



# Raport Ryzyka 2020

**czas weryfikacji**



**KUKE**  
Grupa PFR

Znajdujemy  
możliwości

**SPOTDATA**

# Wstęp - niepewność to już stały element krajobrazu

Na początku lutego tego roku opublikowaliśmy wspólnie z KUKE cykliczny raport na temat ryzyk gospodarczych, z którymi muszą mierzyć się firmy w Polsce.

Jedną z głównych tez było to, że żyjemy w dekadzie strachu, który wciąż utrzymywał się w głowach decydentów po wielkim kryzysie finansowym z lat 2008-09. Wtedy można było się jeszcze łudzić, że nowa dekada okaże się inna, przyniesie powolne wygaszenie pokryzysowych ran. Stało się inaczej, a wiele ryzyk zidentyfikowanych w tej edycji potwierdziło się i to ze zdwojoną mocą.

Okazało się, że wstrząs, który dotknął gospodarkę wiosną tego roku, podniósł poziom strachu na nowe szczyty. Wygląda na to, że niepewność stała się już stałym elementem gospo-

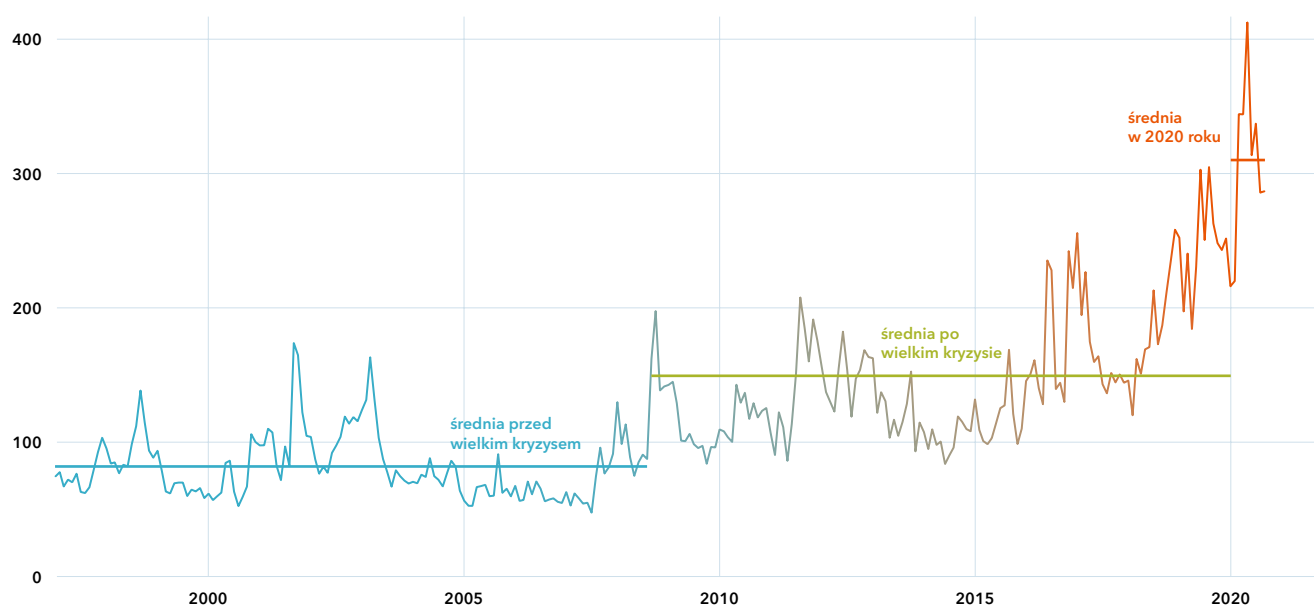
darczego krajobrazu - powrót do czasów, gdy była ona generalnie niska, może już być niemożliwy.

To sprawia, że zdolność nawigowania w warunkach wysokiego ryzyka staje się niezbędną umiejętnością właścicieli i menedżerów firm. Zdolność definiowania ryzyk i radzenia sobie z nimi będzie jednym z wyznaczników sukcesów przedsiębiorstw. Nasz cykliczny raport ma być pomocą w tej nawigacji, a w obecnej edycji - będącej uzupełnieniem materiału z początku roku - pokazujemy, które ryzyka zdefiniowaliśmy dobrze, a które okazały się być mniej istotne.

Już w lutym sygnalizowaliśmy, że epidemia jest jednym z ryzyk załączkowych - takich, które trudno ocenić konkretnie, ale które pojawiają się na horyzoncie i mogą urosnąć do pokaźnych rozmiarów. Ostrzegaliśmy też, że firmy będą mierzyły się z rosnącymi kosztami. To się jak najbardziej sprawdziło.

## Wykres 1 Indeks Niepewności Gospodarczej na świecie.

Indeks mierzy częstotliwość słów związanych z ryzykiem w artykułach gospodarczych w mediach.



Źródło: Baker, S. r., N. Bloom, and S. J. Davis, 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty," Quarterly Journal of Economics, 131, no. 4 (November), 1593-1636

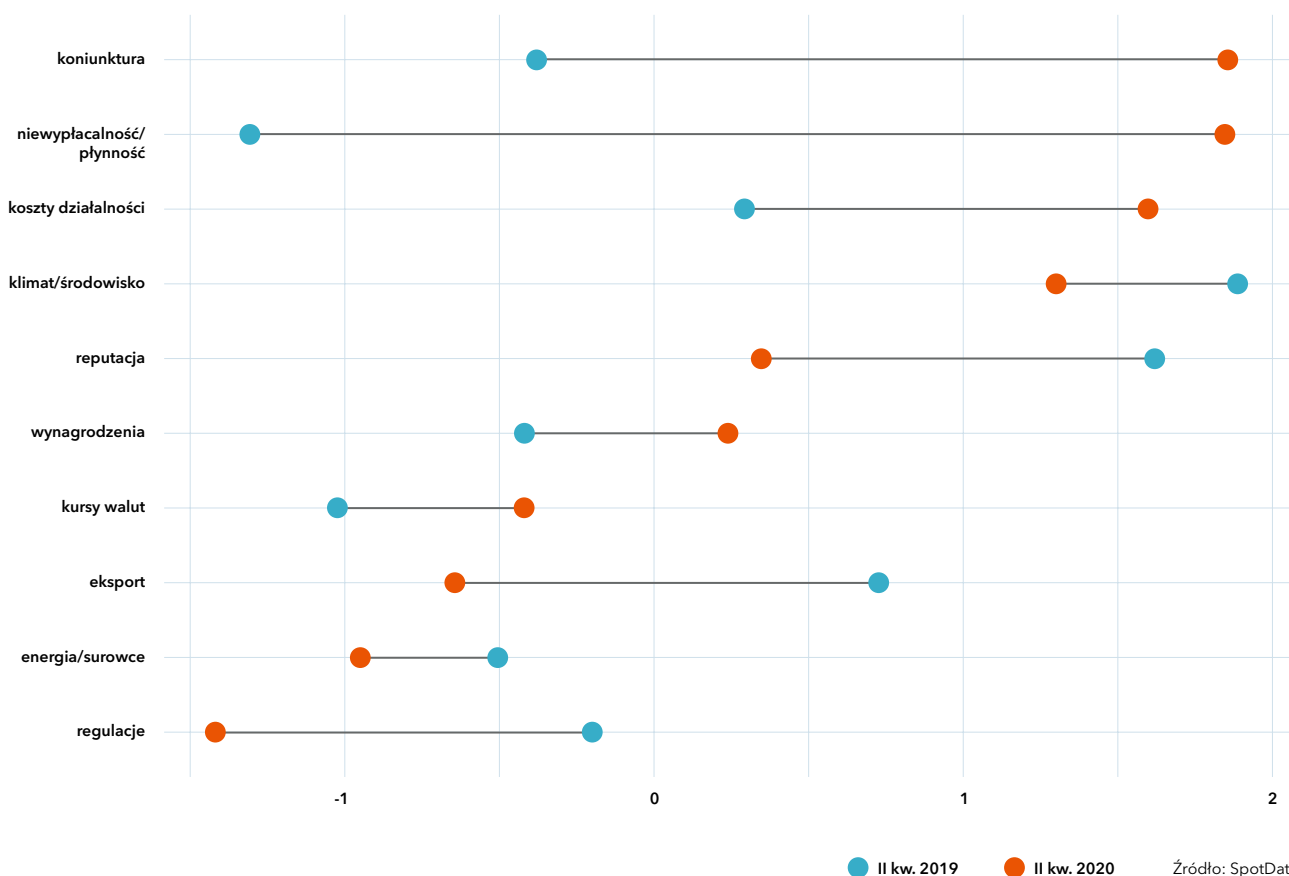
# Jak zmieniło się postrzeganie najważniejszych ryzyk

W lutym stworzyliśmy listę 10 najważniejszych ryzyk bazowych, z którymi zmagają się firmy. Lista powstała na podstawie zautomatyzowanego przeglądu artykułów gospodarczych, dzięki któremu zidentyfikowano zjawiska, które najczęściej pojawiają się przy słowie ryzyko.

Teraz pokazujemy, jak zmieniły się te ryzyka w erze COVID-19. A konkretnie, wskazujemy jak zmienił się indeks przypisywany każdemu ryzyku między drugim kwartałem 2019 r. a drugim kwartałem 2020 r.

## Wykres 2 Najważniejsze ryzyka ekonomiczne w Polsce.

Zmiana między drugim kwartałem 2019 roku a drugim kwartałem 2020 roku.





Już na pierwszy rzut oka widać, że znacząco wzrosło znaczenie podstawowych ryzyk, a więc takich, z którymi firmy stykają się w pierwszej kolejności – płynności, kosztów działalności i popytu. Rola pozostałych ryzyk, m.in. regulacyjnego czy reputacyjnego spadła – firmy skupiły wszystkie siły na walce o utrzymanie się na powierzchni. Jednak wraz z przystosowywaniem się do nowej rzeczywistości niestandardowe ryzyka mogą wrócić na pierwszy plan. Dotyczy to m.in. ryzyk środowiskowych, które będą narastały wraz z zaostrzeniem przez Unię Europejską polityki klimatycznej.

Pandemia COVID-19 spowodowała poważne szkody w polskiej i światowej gospodarce. PKB Polski spadł tylko w II kwartale, a więc okresie najostrzejszego lockdownu, o rekordowe 8,2 proc. w ujęciu rocznym. Polska i tak przechodzi relatywnie suchą stopą przez kryzys wywołany COVID-19. Dla przykładu hiszpańska gospodarka skurczyła się w II kwartale aż o 22,1 proc. Za tymi danymi makroekonomicznymi kryją się realne problemy przedsiębiorstw. Wiele branż, jak np. motoryzacja, turystyka czy gastronomia kompletnie stanęło wskutek wprowadzenia lockdownu. Niektóre firmy, zwłaszcza te mniejsze, nie zdołały przetrwać najtrudniejszego okresu. Żeby jednak zobaczyć, co tak naprawdę kryje się za ich problemami, najlepiej spojrzeć na indeks percepcji ryzyka, który obrazuje, jak zmieniło się postrzeganie różnego rodzaju zagrożeń w czasie pandemii.

Najważniejsze ryzyko opisywane w raporcie „Ranking ryzyk gospodarczych 2020” – presja kosztowa – tylko się nasiliło. W sytuacji gwałtownego spadku przychodów kontrola nad kosztami staje się dużym wyzwaniem. Silnie wzrosły też obawy dotyczące płynności oraz popytu. Do wybuchu pandemii obserwowaliśmy tendencję spadku ryzyka w tych dwóch obszarach. Ponadto wskutek pandemii nabrały znaczenia zagrożenia związane z kursami walut, pomimo tego że kurs złotego pozostaje generalnie stabilny.

W pozostałych kategoriach związanych z obawami firm mamy do czynienia ze spadkami. Wydaje się to intuicyjnie zrozumiałe, bowiem w sytuacji tak ekstremalnej jak pandemia, kwestie reputacji firmy, kosztów energii i surowców oraz obaw związanych z regulacjami, klimatem i ochroną środowiska schodzą na drugi plan.

Uważamy jednak, że spadek zainteresowania tymi ryzykami będzie tylko przejściowy i po przystosowaniu się firm do gospodarowania w warunkach pandemii wróci. Zaskakujący na pierwszy rzut oka może być spadek obaw o eksport. Zwłaszcza, że wiele polskich wiodących branż, jak RTV i AGD, meble czy przemysł spożywczy to branże w najwyższym stopniu eksportowe, a gospodarki unijne zdecydowanie mocniej niż my odczuły skutki kryzysu. Po przeanalizowaniu dostępnych danych handlowych zagadka ta wyjaśnia się. Eksport dóbr po kwietniowym załamaniu wrócił w czerwcu do poziomów sprzed roku, w czym duża zasługa wzrostu popytu zagranicznego na polskie dobra trwałe (meble, RTV i AGD) oraz żywność.



## Co wyrosło z ryzyk załączkowych?

W raporcie lutowym przedstawiliśmy ryzyka załączkowe, a więc takie, które dopiero się rodzą i mogą ewentualnie zagrozić stabilności procesów gospodarczych. Ważne dla nas było, by wybrać odpowiednie zjawiska – nie te, które już są ważne dla firm oraz nie przecenić mało znaczących procesów czy pominąć szybko rosnące zagrożenia.

Na podstawie częstotliwości występowania słów-kluczy w artykułach prasowych w pobliżu słów „ryzyko”, „zagrożenie”, „niebezpieczeństwo” uznaliśmy, że na miano ryzyk załączkowych zasługuje poprawa gospodarcza na Ukrainie, procesy geopolityczne, znaczny wzrost inflacji, rozwój technologii 5G i tempo cyfryzacji, susza oraz wirusy.

### Wirus

Ryzykiem załączkowym, które w oczywisty sposób się zmaterializowało, było to dotyczące epidemii wirusowej. Pandemia jest najważniejszym wydarzeniem 2020 roku (miejmy nadzieję, że nic gorszego się już nie przydarzy). Wybuch epidemii w Chinach pod koniec ubiegłego roku rozpoczął efekt domina w kolejnych dotkniętych przez epidemię krajach, ale też w kolejnych obszarach życia – gospodarce, kulturze, relacji społecznych, polityce czy ochronie zdrowia. Co ważne, każdy kolejny klocek domina może upaść ze znacznym opóźnieniem – epidemia może zapoczątkować lub nasilić procesy, które ujawnią się dopiero po kilku latach. Niemożliwe jest więc przeanalizowanie wszystkich potencjalnych konsekwencji pandemii, dlatego ograniczymy się do kilku kluczowych i naszym zdaniem niedocenianych w debacie publicznej.

Po pierwsze, pandemia dotknęła cały świat w mniej więcej tym samym momencie i w podobny sposób. To znacząca różnica w porównaniu z poprzednimi kryzysami (np. z lat 2008-09), kiedy kryzys powoli się rozprzestrzeniał po poszczególnych branżach i krajach. Umożliwiło to szybsze i zdecydowanie bardziej skoordynowane działania niż w poprzedniej dekadzie. Dzięki temu programy pomocowe mogły zostać uruchomione praktycznie od razu (gwarancje dla firm, wsparcie płynnościowe i dofinansowanie do utrzymania miejsc pracy). W sposób skoordynowany kraje europejskie znosiły również lockdown. Jednoczesne odmrażanie gospodarek sprzyja zrównoważonemu odbiciu gospodarczemu. Odbiciu w Europie sprzyjało również to, że największy partner handlowy naszego regionu – Chiny – rozpoczął rozruch gospodarki dwa miesiące wcześniej.



Po drugie, pandemia w każdym z krajów uderzyła najsilniej mniej więcej te same branże – usługi bezpośrednie (m.in. turystyka, gastronomia i transport osób) oraz przemysł motoryzacyjny, który zdecydował się na wstrzymanie pracy większości zakładów. Usługi bezpośrednie zostały mocno doświadczone, ponieważ wymagały fizycznego kontaktu ludzi, który starano się administracyjnie oraz oddolnie ograniczać. W przypadku tych usług kluczowe wydaje się być to, czy epidemia trwale wpłynie na zmianę zwyczajów konsumpcyjnych. Naszym zdaniem niekoniecznie. O ile obecnie ograniczane są pewne usługi takie jak podróże czy spotkania towarzyskie poza domami, to wydaje się, że to tylko zjawisko przejściowe. W badaniach socjologicznych nie widać istotnych zmian w podejściu do życia, konsumpcji czy potrzebie zwiedzania i poznawania świata. Ludzie nadal pragną konsumować rozrywkę i starają się żyć „normalnie”. Zwiększy się znaczenie e-commerce oraz usług świadczonych zdalnie, ale zmiany będą raczej ewolucyjne niż rewolucyjne.

Przemysł motoryzacyjny jest z kolei przykładem branży o olbrzymiej zależności od sprawności globalnych łańcuchów dostaw. W modelu opartym na dostawach JIT (just in time) kluczowe jest terminowe i efektywne dostarczanie poszczególnych komponentów. Podczas lockdownu, kiedy praca części poddostawców została wstrzymana, zamarł międzynarodowy handel i panowała niepewność co do przyszłości, racjonalnym wyjściem wydawało się całkowite wstrzymanie działalności. Jej odmrażanie jest trudne – najlepiej gdyby wszystkie firmy na świecie wznowiły działalność w skoordynowany sposób w tym samym czasie.

Po trzecie, pandemia skutkowałą zmianą wielu dotychczasowych przekonań wobec ekonomii i polityki. Okazało się, że banki centralne nadal mają w swoim arsenale sprawnie działające instrumenty, a rządy mogą szybko zwiększyć zadłużenie w znaczący sposób. Pandemia zmusiła również kraje członkowskie UE do porozumienia w sprawie wspólnotowego zadłużenia się i stworzenia funduszu odbudowy. Stawką było przetrwanie projektu europejskiego. Również Niemcy, zgadzając się na ponad 10 proc. wzrost wydatków publicznych, dokonały przewrotu w swojej polityce fiskalnej.

Co wydarzy się dalej? Niepewność jest ogromna, a liczba możliwych scenariuszy bardzo duża. Wśród analityków w październiku panowało powszechne przekonanie, że druga fala epidemii i ograniczenia z nią związane będą miały mniejszy wpływ na aktywność gospodarczą niż wiosną. Może to wy-

nikać m.in. z dostosowania łańcuchów dostaw, reżimów sanitarnych w fabrykach i generalnie mniejszej reakcji sektora przemysłowego. Istotny może być też czynnik psychologiczny – ludzie i firmy wiedzą już więcej na temat przebiegu epidemii w gospodarce i są w stanie się łatwiej dostosować. Warto w tym kontekście dostrzec, że w minionych miesiącach nawet w krajach najmocniej dotkniętych epidemią aktywność społeczna jest znacznie wyższa niż na przełomie marca i kwietnia. To pokazuje, że społeczeństwa powoli adaptują się do nowych warunków.

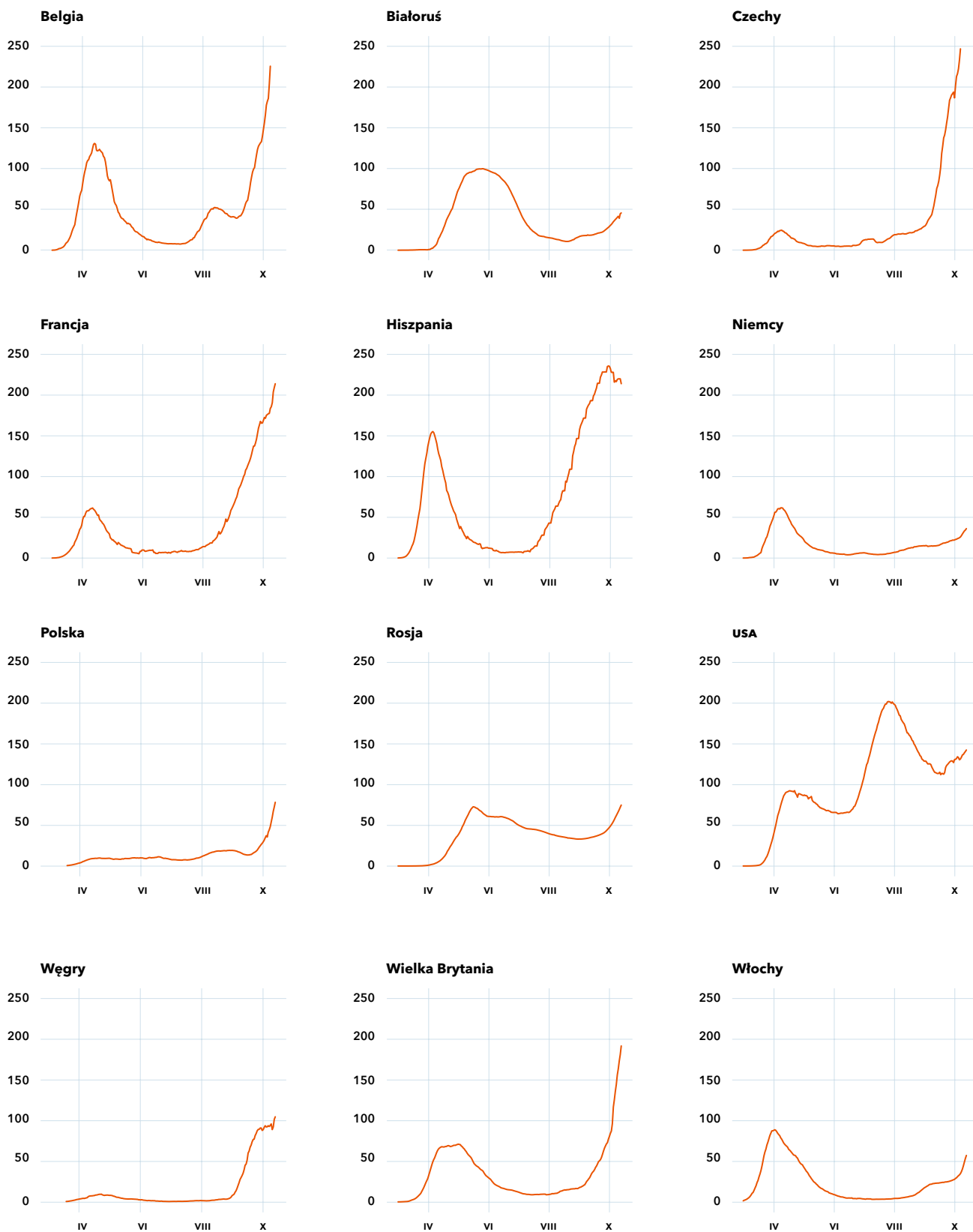
Silniejsza od oczekiwań fala epidemii jesienią sprawia, że założenie o łagodniejszym charakterze gospodarczym drugiego lockdownu zostało osłabione. Istnieje ryzyko, że jesienno-zimowa fala epidemiczna oraz jej konsekwencje mogą być w Europie równie dotkliwe jak wiosenna.

Ale jednocześnie wciąż jest wiele informacji, które pozwalają z ostrożnym optymizmem patrzeć na rok 2021. Szybko poprawiają się technologie testowania, co daje szansę na dużo bardziej efektywną kontrolę epidemii. Rosną szansę na wprowadzenie na masową skalę szczepionki w ciągu kilku kwartałów. Jednocześnie społeczeństwa będą się powoli uczyć odpowiedniego zachowania, znajdując równowagę między swobodą poruszania się i zachowaniem bezpieczeństwa zdrowotnego. Anthony Fauci, dyrektor amerykańskiego Narodowego Instytutu Alergii i Chorób zakaźnych i osoba o dużym autorytecie w USA, twierdzi, że generalnie możliwe jest unikanie lockdownów, jeżeli społeczeństwa spełniają pięć warunków: 1) noszenie masek, 2) zachowanie dystansu, 3) unikanie tłumów, 4) ograniczanie wizyt wewnątrz barów, 5) mycie rąk. To oczywiście dla gospodarki nie jest łatwe, bo zamraża jakąś część aktywności ekonomicznej – na przykład, konieczność redukcji liczby kontaktów sprawia, że ludzie rzadziej korzystają z wydarzeń kulturalnych, rozrywki czy nawet rzadziej kupują ubrania. Ale redukcja PKB o 5 proc. przy dużym wsparciu banku centralnego i rządu jest czymś, co gospodarka i społeczeństwo mogą spokojnie przetrwać. Natomiast redukcja o 30 proc., tak jak wczesną wiosną, jest już na dłuższą metę bardzo trudna bez poważniejszej dezorganizacji systemu. Dlatego tak istotne jest, czy uda się trzymać epidemię pod kontrolą bez wprowadzania lockdownu.

Czeka nas wyboista droga. Ale można mieć wrażenie, że nie jedziemy po niej po ciemku i bez świateł. Za bazowy scenariusz można przyjąć taki, w którym po jesiennej przejściowej recesji kontynuowane będzie ożywienie gospodarcze.

**Wykres 3** Nowe zakażenia koronawirusem SARS-COV-2 w przeliczeniu na milion mieszkańców - średnia 7-dniowa.

Wirus nie odpuszcza, ale jego gospodarcze efekty powinny powoli słabnąć.



Źródło: Johns Hopkins University

## Geopolityka

W raporcie wspomnieliśmy o trzech kluczowych ryzykach geopolitycznych – konflikcie handlowym USA-Chiny, zmianach w dotychczasowym ładzie międzynarodowym Pax Americana oraz potencjalnych konfliktach politycznych, które mogą zaburzać płynność handlu (np. konflikty na Bliskim Wschodzie). Obecnie obserwujemy, że wszystkie te trzy zjawiska nasiliły się. Niespodziewanie pojawiły się jeszcze nowe zarzewia konfliktów politycznych, takie jak sytuacja po wyborach prezydenckich na Białorusi czy obudzenie, wieloletniego konfliktu o Górny Karabach. Wprawdzie wirus zepchnął rozważania geopolityczne na dalszy plan, ale jak widać na indeksie ryzyk geopolitycznych, tworzonym na Uniwersytecie Stanford, nawet w erze epidemii ryzyka geopolityczne są wyższe niż jeszcze kilka lat temu.

Nasila się konflikt handlowy między USA a Chinami, lecz interpretowanie go tylko w kontekście ekonomii byłoby zbyt wąskie. Stany Zjednoczone coraz silniej dostrzegają, że nie są w stanie być gwarantem światowego ładu gospodarczo-politycznego i próbują ograniczyć jego zakres. Jednocześnie Chiny próbują stworzyć swój ład, w którym uczestniczyłyby m.in. kraje azjatyckie i afrykańskie. Widoczna jest tu odważniejsza aktywność na Morzu Południowochińskim, ograniczanie autonomii Hongkongu czy rozpalenie konfliktu na granicy chińsko-indyjskiej. Jak na razie Chiny nie są w stanie stworzyć podobnie stabilnego systemu jak w przeszłości Amerykanie. Świat zmierza więc w kierunku współistnienia dwóch systemów, które mają być silniej zintegrowane wewnątrz, ale sł-

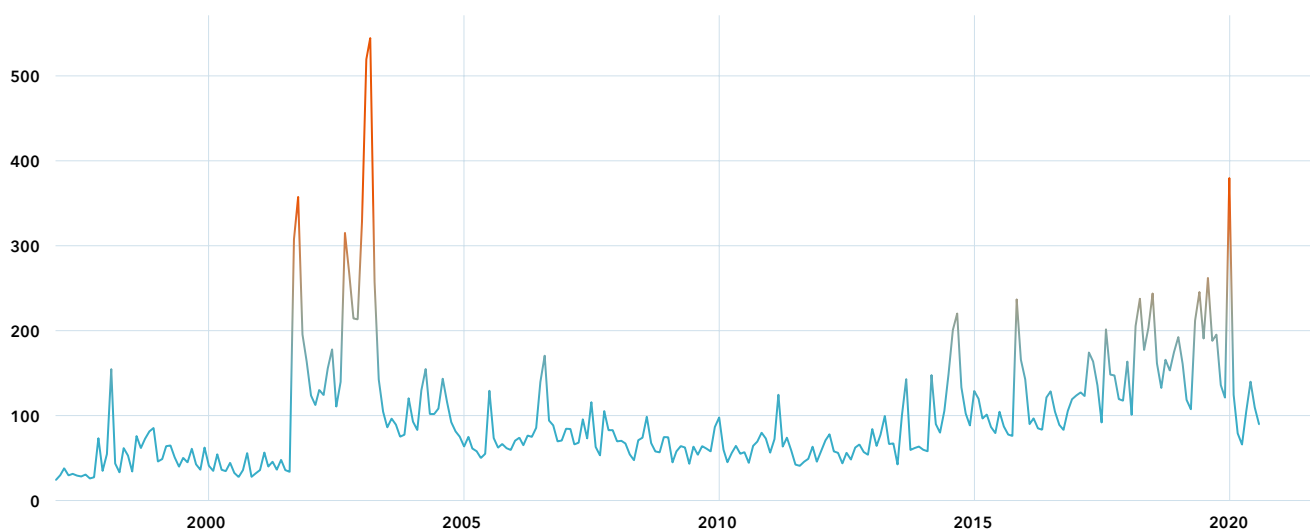
biej powiązane na zewnątrz. Powstać może również dużo obszarów „ziemi niczyjej”, w której większe znaczenie będą miały mocarstwa regionalne – Rosja, Turcja, Indie. Obecnie głównym polem walki wydają się być technologia (głównie cyfrowa), prawa własności intelektualnej, dostęp do danych i platform internetowych.

Geopolityka ma również wpływ na przemysł. Celem chińskiej polityki przemysłowej jest stanie się globalnym liderem we wszystkich nowoczesnych technologiach. To olbrzymie ryzyko dla niemieckiej dominacji przemysłowej, a pośrednio również dla polskich firm, których rozwój oparty był właśnie na globalizacji. Unia Europejska stara się bronić przed nadmierną ekspansją Chin na wiele sposobów. Po pierwsze, w 2020 r. zaostrzone zostały zasady dotyczące przejmowania unijnych firm przez zagranicznych inwestorów. Ma to ograniczyć wroście przejścia przez kapitał chiński. Po drugie, UE stara się zrównoważyć relacje handlowe z Chinami, zabiegając o otwarcie chińskiego rynku na firmy europejskie w podobny sposób co europejski rynek na firmy chińskie. Po trzecie, UE planuje dogonić USA i Chiny w obszarze cyfrowym.

Kryzys związany z epidemią unaoczniał skalę zależności Europy od produkcji w Chinach i Indiach. Wysoki poziom oparcia się na produkowanych w Azji komponentach okazał się niewystarczająco zapewniać bezpieczeństwo dostaw. Długofalowo może to doprowadzić do przeniesienia z tych krajów części produkcji kluczowych, wręcz strategicznych elementów (np. substancji czynnych w lekach) do Europy.

## Wykres 4 Indeks Niepewności Geopolitycznej na świecie.

Indeks mierzy częstotliwość występowania słów związanych z ryzykiem geopolitycznym w największych mediach świata.



Źródło: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, „Measuring Geopolitical Risk,” working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, 2017”.



## Inflacja

Epidemia COVID-19 zabrała miejsce inflacji na scenie ryzyk załączkowych, ale jest to temat, który wciąż rozgrzewa ekonomistów i należy do największych niewiadomych w świecie post-epidemicznym.

Jeszcze na początku roku w raporcie „Ranking ryzyk 2020” pisaliśmy o znacznym wzroście inflacji w Polsce, który mógłby skończyć się podwyżką stóp procentowych. W lipcu inflacja bazowa, a więc pomijająca najbardziej zmienne ceny żywności i energii, była jeszcze wyższa niż na początku roku i wyniosła 4,3 proc. r/r - najwyżej od 2001 r. Ostatecznie kryzys gospodarczy przeważał nad wysoką inflacją i Rada Polityki Pieniężnej wychyliła ekonomiczną kierownicę w drugą stronę - bardzo ostrego luzowania polityki pieniężnej. Ale dyskusja o ryzykach wysokiej inflacji nie ustała.

Wśród ekonomistów ścierają się dwie opinie. Pierwsza wskazuje, że niski popyt wywoła trwały spadek inflacji lub przynajmniej ograniczy jej wzrost. Druga opinia sugeruje, że potężne programy ratunkowe doprowadzą do istotnego wzrostu inflacji, ponieważ podtrzymują nominalne dochody ludności w warunkach spadku realnej aktywności gospodarczej - czyli potencjalny popyt jest wyższy niż potencjalna podaż.

Na przykład analizy Banku Rozrachunków Międzynarodowych („banku centralnego banków centralnych”) wskazują, że w krajach rozwiniętych znacząco wzrosło prawdopodobieństwo niskiej inflacji. Ale są też kraje, jak Polska, gdzie wzrosło ryzyko zarówno niskiej, jak i wysokiej inflacji. Rozkład ryzyk się po prostu poszerzył. Dlaczego? Jako że nadal jesteśmy krajem rozwijającym się, to rynki finansowe z większą podejrzliwością traktują wszelkie obawy o utratę przez Polskę stabilności finansowej. Jeżeli nie udałoby się nam zadbać o stabilność finansów publicznych w najbliższych latach, lub gdyby inwestorzy zagraniczni zaczęli masowo wycofywać swój kapitał z naszego kraju, wzrastałoby ryzyko osłabienia złotego i wyższej inflacji.

Warto pamiętać, że okresowo wyższa inflacja, np. 4-5-proc., mogłaby być korzystna dla wychodzącej z kryzysu gospodarki. Zmniejszyłaby się realna wartość zadłużenia firm i rządu, a sżywność płac nominalnych w dół odciążałaby fundusze wynagrodzeń firm. Realne koszty kryzysu stałyby się mniejsze. Ceną za to byłoby zwiększone ryzyko utrzymania się wysokiej inflacji w kolejnych latach.



## Susza

W pierwszych miesiącach 2020 r. mieliśmy do czynienia z jedną z najbardziej dotkliwych susz w historii pomiarów w Polsce. Kolejne miesiące nieco złagodziły ten problem.

Począwszy od maja sytuacja poprawiła się wraz z falą opadów o różnej intensywności. Niekoniecznie była to zmiana tylko na lepsze - południe kraju zaczęły doświadczać nawałnice, burze i podtopienia, podczas gdy na północy nadal panowała susza. Już teraz susza ma istotny wpływ na wysokość zbiorów oraz ceny żywności. Przykładem aberracji jest wyższa cena kilograma jabłek niż kilograma wieprzowiny. Niskie zbiory jabłek w 2019 r. oraz oczekiwania tylko niewiele lepszych zbiorów w 2020 r. przyczyniają się do wysokich cen tych owoców. Jednocześnie bieżący rok może być jednym z najlepszych w XXI wieku pod względem wysokości zbiorów zbóż. Można zaobserwować tendencję, że ceny żywności stały się bardziej wahałiwe niż wcześniej, głównie ze względu na postępujące zmiany klimatu zwiększające częstotliwość zaburzeń pogodowych. Zapobieganie konsekwencjom suszy wymagałoby realizacji wieloletnich planów zwiększania sztucznej retencji wody (np. budowy zbiorników), renaturyzacji dzikich obszarów (bagien, mokradła), utrzymania naturalnych dolin rzecznych oraz zrównoważonego gospodarowania wodami podziemnymi.



## Ukraina

W lutym uznaliśmy odbudowę gospodarki Ukrainy po wojnie w Donbasie za jedno z ryzyk załączkowych dla polskiej gospodarki. Była to teza nieco prowokacyjna, ponieważ generalnie im mocniejsze są gospodarki znajdujące się w pobliżu Polski, tym lepiej dla nas. Ale chcieliśmy wskazać, że budowa silnej ukraińskiej gospodarki może być wyzwaniem dla niektórych sektorów, które albo intensywnie korzystają z ukraińskiej siły roboczej, albo odgrywają rolę taniego dostawcy towarów i usług dla Europy Zachodniej, którą mogliby utracić tak, jak kiedyś włoscy producenci stracili swoją pozycję na rzecz polskich. Dotyczy to przede wszystkim meblarstwa oraz przetwórstwa żywności, ale też IT oraz centrów usług wspólnych.

Pandemia w dużej mierze pokrzyżowała plany wzrostu PKB Ukrainy o 40 proc. w ciągu 5 lat. Po ustabilizowaniu gospodarki, opanowaniu inflacji oraz kursu hrywny kraj ten walczy o utrzymanie stabilności finansowej i wypłacalności budżetu. Reformy rządu Zełeńskiego choć ambitne, nie zdołały zlikwidować bliskich związków państwa z oligarchami. Uchwalenie ustawy bankowej zakazującej wypłaty odszkodowań dla oligarchów skonfliktowała prezydenta z jego byłym patronem Ihorem Kołomyjskim i zmusiły do szukania wsparcia wśród innych oligarchów. Widoczne rozłamy w ramach rządzącej partii Sługa Narodu, przegrywane przez rząd ważne głosowania czy spadek popularności samego prezydenta są złymi prognozykami na przyszłość. Stabilizacja polityczna i gospodarcza staje pod dużym znakiem zapytania. Na razie wygląda więc na to, że odpływ ukraińskich pracowników z Polski na dużą skalę za sprawą wzmacniającej się gospodarczo Ukrainy nie nastąpi.



## Sytuacja eksportu na świecie i w Polsce

Wstrząs w światowym handlu wywołany epidemią COVID-19 był ogromny, choć można też zauważyć pierwsze sygnały, że najgorsze scenariusze nie są jednak realizowane.

W maju globalny eksport towarów był o 18,5 proc. niższy w ujęciu rocznym. Najbardziej spadł eksport krajów strefy euro, bo aż o 23 proc. Znacznie mniejsze spadki notował eksport rynków wschodzących, który obniżył się o 11 proc. Ta różnica wynika z trzech powodów. Po pierwsze, rynki wschodzące (szczególnie azjatyckie – mniej dotyczy to innych obszarów) zostały słabiej dotknięte przez epidemię niż rynki rozwinięte. Szybciej weszły w sytuację epidemiczną i szybciej z niej wyszły, jako pierwsze. Po drugie, rynki wschodzące nie mogły sobie pozwolić na wprowadzanie bardzo dużych restrykcji w aktywności ludności ze względu na mniejsze zdolności fiskalne wspierania gospodarki. Po trzecie, zaskakująco szybko odbił po pierwszej fali epidemii eksport drugiej największej gospodarki świata, czyli Chin. Te zjawiska sugerują, że w najbliższej przyszłości rynki wschodzące mogą w światowym handlu zyskiwać na znaczeniu. Są to często kraje, które stosują łagodne podejście do zarządzania epidemią, wychodząc z założenia, że nie stać ich na radykalną walkę z chorobą metodami, które blokują aktywność gospodarczą. Ponadto, są przyzwyczajone w przeciwieństwie do krajów europejskich czy północnoamerykańskich do radzenia sobie z sytuacjami epidemiologicznymi, co kilkakrotnie udowodniły już w XXI wieku, a ich społeczeństwa bardziej zdyscyplinowane. Widać też ogromną siłę cykliczną chińskiej gospodarki, która zdaje się być równie odporna na kryzys epidemiczny jak była na kryzys finansowy przed dekadą.

Warto zauważyć, co pokazane zostało na poniższym wykresie, że ścieżka handlu przebiega wyższą trajektorią niż pesymistyczne prognozy Światowej Organizacji Handlu (WTO) z kwietnia br. Pierwsze prognozy WTO wskazywały, że w najgorszym wariantcie pierwszy szok może obniżyć eksport światowy nawet o 40-50 proc. Tak się jednak nie stało. To sugeruje, że od-

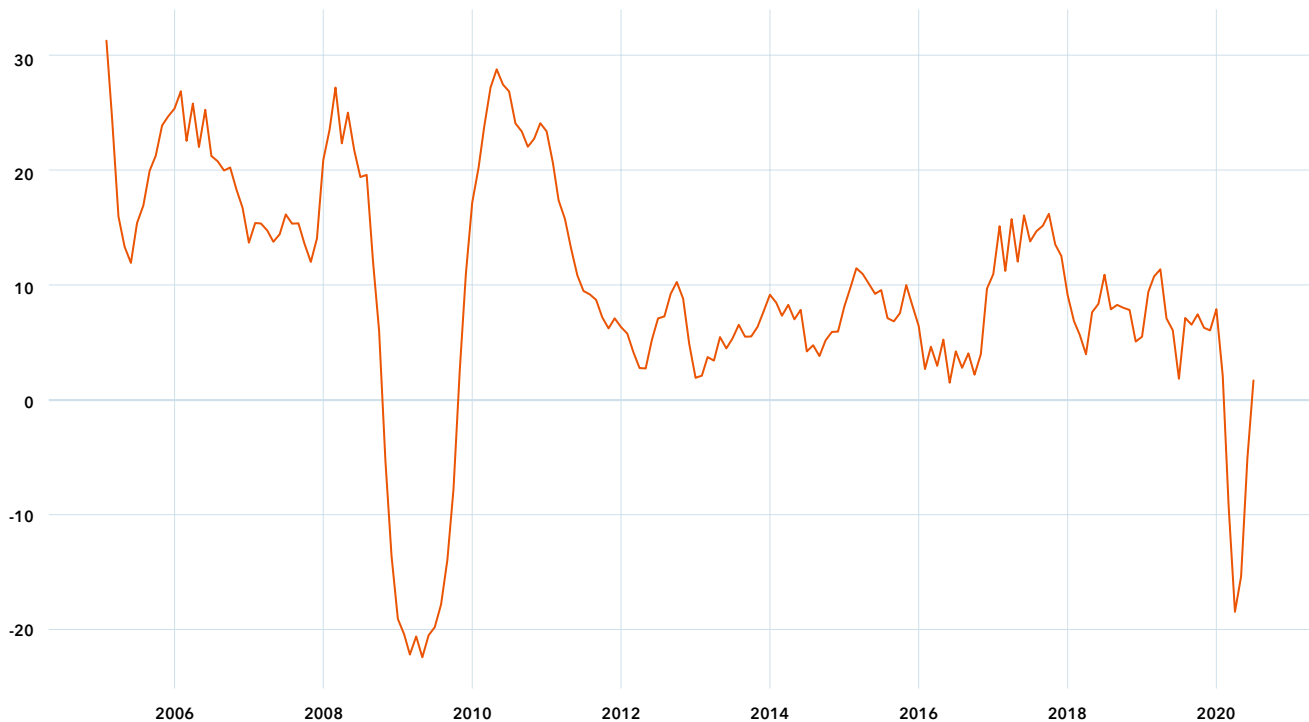


porność światowej gospodarki na zaburzenia wywołane epidemią jest wyższa od oczekiwań.

Polski eksport bardzo szybko podniósł się po wiosennym wstrząsie. Jeszcze w kwietniu notował roczny spadek o 29 proc., a już w czerwcu wykazał wzrost o 3 proc., który był kontynuowany w kolejnych miesiącach (warto zauważyć, że np. w Niemczech eksport do USA spadł o ponad 20 proc., a w Polsce poszedł do góry; czas pokaże, czy to jest trwałe zjawisko). Dla porównania, po kryzysie finansowym z 2009 r. dynamika eksportu pozostawała ujemna przez pełne 12 miesięcy. Oczywiście ostatni wzrost eksportu wynika częściowo z nadrobienia strat produkcyjnych z kwietnia i maja. Dynamiki w drugiej połowie roku mogą być już niższe. Ale generalnie kasandryczne wizje długookresowego załamania w światowym handlu na razie się nie sprawdzają.

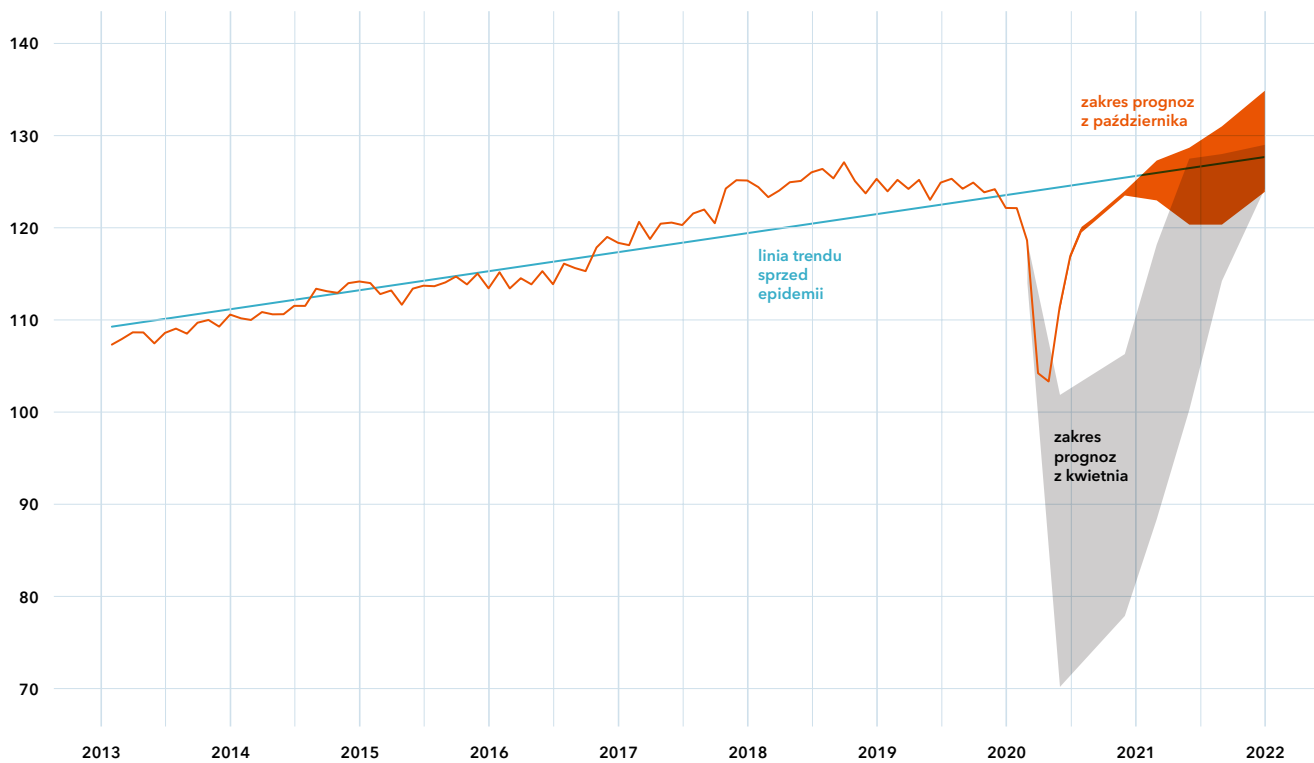
### Wykres 5 Polski eksport towarów - w proc. rok do roku.

Bilans płatniczy, eksport towarów [zmiana w proc.] (przekształcenie: procentowa zmiana rok do roku)



Źródło: SpotData, gus

### Wykres 6 Światowy eksport towarów na tle prognoz WTO z kwietnia 2020 roku - średnia 2015 = 100



Źródło: SpotData, wro

# Jak z kryzysem radzą sobie firmy

Wstrząs gospodarczy wywołany epidemią COVID-19 widać w wynikach przedsiębiorstw w Polsce. Ale, co ciekawe, wyniki nie są aż tak złe jak wydawało się jeszcze wiosną.

Dynamika przychodów wypadła wprawdzie poza skalę, notując spadki nieporównywalnie większe niż w poprzednich recesjach, ale zyski spadły w granicach tego, czego można by oczekiwać przy zwykłym spowolnieniu. Poprawiła się natomiast płynność firm, co pokazuje, że przedsiębiorstwa w Polsce zostały w dużej mierze uratowane przez potężne programy pomocy publicznej.

**Wykres 7** Przychody przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce - zmiana w proc. rdr.



Źródło: gus, SpotData; dane dotyczą firm zatrudniających co najmniej 50 osób



Średnie przychody spadły w II kwartale o 14 proc. rok do roku. Dla porównania, w dołku kryzysu finansowego z 2009 roku roczny spadek wynosił zaledwie 1,3 proc. Mamy zatem do czynienia ze wstrząsem bez precedensu. Ale dokładniejsza analiza branżowa wskazuje, że nie wszystkie branże doświadczyły podobnego szoku - efekty epidemii były skoncentrowane w kilku sektorach, m.in. motoryzacji, produkcji trwałych dóbr konsumpcyjnych (meble i RTV/AGD), produkcji odzieży czy transporcie osobowym i hotelarstwie. Jest natomiast wiele branż, w których przychody spadły nieznacznie. Dotyczy to m.in. budownictwa, usług ICT, produkcji żywności. To zróżnicowanie branżowe odróżnia ten kryzys od załamania sprzed dekady, kiedy zamrożenie sektora finansowego spowodowało długotrwały wstrząs dotyczący niemal całej gospodarki. Za ogromnym spadkiem PKB i przychodów kryje się kryzys, który ma szansę być łagodniejszy niż oczekiwano.

W obliczu topniejących przychodów firmom udało się istotnie ograniczyć koszty, dzięki czemu zysk utrzymał się na w miarę stabilnym poziomie. Ogólna rentowność przedsiębiorstw nie pogorszyła się, ponieważ zysk zmalał znacznie mniej niż przychody. Jediną dużą branżą, gdzie kryzys wygenerował bezprecedensowe straty, jest motoryzacja. W tym sektorze doszło do niemal całkowitego wstrzymania produkcji, stąd tak słaby wynik. Ale też miała ona swoje problemy już w drugiej połowie 2019 r. W innych branżach sytuacja była już znacznie lepsza, głównie dzięki temu, że pomoc rządowa pozwoliła ograniczyć wpływ gotówki, a wiele firm mocno ścięło koszty.

Dlatego wskaźnik, o który na wiosnę obawiano się najbardziej, czyli płynność, zaskakująco wzrósł w drugim kwartale. Relacja krótkoterminowych należności (głównie gotówki) do krótkoterminowych zobowiązań wzrosła do rekordowego poziomu 42,6 proc.

Dzięki tym danym łatwiej zrozumieć, dlaczego nie doszło do istotnego wzrostu liczby niewypłacalności w Polsce. W większości branż trend niewypłacalności w lecie był podobny, jak przed epidemią. Wprawdzie częściowo wynika to z faktu, że efektywność sądów w czasie epidemii spadła, ale stabilna sytuacja finansowa firm też ma znaczenie. Patrząc na rozwój sytuacji, polskie firmy mogą przejść w lepszej kondycji przez ten kryzys niż przedsiębiorstwa z krajów Europy Południowej: Hiszpanii, Portugalii czy Włoch.

Trzeba oczywiście zachować ostrożności przy interpretowaniu sumowanych wyników całej populacji firm. Problemem w najbliższych miesiącach mogą być tzw. ogony rozkładu wyników, czyli firmy słabsze. Średnia może wyglądać nieźle, ale lewy ogon może się wydłużyć, czyli może zwiększyć się odsetek firm, które stoją na skraju niewypłacalności. Możliwe, że rząd, wraz z sektorem finansowym, powinien przygotować instrumenty mierzące się z tym zjawiskiem - na przykład możliwość przyspieszonej restrukturyzacji zobowiązań wobec banków. Uzależnieni będziemy również od tego jak rządy podejną do rozwoju drugiej fali epidemii i jak chętni będą obywatele poszczególnych krajów do stosowania środków zapobiegawczych celem niezaogniania sytuacji. Jeżeli sytuacja wymknie się spod kontroli, możemy wpaść w obszar wstrząsów wtórnych. W dużej mierze od nas zależy czy to nastąpi i jakiej siły będą to wstrząsy.



**Wykres 8 Rentowność przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce - w proc.**



Źródło: gus, SpotData; dane dotyczą firm zatrudniających co najmniej 50 osób

**Wykres 9** Płynność przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce - zmiana w proc. rdr.



Źródło: gus, SpotData; dane dotyczą firm zatrudniających co najmniej 50 osób

**Wykres 10 Liczba niewypłacalności w Polsce**



Źródło: SpotData



infolinia: 801 060 106  
kontakt@kuke.com.pl  
ul. Krucza 50, 00-025 Warszawa  
www.kuke.com.pl



+48 22 333 99 18  
kontakt@spotdata.pl  
ul. Kijowska 1, 03-738 Warszawa  
www.spotdata.pl