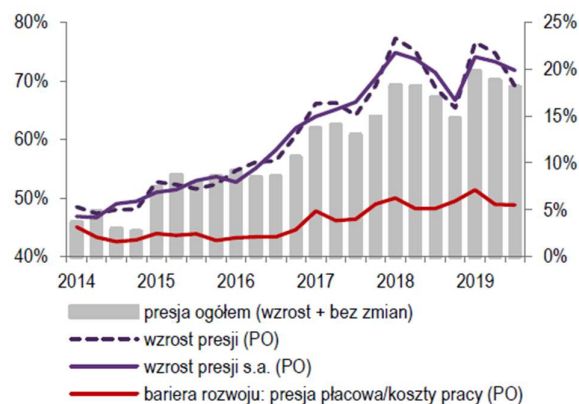
w ciągu roku w zakwaterowaniu i gastronomii, przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, transporcie oraz handlu hurtowym. Dane te mogą sugerować, że szczyt problemów na rynku pracy już minął, a stopniowe wyhamowanie wzrostu PKB powinno sprawić, że niedobory pracowników staną się mniej dotkliwe niż dotychczas, co z czasem powinno przekładać się na presję płacową. Firmy wskazujące brak pracowników jako barierę

Wykres 3. Mniej firm wskazuje na niedobór wykwalifikowanych pracowników jako barierę dla swojej działalności



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Odsetek firm odczuwających presję płacową lub raportujących jej wzrost

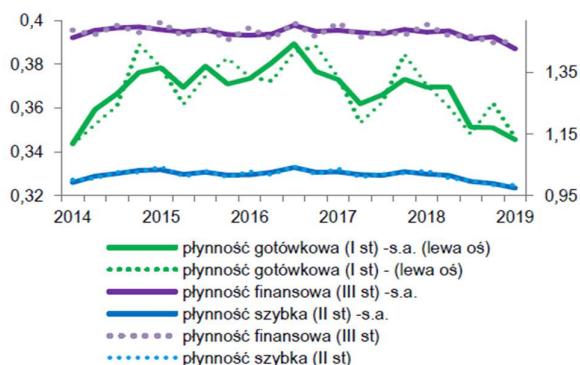


Źródło: NBP, Citi Handlowy

O potencjalnym osłabieniu presji płacowej świadczy między innymi fakt, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się od dłuższego czasu na w miarę stabilnym poziomie. Jeżeli następują jakiegokolwiek zmiany dotychczasowego trendu, to przebiegają one w kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń, a nie jej wzrostu. Obserwacje te można zresztą zestawić z wynikami badań NBP, które pokazują, że spada odsetek firm uskarżających się na narastanie presji płacowej (wykres 4), choć sama presja płacowa pozostaje na relatywnie wysokim poziomie. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tendencje w polskiej gospodarce należy oczekiwać, że wraz ze spowolnieniem gospodarczym na świecie coraz większe znaczenie będzie mieć (dotychczas słaba) bariera niewystarczającego popytu, a tracić na znaczeniu będą bariery związane z rynkiem pracy (wynagrodzenia i dostęp do wykwalifikowanej kadry).

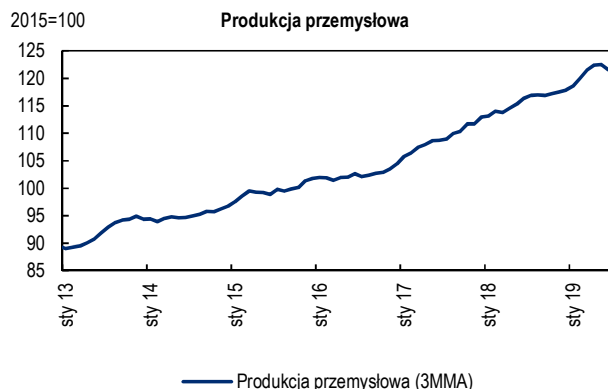
Wśród niepokojących sygnałów można wskazać stopniowe pogarszanie się płynności sektora przedsiębiorstw (wykres 5). Trend ten trwa od dłuższego czasu mimo utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Warto odnotować, że tendencja spadkowa rozpoczęła się około 2016 roku i zbiegła się z wyraźną poprawą ściągalności VAT. W latach 2016-2018 średnioroczny wzrost dochodów z tytułu podatku VAT wyniósł 12,4%, podczas gdy nominalny PKB rósł w tym okresie przeciętnie o 5,5%. Nie jest jasne na ile oba zjawiska są powiązane, ale biorąc pod uwagę skalę ograniczenia luki VAT można przypuszczać, że pewien związek występuje.

**Wykres 5. Wskaźniki płynności w sektorze przedsiębiorstw stopniowo się obniżają**



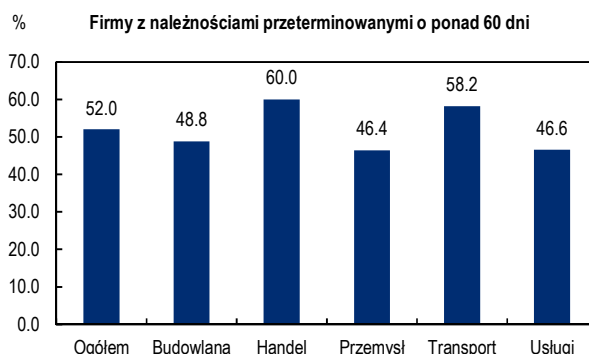
Źródło: NBP, Citi Handlowy

**Wykres 7. Odsezonowane dane o produkcji wskazują na wyhamowanie dotychczasowego impetu**



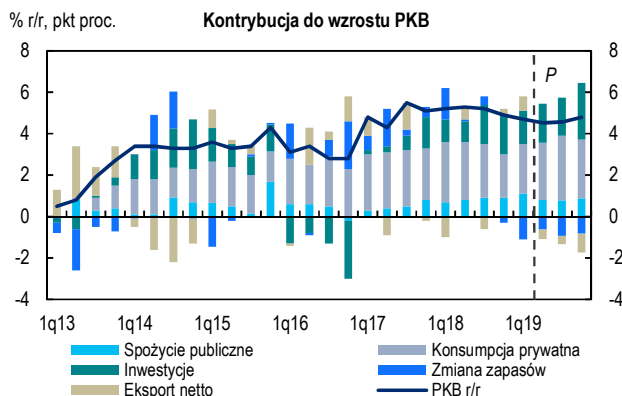
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

**Wykres 6. Ponad połowa firm miała w ostatnich sześciu miesiącach należności przeterminowane o ponad 60 dni**



Źródło: BIG InfoMonitor, Citi Handlowy

**Wykres 8. Transfery do gospodarstw domowych powinny wspierać konsumpcję i wygładzać ścieżkę wzrostu PKB**



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wprowadzenie mechanizmu podzielonej płatności (*split payment*) od lipca 2018 roku mogło pogłębić ten trend w niektórych firmach. Badanie NBP wśród przedsiębiorstw sugeruje, że około 19% firm informowało o ograniczeniu płynności na skutek wprowadzenia *split payment*. Jest to relatywnie niewielki odsetek – dla porównania ponad trzy czwarte firm informuje, że te zmiany nie miały wpływu na wskaźniki płynności. Niemniej 44% firm spośród tych, które odczuły negatywne skutki wprowadzenia mechanizmu podzielonej płatności, zdecydowało się na „wprowadzenie zmian w polityce zarządzania płynnością”, co w praktyce może się wiązać z wydłużeniem okresu płatności dostawcom. Z tego powodu trudności odczuwane przez niewiele firm mogły zostać przeniesione na inne przedsiębiorstwa, pośrednio prowadząc do obniżenia wskaźników płynności w sektorze. Wiarygodne dane o „zatorach płatniczych”, wraz z odpowiednią historią, nie są dostępne ale wyniki badań przeprowadzonych na zlecenie BIG InfoMonitor wskazują, że ponad połowa ankietowanych firm miała w ostatnich sześciu miesiącach należności przeterminowane o ponad 60 dni. Problem ten najbardziej dotyczy firm handlowych oraz transportowych, gdzie odsetek wynosił odpowiednio 61% oraz 58,2%.

## **Wnioski**

Dostępne dane wpisują się w scenariusz dalszego spowolnienia gospodarczego w kraju i stopniowego pogorszenia się sytuacji finansowej firm. Osłabienie aktywności w Niemczech już zaczęło przekładać się na dynamikę produkcji w kraju, co widać szczególnie w stabilizacji indeksu obliczanego po wyeliminowaniu wahań sezonowych (wykres 7). W kolejnych kwartałach bariera niedostatecznego popytu może stopniowo zyskiwać na znaczeniu, co powinno uwolnić część czynników produkcji, zmniejszając presję na wzrost zatrudnienia oraz płac. Efektem powinno być ograniczenie presji kosztowej, przy jednocześnie wolniejszej dynamice przychodów. Nasze prognozy zakładają, że wzrost gospodarczy w całym 2019 roku utrzyma się powyżej 4,5%, głównie dzięki stymulującemu wpływowi wyższych transferów socjalnych (niemal 1% PKB w bieżącym roku), przekładających się na wzrost konsumpcji. W 2020 roku, wraz ze słabnięciem tego impulsu i rozprzestrzenianiem się spowolnienia ze strefy euro na inne kraje, wzrost w Polsce najprawdopodobniej wyhamuje poniżej 4%. Jest to scenariusz relatywnie łagodnego spowolnienia, w którym wzrost wciąż pozostaje na poziomie zbliżonym do potencjału. Niemniej ryzyka dla tego scenariusza wydają się znajdować po stronie głębszego spowolnienia, szczególnie gdyby obecne sygnały pogorszenia płynności firm nasiliły się, wzmacniając negatywny wpływ szoku recesyjnego pochodzącego ze strefy euro.

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

**Citi Handlowy**

**Senatorska 16**

**00-923 Warszawa**

**Polska**

**Fax: +48 22-657-76-80**

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakkolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakkolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedniości określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

## **Komentarz Specjalny**

02/08/2019

---

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.

---