

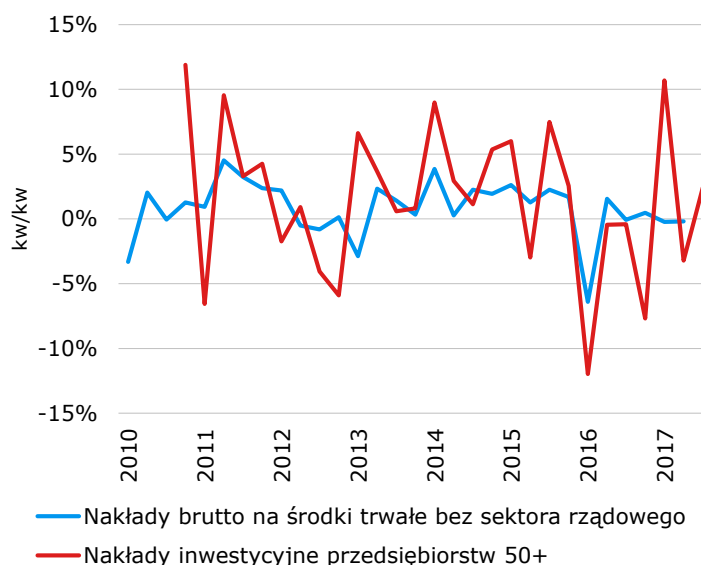
piątek, 19 stycznia 2018

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Najnowsze wydanie „Naszego (jedynie słusznego) poglądu na wszystko” poświęcamy inwestycjom w polskiej gospodarce, a dokładniej – inwestycjom przedsiębiorstw i możliwym przyczynom ich utrzymującej się słabości.

Zacniemy od przypomnienia kilku prostych faktów na temat inwestycji przedsiębiorstw. Po pierwsze, pod pojęciem „inwestycji” można rozumieć dwie różne kategorie statystyczne: nakłady brutto na środki trwałe i nakłady inwestycyjne. Te pierwsze stanowią bezpośredni składnik PKB, w 2016 r. wynosiły ok. 334 mld zł. Te drugie to podzbiór nakładów na środki trwałe, nieobejmujący chociażby niematerialnych środków trwałych, wart ok. 243 mld zł. Dwuznaczność dotyczy również terminu „inwestycje prywatne”, który może dotyczyć albo nakładów brutto na środki trwałe z wyłączeniem sektora instytucji rządowych i samorządowych, albo nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw o liczbie pracowników co najmniej 50, klasyfikowanych w sektorze prywatnym (w kontraście do przedsiębiorstw klasyfikowanych jako sektor publiczny). Różnica tutaj jest diametralna – wg pierwszej definicji inwestycje prywatne stanowiły w 2016 r. 273 mld zł, wg tej drugiej – 108 mld zł. Sekretem jest to, że oprócz średnich i dużych przedsiębiorstw, do podmiotów inwestujących zalicza się także gospodarstwa domowe (ok. 24% nakładów brutto na środki trwałe) oraz przedsiębiorstwa poniżej 50 pracowników.

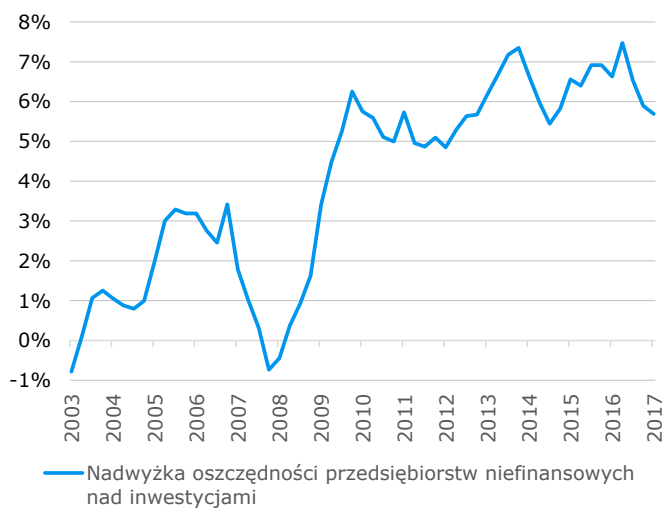
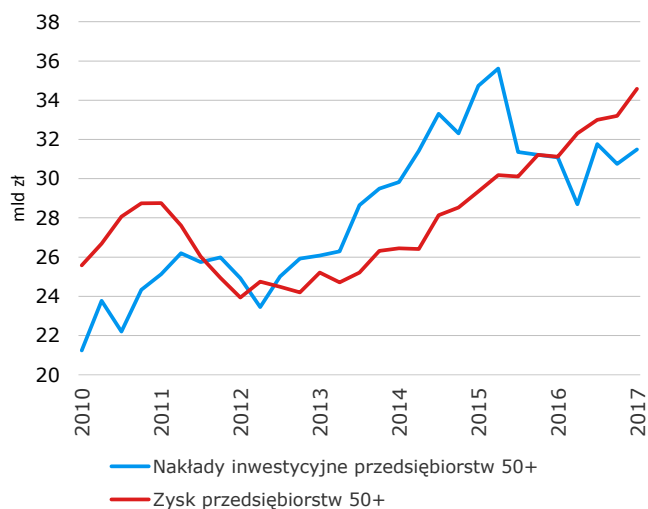
Niezależnie od przyjętej definicji, inwestycje prywatne nie radzą sobie zbyt dobrze. Wg obydwu przytoczonych powyżej definicji, ich dynamika za ostatnie 6-7 kwartałów jest bliska zeru (całkowite inwestycje prywatne: -0,2%, nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw 1,6%) – z dokładnością do większej zmienności z kwartału na kwartał, odtwarza się w nich znana z najszerzego agregatu inwestycji formacja „L” (tj. brak odbicia po potężnym spadku na początku 2016 r.). Warto w tym miejscu zauważyć, że istotna powinna być nie tylko dynamika, ale również ich poziom (dokładniej, chronicznie niska w polskim przypadku stopa inwestycji).



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostatu

W poszukiwaniu odpowiedzi przyczynę opisanego stanu rzeczy należy przesłuchać wszystkich podejrzanych o obniżenie inwestycji.

Po pierwsze, czy przedsiębiorstwom brakuje środków? NIE! Wyniki finansowe przedsiębiorstw znajdują się od 2013 r. w jednostajnym trendzie wzrostowym i żaden z szoków dotyczących polskiej gospodarki nie przełożył się choćby na przejściowe ich spowolnienie. Przedsiębiorstwa opływają w płynne środki finansowe, co widoczne jest zarówno w wynikach, jak i w danych dotyczących depozytów bankowych, a także w utrzymującej się od dawna strukturalnej nadwyżce oszczędności nad inwestycjami w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Znaczenie kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji jest oczywiście znacząco mniejsze i systematycznie maleje, ale również tutaj nie widać znaczących problemów – dynamika kredytów na inwestycje rośnie w dwucyfrowym tempie od początku 2014 r. (być może część kredytów inwestycyjnych jest przeznaczona na przedsięwzięcia niezaliczane w ramach rachunków narodowych do inwestycji, takie jak fuzje i przejęcia)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

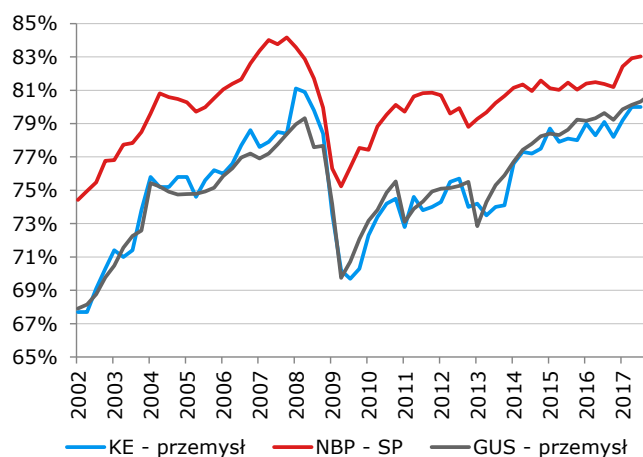
Po drugie, czy przedsiębiorstwa ogranicza niedostateczny popyt? Wprost przeciwnie. Bogaty katalog wskaźników jasno wskazuje na to, że popyt od wielu lat nie był tak nikłym problemem: oceny bieżącego i przyszłego popytu są blisko historycznych maksimum, ocena niedostatecznego popytu jako bariery rozwoju znajduje się na historycznych minimach, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych zbliżył się do lub przebił historyczne maksima. Wniosek ten jest zasadniczo niezależny od wyboru sektora.

Wykres 13 Bariera popytu



Źródło: NBP

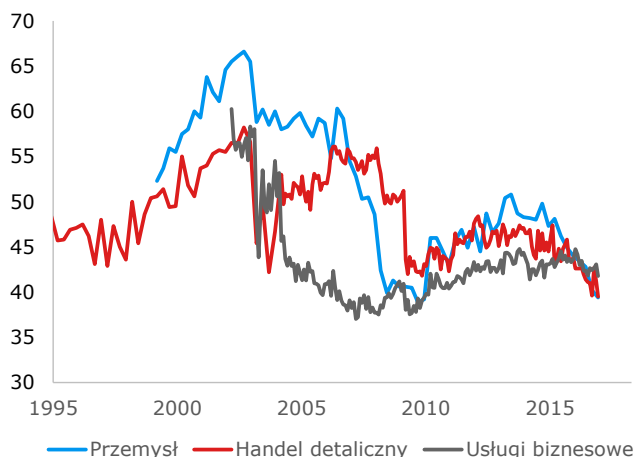
Wykorzystanie mocy produkcyjnych



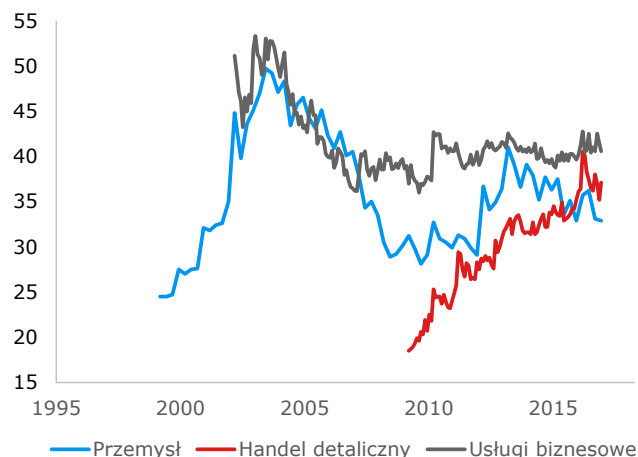
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostatu

Po trzecie, czy dla przedsiębiorstw problemem są podatki i regulacje? Ponownie, nie! Odsetek przedsiębiorstw deklarujących wysokie obciążenia wobec budżetu jest w ankietach GUS relatywnie niski, a w niektórych sektorach najniższy w historii (por. wykres poniżej). Co więcej, dzieje się to pomimo wzrostu wpływów podatkowych liczonych jako % PKB w ostatnich latach – od 2010 r. korelacja z wpływami podatkowymi jest ujemna (sic!!!). Równie optymistycznego wniosku nie da się sformułować w odniesieniu do regulacji, ale (za wyjątkiem handlu) ich dotkliwość nie rośnie – od 2009 r. w większości sektorów odsetek przedsiębiorstw deklarujących taką barierę działalności nie zmienił się.

Bariera obciążeń na rzecz budżetu



Bariera regulacji

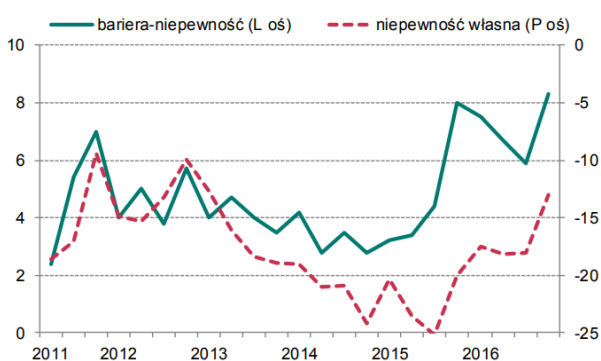


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

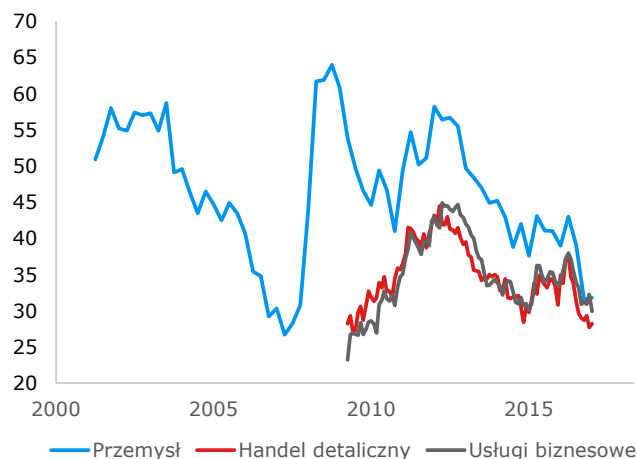
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Po czwarte, czy problemem dla przedsiębiorstw jest niepewność? Jest to z najczęściej wymieniana przyczyna słabości inwestycji – obok dynamicznego wzrostu znaczenia tej bariery, argumentem za jej kluczową rolą w ograniczaniu inwestycji przedsiębiorstw ma być jej pozytywna korelacja z planami i aktywnością inwestycyjną. Przy bliższym spojrzeniu można wyrazić kilka wątpliwości dotyczących tej historii: (1) oceny niepewności z badań koniunktury GUS w ostatnich latach przesunęły się w przeciwną stronę; (2) nie jest jasne, co właściwie znaczy niepewność i jakiego aspektu gospodarowania dotyczy; (3) jest wysoce nieprawdopodobne, że w warunkach dynamicznego wzrostu popytu przedsiębiorstwa mają coraz większe wątpliwości co do niego (chyba, że przedsiębiorcy nagle stali się zawodowymi kontrarianami). Być może niepewność to słowo-wytrych, które nie ma jednolitego desygnatu i w rzeczywistości skupia w sobie cały szereg obaw i barier (do takiej interpretacji [przychyla się](#) zresztą Narodowy Bank Polski). Tym samym, niepewność powinna być traktowana raczej jako bariera dla inwestycji, która ma charakter wtórny i wynika z działania innych czynników, które w idealnym świecie byłoby przez przedsiębiorstwa lepiej scharakteryzowane.

Bariera niepewności wg NBP



Bariera niepewności (GUS)

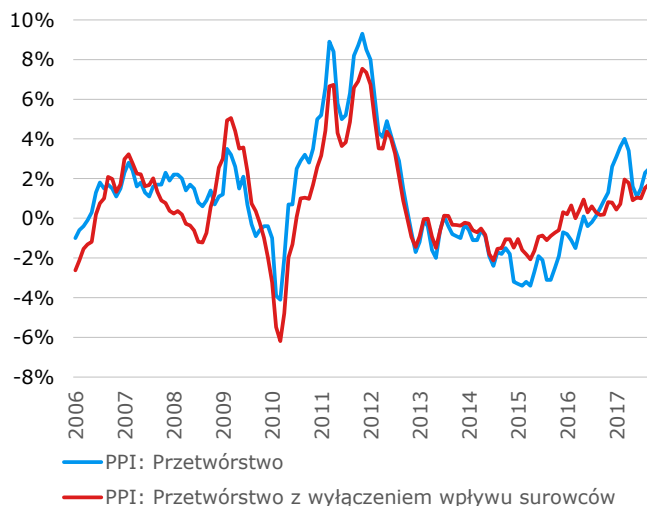
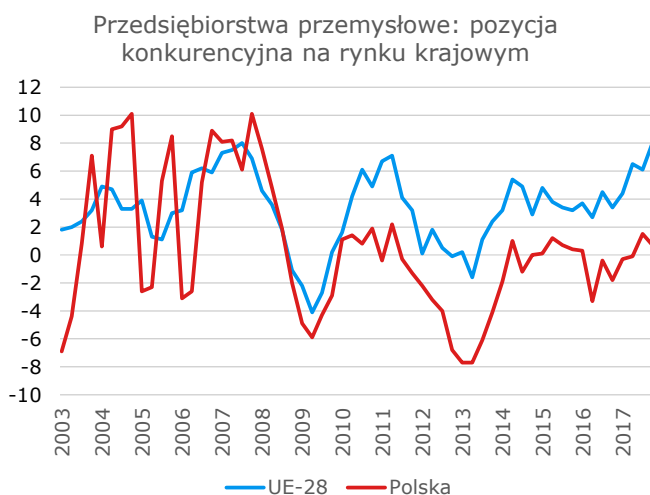


Źródło: NBP

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Po piąte, czy problemem dla przedsiębiorstw jest brak zdolności do kształtowania cen (siły na rynku)? Częściowo z tym problemem zmierzaliśmy się [w poprzedniej edycji](#) „Naszego (jedyne słusznego) poglądu na wszystko”. Po 2009 r. pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw przemysłowych, zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych, uległa pogorszeniu relatywnie do fazy cyklu koniunkturalnego (oznacza to też mniejszą wrażliwość na ożywienie gospodarcze) i do pozycji deklarowanej przez firmy z innych krajów UE. W konsekwencji, polski sektor przemysłowy jest zdominowany przez przedsiębiorstwa operujące przy bardzo wysokim stopniu wykorzystania mocy wytwórczych i jednocześnie stykające się z relatywnie wysoką presją konkurencyjną. Jednocześnie, dynamiki cen producenckich, jeśli wyłączymy efekty wzrostów cen surowców i zmiany kursu walutowego, zasadniczo stoją w miejscu. Presji na marże w tej sytuacji nie pomaga silne spowolnienie

produktywności pracy w przemyśle w ostatnich latach. Przyczyny takiego stanu rzeczy są w tej chwili mniej ważne. I choć zasługują na rozważenie, istotniejsze są konsekwencje. Podejrzewamy, że problem z presją konkurencyjną i zdolnością do kształtowania własnych cen może negatywnie wpływać na decyzje inwestycyjne, pogarszając rachunek opłacalności inwestycji lub zwiększając jego niepewność.

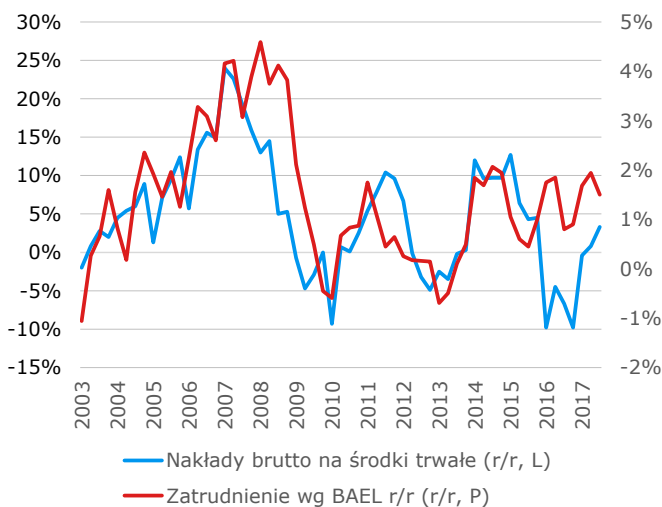


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Po szóste, czy inwestycje ogranicza brak rąk do pracy? Z pewnością nie brak anegdot sugerujących istnienie takiego problemu i są bardzo dobre teoretyczne powody, dla których taki związek istnieje. O ile można w dużym uproszczeniu myśleć o substytucji pracy i kapitału, o tyle w krótkim okresie obydwa czynniki produkcji są komplementarne, a opowieści o maszynach odbierających pracę można włożyć między bajki dla luddystów. Z kolei dynamiki inwestycji i zatrudnienia wykazują wręcz fenomenalną historyczną korelację (por. wykres poniżej)¹. Jak argumentowaliśmy [w poprzedniej edycji](#) „Naszego (jedynie słusznego) poglądu na wszystko”, nie uważamy ograniczeń podaży na rynku pracy za „twarde” i „fizyczne”, powinny być traktowane jako krótkookresowe, przejściowe lub warunkowe względem poziomu wynagrodzeń. Ich istnienie uniemożliwia jednak proste, „ekstensywne” inwestowanie, tj. powiększanie zdolności produkcyjnych w przedsiębiorstwach poprzez replikację istniejącego parku maszynowego bez zmiany organizacji pracy czy działań proefektywnościowych. Podjęcie trudniejszych i głębszych inwestycji wymaga czasu i być może jesteśmy właśnie w takim okresie przejściowym. Opóźnienie w inwestycjach może też nastąpić, jeśli uruchomią się mechanizmy konkurencji pomiędzy przedsiębiorstwami o czynnik pracy, o których pisaliśmy w poprzedniej edycji NJSPW.

¹ Skoro w opinii przedsiębiorstw rąk do pracy tak bardzo brakuje, to dlaczego zatrudnienie rośnie w tempie 1,5% (BAEL za III kwartał)? Potencjalnych powodów jest kilka: (1) przy obecnym tempie wzrostu PKB zatrudnienie mogłoby rosnać znacznie szybciej i w hipotetycznej sytuacji braku ograniczeń podaży dynamiki zatrudnienia wyglądałyby zapewne inaczej (dynamiki PKB, można domniemywać, również); (2) podnoszenie płac niezbędne dla zrównoważenia popytu i podaży pracy nie jest „lubiane” przez przedsiębiorstwa i samo w sobie jest uznawane za element problemu; (3) przedsiębiorstwa nie dostosowały się jeszcze do zmian w strukturze krańcowej podaży pracy w Polsce (osoby starsze, imigranci); (4) znacznie więcej przedsiębiorstw poszukuje pracowników – popyt na pracę jest zatem i większy, i „szerszy”.

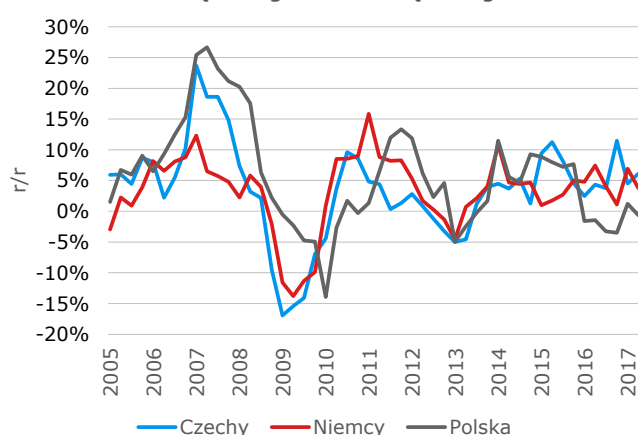


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

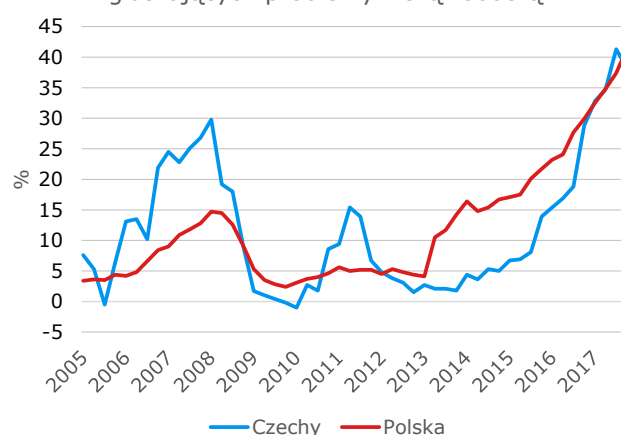
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Po siódme, czy polski problem z inwestycjami jest wyjątkowy na tle regionu? Inwestycje prywatne w Polsce są wysoko skorelowane z inwestycjami w Czechach i w Niemczech (ze względu na duży wkład sektora motoryzacyjnego do zmienności inwestycji dane węgierskie o inwestycjach prywatnych nie są już tak podobne do polskich). Przykładowo, epizody spowolnienia i ożywienia inwestycji w Czechach i w Polsce pokrywają się z dokładnością do kwartału-dwóch. To, co w ostatnim cyklu wyróżnia Polskę, to fakt, że dynamika inwestycji prywatnych w Polsce była wyraźnie niższa niż w Czechach zarówno w okresie spowolnienia (czyli w 2016 r.), jak w czasie ożywienia (2017 r.). Implikuje to, nawiasem mówiąc, dalszy spadek stopy inwestycji prywatnych w Polsce relatywnie do krajów sąsiadujących. Jednocześnie należy zauważyć, że nie ma istotnej statystycznie relacji wyprzedzającej między dynamiką inwestycji prywatnych w krajach sąsiadujących i w Polsce – nie należy zatem w odbiciu inwestycji w Czechach upatrywać zapowiedzi wzrostów w Polsce. Ponadto, pomimo ewidentnie mniejszej skali niewykorzystania czynników produkcji (wyższy % wykorzystania mocy wytwórczych, niższe bezrobocie) i lepszej pozycji cyklicznej gospodarki czeskiej (wyższa dynamika płac i cen, większa dodatnia luka popytowa), nasilenie problemów zgłaszanych przez przedsiębiorców ani nie jest większe, ani nie pojawiło się wcześniej. Innymi słowy, przyczyny słabości inwestycji prywatnych w Polsce najprawdopodobniej mają charakter strictly polski².

Inwestycje z wyłączeniem inwestycji sektora rządowego i samorządowego



Odsetek przedsiębiorstw przemysłowych zgłaszających problemy z siłą roboczą



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

² Przykład czeski rzuca też sporo cienia na korelację i hipotezy, do których istnienia w Polsce się przyzwyczailiśmy: stopień wykorzystania mocy wytwórczych w Czechach delikatnie, ale systematycznie spada od dwóch lat; pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw przemysłowych na wszystkich rynkach pogorszyła się znacznie bardziej niż w Polsce i jest najgorsza od 2009 r.; niedostatki parku maszynowego są jedną z istotniejszych barier działalności pomimo wzrostu inwestycji prywatnych od kilku kwartałów, etc.



Reasumując, problem niskiego poziomu inwestycji w polskiej gospodarce jest skomplikowany (Czytelnicy zauważają, że nie dotknęliśmy w ogóle perspektyw inwestycji publicznych) i prawdopodobnie nie istnieje jeden powód, któremu można przypisać całość słabości. Co więcej, dane zagregowane, którymi dysponujemy, prawdopodobnie ukrywają przynajmniej jeden wymiar złożoności – heterogeniczność sektora przedsiębiorstw i jej możliwy wzrost w ostatnich latach. Dostępne dane (np. wyniki badań NBP) nie wskazują wprawdzie na istnienie takiego zjawiska i sugerują raczej działanie szoku oddziałującego symetrycznie na całą gospodarkę, ale tego rodzaju efektów nie da się całkowicie wykluczyć.

W jaki sposób ten słaby punkt sektora prywatnego może być przezwyciężony? Częściowo naszym zdaniem jest to kwestia czasu i odpowiednich dostosowań (wzrostu płac, konsolidacji mniejszych firm, inwestycji proefektywnościowych). Problemom z kształtowaniem cen mógłby zaradzić zewnętrzny szok w postaci silnego wzrostu cen surowców (od lat to temat przewodni naszych komentarzy do PPI), który – niczym przypływ podnoszący wszystkie łodzie – dałby pretekst do podnoszenia cen wszystkim. W naszej opinii również dużą zmianą dla inwestycji sektora prywatnego może być też wzrost wydatkowania środków unijnych w ramach nowych programów operacyjnych – w zakresie wspierania inwestycji mają one wprawdzie nieco inny charakter niż w poprzedniej perspektywie, ale będą stanowić istotny impuls popytowy. Tak, jak katalizatorem dla przyspieszenia konsumpcji stał się program 500+, tak inwestycjom prywatnym pomogą środki unijne. W konsekwencji, pomimo niekorzystnych bieżących uwarunkowań, spodziewamy się wzrostu inwestycji prywatnych w 2018 roku.

Z punktu widzenia RPP taki obraz inwestycji (tj. z problemami o nie do końca rozpoznanej etiologii) powinien być kompletnie neutralny – koszt kapitału nie jest czynnikiem ograniczającym inwestycje i jego wzrost w wyobraźalnych najprawdopodobniej nie wpłynie znacząco na ich dynamikę.

mBank Research

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA
główny ekonomista
tel: +48 22 829 0166
email: ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel: +48 22 526 7034
email: piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Dr Marcin Mazurek
analityk
tel: +48 22 829 0183
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel: +48 22 829 0256
email: karol.klimas@mbank.pl

Uwagi:

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. 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. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.