

Laureaci Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 2020 roku

dr Lena Grzesiak

Wydział Zarządzania
Uniwersytet Łódzki

W roku 2020 Nagrodę Nobla z ekonomii otrzymali dwaj amerykańscy naukowcy reprezentujący Uniwersytet Stanforda – Paul R. Milgrom (1948) oraz Robert B. Wilson (1937). Nagroda została przyznana za „za udoskonalenie teorii aukcji i wynalezienie nowych form aukcji” [*The Prize...*].

Osiągnięcia teoretyczne tegorocznych Laureatów mają bezpośrednie zastosowanie w praktyce. Naukowcy Ci zajmowali się bowiem m.in. badaniem działania aukcji. Swoje spostrzeżenia wykorzystali do „zaprojektowania nowych formatów aukcji dla towarów i usług, które trudno sprzedać w tradycyjny sposób, takich jak częstotliwości radiowe” [*The Prize...*].

Jak podano w uzasadnieniu, Robert Wilson opracował teorię aukcji przedmiotów o wspólnej wartości – wartości, która jest z góry niepewna, ale ostatecznie taka sama dla wszystkich (...). Pokazał, dlaczego racjonalni oferenci mają tendencję do składania ofert poniżej ich własnego najlepszego oszacowania wspólnej wartości: martwią się klątwą zwycięzcy (winner's curse) – to znaczy, że zapłacą za dużo i przegrają [*The Prize...*]. Paul Milgrom sformułował zaś bardziej ogólną teorię



<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2020/summary/> [dostęp 18.12.2020].

aukcji, która nie tylko dopuszcza wspólne wartości, ale także wartości prywatne, które różnią się w zależności od oferenta [*The Prize...*].

The Prize in Economic Sciences 2020, Press release, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2020/press-release/> [dostęp 18.12.2020].

SYTUACJA GOSPODARCZA W POLSCE PO III KWARTALE 2020 R.

Patryk Krykwiński, Zuzanna Pakuła

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania
Gospodarczego 4FUTURE
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Wrost gospodarczy

Dająca się we znaki pandemia koronawirusa od końca I kwartału 2020 roku odciska swoje piętno na wielu sektorach gospodarki. W III kwartale 2020, bazując na danych zaczerpniętych z Głównego Urzędu Statystycznego, produkt krajowy brutto niewyrównany sezonowo zmniejszył się o 1,5% w odniesieniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym, natomiast wyrównany sezonowo zmniejszył się o 1,8%.

Przyczyn takiego wyniku PKB, chociaż znacznie lepszego niż w II kwartale, gdy osiągnięto rekordowy spadek –8,4%, należy doszukiwać się między innymi w spadku popytu krajowego o 3,2% (w II kwartale o 9,9%). Mimo wzrostu poziomu spożycia o 1,0% w stosunku do równorzędnego okresu z poprzedniego roku, nie udało się otrzymać dodatniego wyniku popytu krajowego. Spożycie obejmujące swym zakresem sektor gospodarstw domowych wzrosło nieznacznie, bo o 0,4%, wnosząc do produktu krajowego brutto 0,2 p.p. Przyczyn takiego wyniku należy dopatrywać się w stopniowym wycofywaniu zakazów obowiązujących m.in. w restauracjach czy galeriach handlowych, odwrotnie niż było w I kwartale, gdy wprowadzony został całkowity lockdown.

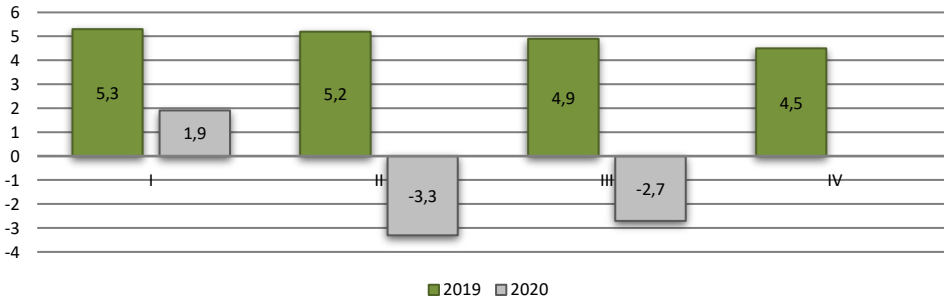
Sytuacja kształtuje się nieco lepiej w przypadku spożycia publicznego, gdzie wzrost wyniósł 3,4%. Mimo satysfakcjonującego

wyniku, jego wkład w polski PKB wyniósł jedynie +0,6 p.p., podczas gdy w kwartale ubiegłym wyniósł on +0,5 p.p. Różnica między wkładem spożycia publicznego a spożycia w sektorze gospodarstw domowych wynika z tego, że mają one różny udział w całkowitym popycie krajowym.

Negatywny wpływ na PKB, w przeciwieństwie do minimalnego pozytywnego wpływu spożycia ogólnego, miała akumulacja brutto. Wniosła ona –4,0 p.p. do wzrostu gospodarczego. Wynika to z jej zmniejszenia się aż o 20,2% w stosunku do analogicznego okresu w roku 2019. Na taki spadek poziomu inwestycji złożył się spadek popytu inwestycyjnego, wnoszącego do PKB –1,7 p.p., co jest lepszym wynikiem w porównaniu z sytuacją w poprzednim kwartale, gdy było to –1,8 p.p. oraz spadek przyrostu rzeczowych środków obrotowych, wnoszącego –2,3 p.p. wobec –2,0 p.p. w poprzednim kwartale.

Przy rozważaniach na temat dynamiki PKB należałoby zwrócić również uwagę na rozwój wymiany handlowej między Polską a jej zagranicznymi partnerami. W III kwartale 2020 roku, Polska osiągnęła nadwyżkę handlową wynoszącą 38,6 mld złotych. Jest to nie tylko skutek wzrostu polskiego eksportu o 2,0%, ale również spadku importu o 1,0% w stosunku do adekwatnego okresu rok temu. W sierpniu, mimo pięcioprocentowego wzrostu r/r, eksport był o 4,9% mniejszy niż w lipcu, natomiast import o 8,9%. Ogólny wpływ eksportu netto na PKB wyniósł +1,7 p.p. i okazał się być wyższy o 0,6 p.p. niż w poprzednim kwartale.

Tempo wzrostu gospodarczego w III kwartale 2020 roku, podobnie jak w poprzednich kwartałach, warunkowane było



Wykres 1. PKB od początku roku do końca okresu w % r/r

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

wciąż sytuacją epidemiologiczną, jednak jej wpływ okazał się być znacznie mniejszy niż miało to miejsce w przypadku choćby kwartału II. To złagodzenie spadku PKB było rezultatem polityki znoszącej restrykcje oraz ograniczenia mobilności polskich obywateli. Zadziałał również efekt popytu odroczonego, który ostatecznie wniósł do PKB +0,8 p.p., a także wzmocnienie pozycji rodzimych eksporterów na skutek wzrostu kursu euro.

Inflacja

W przedostatnim kwartale 2020 roku poziom inflacji w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku zgodnie z danymi GUS zwiększył się o 3,0%, natomiast w stosunku do kwartału II zwiększył się o 0,1%, a więc nieznacznie. Niepokojący okazuje się wzrost poziomu cen liczonego od początku roku do końca września, ponieważ wynosi on 3,6% i jest niezgodny z założeniami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wyznaczonego przez Radę Polityki Pieniężnej, zakładającej utrzymanie inflacji na poziomie 2,5% z możliwością odchylenia o 1 p.p. w górę lub w dół.

Największy wpływ na ogólny wskaźnik inflacji miał wskaźnik cen użytkowania mieszkań i energii. Okazało się, że we wrześniu Polacy za codzienne pobory

prądu na potrzeby gospodarstw domowych zapłaciła 4,6% więcej niż miało to miejsce w analogicznym okresie w roku ubiegłym. Mimo to nie jest to efekt wzrostu cen w III kwartale, a w poprzednich, gdyż, dla przykładu, koszty związane z nośnikami energii we wrześniu w porównaniu do tegorocznego sierpnia wzrosły jedynie o 0,1%. W sierpniu zaś, ogólne koszty związane nie tylko z nośnikami energii, ale również z użytkowaniem mieszkania lub domu wzrosły o 0,1% w porównaniu z miesiącem wcześniejszym. Łączne koszty za użytkowanie mieszkania i nośniki energii wzrosły zatem w III kwartale r/r o 7,2%. Jednak w zdecydowanej większości za ten wynik odpowiada I-kwartalny wzrost powyższych kosztów o 4,3% w porównaniu z ostatnim kwartałem minionego roku, bowiem przyrównując III kwartał z II 2020 roku obserwujemy wzrost tylko o 0,6%.

Podobna sytuacja do tej, która miała miejsce w II kwartale jest zauważalna na przykładzie cen związanych z transportem. Ceny w tym sektorze, tak w II, jak i w III kwartale, odnotowały największy spadek spośród wszystkich innych składowych wskaźników dóbr i usług konsumpcyjnych. Rekordowy spadek o 11% r/r z II kwartału nie został jednak ponownie osiągnięty, ponieważ w III kwartale ceny transportu spadły o 6,8% r/r, a co za tym idzie, w stosunku do poprzedniego okresu wzro-

śły o 2,9%. Jest to skutek utrzymującego się zmniejszonego popytu na środki transportu ze względu na ograniczenia w przemieszczaniu się.

W sytuacji epidemiologicznej nie powinien nikogo dziwić wzrost cen kategorii obejmującej swym zakresem specyfikę farmaceutyczne i medyczne, czyli szeroko pojęte zdrowie. W porównaniu do III kwartału 2019 roku kategoria ta wzrosła o 5,2%, a od początku roku do końca września o 4,7%. Przez cały rok 2019 wzrost ten wyniósł 3,2%. Jeżeli przewidywania analityków makroekonomicznych się sprawdzą, to w związku z kolejną falą koronawirusa w IV kwartale omawiana kategoria wzrośnie jeszcze bardziej, a to z kolei przełoży się na sporą różnicę między całorocznym jej wzrostem w 2019 i 2020 roku.

Mimo przewidywanego wzrostu cen w kategorii zdrowie, ogólne tempo wzrostu poziomu cen w polskiej gospodarce w IV kwartale ma wyhamować. Główną przyczyną ma być zmniejszony ruch turystyczny, a także zmniejszenie siły i znaczenia popytu odroczonego, który napędzał ceny w omawianym przez nas kwartale.

Rynek pracy

Porównując wskaźniki zarówno bezrobocia rejestrowanego, jak i wyniki badania aktywności ekonomicznej (BAEL), możemy odnieść wrażenie, że sytuacja w III kwartale 2020 roku pokazuje powrót do stanu sprzed pandemii. Godnym zwrócenia uwagi jest fakt, że poprawa sytuacji na rynku pracy przebiega różnie u różnych grup społecznych, dla przykładu mężczyzn, w odróżnieniu od kobiet, wypadają pod tym względem lepiej. Stopa bezrobocia rejestrowanego w III kwartale 2020 roku wyniosła 6,1%, czyli populacja osób bezrobotnych liczyła 580 tys. Oznacza

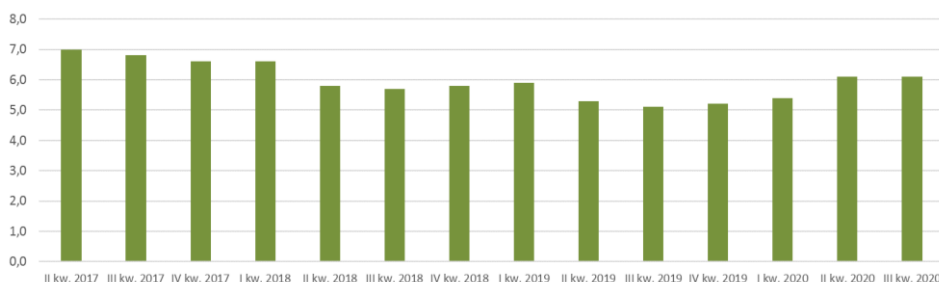
to brak zmian w stosunku do poprzedniego okresu oraz wzrost w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego o 1,0 p.p. Stopa bezrobocia mierzona według BAEL wyniosła w badanym kwartale 3,4%, co oznacza stopę bezrobocia w porównaniu z II kwartałem, jak i w stosunku do III kwartału 2019 r., większą o 0,3 p.p. w obu przypadkach (wzrost odpowiednio o: 53 tys. i 48 tys.).

Cechą charakterystyczną dla III kwartału jest dziesięciokrotny spadek liczebności osób nie wykonujących pracy z powodu przerwy w działalności ich zakładu, z 684 tys. w kwartale II do zaledwie 65 tys. Jednak dalej jest to trzykrotnie więcej w stosunku do analogicznego okresu w roku poprzednim. Podobnie sytuacja wygląda z liczbą osób pracujących krócej niż zwykle. W kwartale III znowu zaobserwowano zwiększoną liczbę takich osób w stosunku do okresu sprzed pandemii. W omawianym okresie populacja ta wynosiła 103 tys. i zmniejszyła się w stosunku do poprzedniego kwartału o 410 tys., z kolei w porównaniu do III kwartału zeszłego roku była większa o 82 tys.

Przeciętne wynagrodzenie w III kwartale 2020 roku wyniosło 5168,93 zł. Oznacza to wzrost do poprzedniego okresu o 2,8 p.p. oraz wzrost w stosunku do III kwartału 2019 roku o 4,8 p.p.

Osoby pracujące stanowiły w III kwartale 2020 r. 55% ludności w wieku 15 lat i więcej. Tym samym zaobserwowaliśmy wzrost w porównaniu do poprzedniego kwartału br. o 1,2 p.p.

Warto zauważyć, że w porównaniu z poprzednim kwartałem wzrost liczby bezrobotnych odnotowano wyłącznie wśród kobiet, o 27%. Natomiast u mężczyzn nastąpił spadek w tym samym okresie o 2,7%.



Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec okresu w %
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Porównując z analogicznym okresem w roku poprzednim widzimy wzrost liczby bezrobotnych o 33 tys. dla kobiet (12,7%) oraz 15 tys. dla mężczyzn (5,5%).

Ostatnie dni III kwartału przypadły na pojawienie się drugiej fali zachorowań na COVID-19, dlatego prezentowane wskaźniki nie oddają w pełni obrazu ustabilizowania się sytuacji na rynku pracy po pojawieniu się obostrzeń związanych z pandemią. Możemy jedynie ostrożnie stwierdzić, że dane dla omawianego okresu pokazują dynamikę powrotu gospodarki do stanu sprzed pierwszej fali zachorowań. Dopiero dane z kolejnego okresu mogą przynieść odpowiedź na pytanie, jak pogarszająca się sytuacja epidemiologiczna, a za nią utrudnienia związane z wprowadzaniem obostrzeń, wpływają na gospodarkę.

Inwestycje

Według danych pochodzących z GUS, w III kw. bieżącego roku nakłady brutto na środki trwałe wobec analogicznego okresu w zeszłym roku spadły o 8,1% oraz w stosunku do poprzedniego kwartału bieżącego roku wzrosły o 11,6%.

Dla III kwartału obserwujemy negatywny wpływ pandemii na inwestycje, jednak warto zauważyć, że sytuacja przedstawia

się znacznie lepiej w porównaniu do wcześniejszego kwartału. Wzrost inwestycji towarzyszył zmniejszeniu restrykcji po apogeum zachorowań w pierwszej fali. Dodatkowo na złagodzenie skutków kryzysu i szybszą aklimatyzację do nagłych nowych warunków, w niektórych sektorach gospodarki wpłynęły programy pomocowe rządu. Zapowiedzi walki z recesją w postaci licznych inwestycji rządowych nieco ociepliły klimat inwestycyjny.

Niektórzy eksperci, m.in. z Banku Pekao, uważają, że po przejściu kolejnych fal zachorowań w przyszłości nie będziemy świadkami tak gwałtownego ożywienia aktywności ekonomicznej. Główną przeszkodą, obok restrykcji, stanowi niestabilność regulacyjna. W ślad za niestabilną polityką rządu zapewne zaobserwujemy mniejszą chęć do inwestycji prywatnych. W III kwartale sytuację większości sektorów gospodarki cechuje niewielki spadek w porównaniu do analogicznego okresu z zeszłego roku, ale ogólny obraz jest zróżnicowany. W III kwartale rekordowy wzrost nakładów na inwestycje miał miejsce w np. obsłudze rynku nieruchomości, osiągając na koniec III kwartału wartość skumulowaną nakładów aż o 81,3% większą w stosunku do wartości skumulowanej nakładów z analogicznego okresu roku poprzedniego. Z drugiej strony

możemy zaobserwować drastyczny spadek zainteresowania rozpoczęciem nowych inwestycji w budownictwie (wynik to zaledwie 50,9% w porównaniu do takiego samego okresu w zeszłym roku).

Podobnie w sektorze zakwaterowania i gastronomii, w którym do końca kwartału III na inwestycje w sumie zdecydowano przeznaczyć jedynie połowę środków przeznaczonych na ten sam cel w analogicznym okresie w 2019 r. Powyższe spadki zostały spowodowane większą wrażliwością tych branż na obostrzenia (hotelarstwo i gastronomia) lub spadkiem produktywności w urzędach (np. utrudnienie zdobywania zezwoleń potrzebnych w budownictwie).

Na podstawie danych z III kwartału 2020 roku możemy stwierdzić, że dla większości inwestorów okres nie był pomyślny. Niepewność związana z prognozami kolejnych fal zachorowań i nie zawsze przewidywalne działania rządu oraz powolne znoszenie obostrzeń w III kwartale roku spowodowały spadek zainteresowania inwestycjami.

Podsumowanie i prognozy

Biorąc pod uwagę wyniki z III kwartału jesteśmy zdania, że epidemia COVID-19 nie jest już aż tak znaczącą determinantą dla sytuacji krajowej gospodarki. Jednak w dalszym ciągu znaczący wzrost zachorowań w przyszłości może w bardzo dużym stopniu wpłynąć na sytuację ekonomiczną naszego kraju.

W chwili obecnej, tj. na początku grudnia, wygląda na to, że jesteśmy już po największych wzrostach zachorowań w tym roku, sięgających ponad 20 tys. nowych przypadków dziennie. W ostatnich tygodniach sytuacja nieco się poprawiła, chociaż eksperci nie wykluczają trzeciej fali. Mimo wysoce nieprzewidywalnej

sytuacji epidemiologicznej w przyszłości, liczymy na stopniową poprawę w kolejnych kwartałach i powrót poziomu wynagrodzeń oraz stopy bezrobocia do poziomu sprzed pandemii.

Zakładamy, że stopa bezrobocia rejestrowanego będzie utrzymywała się na podobnym poziomie w IV kwartale oraz odnotuje wzrost do 6,2 % w I kwartale 2021, aby już w II kwartale 2021 roku osiągnąć kolejny nieduży wzrost osób bezrobotnych i zamykając kwartał z wynikiem 6,5 %.

Wraz ze spodziewanym w następnym kwartale niedużym wzrostem konsumpcji w okolicach 0.2 p.p. przewidujemy również niewielkie spowolnienie spadku inwestycji. Dla kwartału IV szacujemy nakłady inwestycyjne na środki trwałe wyższe o 2 p.p. w stosunku do III kwartału oraz w I kw. 2021 spodziewamy się już wzrostu nawet o 8% w stosunku do poprzedniego kwartału, a także spadek r/r na poziomie 2,5%.

Według oficjalnych danych z Eurostatu, polska gospodarka okazała się być, porównując z sytuacją ekonomiczną w innych krajach Unii Europejskiej, wyjątkowo odporna na wpływ pandemii koronawirusa w III kwartale 2020 roku. Zgodnie z powyższymi danymi, PKB w Polsce w stosunku do III kwartału 2019 roku obniżył się o 1,8%, co jest znacznie lepszym wynikiem od tego w Niemczech (-3,9%), czy Czechach (-5,2%). Najgorszy wynik PKB w UE osiągnęła Islandia, odnotowując spadek na poziomie -10,4%. Ekonomiści szacują, że islandzkie PKB dla całego roku 2020 ma spaść o 7,6% na skutek zmniejszenia ruchu turystycznego i powiązanego z nim znaczącego wzrostu bezrobocia. Dla porównania, przeprowadzona przez NBP prognoza dotycząca wzrostu PKB w Polsce zakłada spadek o 3,1% w 2020, natomiast w roku 2021 ma zostać odnotowany niemal czteroprocentowy wzrost.

KONIUNKTURA W SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW NIEFINANSOWYCH

dr Artur Zimny

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Zgodnie z przewidywaniami, w 3. kw. 2020 r. koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych uległa wyraźnej poprawie. Znacznie zredukowane obostrzenia przywróciły popyt, co pozwoliło przedsiębiorstwom poprawić wyniki, przynajmniej w stosunku do okresu pierwszej fali pandemii koronawirusa. PKB w 3. kw. 2020 r. był niższy (realnie i z uwzględnieniem sezonowości) o 1,8% od wartości z 3. kw. 2019 r., ale wskaźnik ten, choć ujemny, jest o wiele lepszy niż odnotowany w 2. kw. 2020 r. (kiedy wyniósł -8%). Dynamika przychodów również jest ujemna, bowiem w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej były one niższe o 2,1%, a po uwzględnieniu wciąż wysokiej inflacji (3%) – o 4,9%. Ale w stosunku do okresu bezpośrednio poprzedzającego (tj. do 2. kw. 2020 r., silnie dotkniętego skutkami pandemii) przychody wzrosły o 13,2%, co nawet po uwzględnieniu inflacji oznaczać będzie istotną poprawę. Podobnie korzystnie wypadają statystyki dla wyniku finansowego przedsiębiorstw niefinansowych – w 3. kw. 2020 r. był on o 10% wyższy niż w poprzednim kwartale oraz o 12,5% wyższy niż w analogicznym kwartale rok wcześniej (a realnie o 9,2% wyższy). Rentowność obrotu ukształtowała się na poziomie 4,4%, co również jest wynikiem lepszym niż w 3. kw. 2019 r. (wówczas było to 3,8%). Oznacza to, że mimo pandemii, skutkującej wielkością przychodów niższą niż przed rokiem, przedsiębiorstwa są w stanie osiągać rentowność wyższą niż wtedy.

Próbując odgadnąć przyczyny takiego (nieco paradoksalnego) zjawiska, można spekulować, że jest to efekt podjętych przez firmy działań w zakresie redukcji kosztów (np. czasowe zmniejszenie zatrudnienia i wynagrodzeń), przy jednoczesnym korzystaniu ze wsparcia oferowanego w ramach tarczy antykryzysowej, co oznacza zmniejszenie kosztów (zwłaszcza obciążeń daninami publicznymi) lub dodatkowe przychody, niekoniecznie wykazywane w okresie ich przyznania. Drugim powodem, jakiego można się domyślać, jest różnica w reakcji poszczególnych branż na skutki pandemii – jedne tracą (np. gastronomia, turystyka), ale inne zyskują (np. sprzedaż internetowa, farmaceutyka). Być może zyski branż, dla których pandemia jest źródłem korzyści, przeważają nad stratami pozostałych.

Nienajgorszego obrazu kondycji przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kw. 2020 r. dopełniają wskaźniki niefinansowe. Liczba zatrudnionych w przedsiębiorstwach, która w czasie pandemii spadła do 97% analogicznej wartości przed rokiem, od czerwca w zmiennym tempie, ale jednak wzrasta. We wrześniu 2020 r. była ona na poziomie 99% wartości sprzed roku. Stopa bezrobocia rejestrowanego przez 5 miesięcy (od czerwca do października) utrzymuje się na stałym poziomie (6,1%), nieznacznie tylko wyższym od minimum z drugiej połowy roku 2019 (5,0–5,2%).

Wzrost przychodów w 3. kw. 2020 r. przekłada się na poprawę wskaźników zarządzania aktywami obrotowymi – cykle obrotu zapasami i inkasa należności uległy (w ujęciu kwartalnym) znacznemu skróceniu w stosunku do poprzedniego kwartału. Płynność również ulega poprawie, ale

trend ten – w przeciwieństwie do krótkookresowych turbulencji w zakresie gospodarki aktywami obrotowymi – jest dość stabilny już od ponad roku, co w obecnej sytuacji jest dość zaskakujące. Wskaźnik płynności II stopnia (podwyższonej) wzrósł do poziomu 104%, a wskaźnik I stopnia (≈gotówkowa) do 42,9%; są to wielkości zadowalające. Można się domyślać, że wśród przyczyn tego wzrostu płynności istotne znaczenie mają wspomniane już działania w zakresie redukcji kosztów, wsparcie ze środków publicznych, a ponadto wstrzymanie przez przedsiębiorstwa inwestycji, co skutkuje akumulacją rezerw gotówkowych. Wstępne dane o spadku nakładów inwestycyjnych o 13,5% w 2. kw. 2020 r. (w stosunku do 2. kw. 2019 r.) potwierdziły się, natomiast brak danych o skali inwestycji w 3. kw. 2020 r. nie pozwala jeszcze zweryfikować tez ekspertów, którzy pisali o wznowieniu inwestycji, tyle że w kierunkach skorygowanych adekwatnie do sytuacji (tzn. np. inwestycje w dostosowanie oferty i kanałów dystrybucji do nowych, pandemicznych warunków działania).

O ile reakcja poszczególnych branż na pojawienie się pandemii była dość zróżnicowana, o tyle poprawa kondycji w 3. kw. była widoczna w prawie wszystkich branżach. W największej z nich – przemyśle przetwórczym – przychody wzrosły w stosunku do 2. kw. 2020 o 22% i ukształtowały się na poziomie równym analogicznemu sprzed roku (czyli realnie były nieco niższe, uwzględniając inflację). Wynik finansowy był jednak o 59% większy od wyniku z poprzedniego kwartału i o 32% wyższy r/r, a rentowność obrotu w 3. kw. 2020 r. (5,7%) była rekordowa na przestrzeni kilku ostatnich lat. Płynność II stopnia (podwyższona) w tym kwartale wzrosła do satysfakcjonującego poziomu 99%, a płynność I stopnia (≈gotówkowa) spadła do 34%, ale dzięki wzrostom przez

poprzednie 4 kwartały pozostaje ona na dość wysokim, jak na tę branżę, poziomie. W branży handlowej przychody nie zmieniły się tak spektakularnie (wzrosły o 9,5% w stosunku do poprzedniego kwartału, ale były o 5% niższe r/r), ale wskaźniki dynamiki dla wyniku finansowego okazały się wysokie (przyrost o 95% w stosunku do poprzedniego kwartału i o 56% r/r). Efektem jest dość wysoki, jak na tę branżę, wskaźnik rentowności obrotu (3,6% – rekord nienotowany od co najmniej 18 lat). Wysokie są także, w porównaniu z historycznymi, poziomy płynności dla tej branży (II stopnia: 83%, I stopnia: 31%).

Przychody w branży transportowej wzrosły o 14% wobec 2. kw. 2020 r., ale w stosunku do 3. kw. 2019 r. spadły o 4%. Wynik finansowy był o 290% wyższy od odnotowanego w poprzednim kw. Tak wysoki wskaźnik to efekt bardzo małej bazy, ale w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej również odnotowano zadowalający wzrost (o 21%). Rentowność obrotu także znacząco wzrosła (do wysokości 5,0%), ale na przestrzeni kilku ostatnich lat zdarzały się wyniki wyższe, a rentowność uśredniona w skali roku pozostaje jednak dość niska. Wzrosły natomiast (do dość wysokich, jak na tę branżę, poziomów) wskaźniki płynności (odpowiednio do 152,5 oraz do 81%). Budownictwo odnotowało skromny wzrost przychodów w stosunku do 2. kw. 2020 r. (o 9,5%), ale jest to dynamika dość typowa dla tej branży dla 3. kwartału. Przychody te były jednak o 5% niższe od analogicznej wartości sprzed roku. Wysoka okazała się natomiast rentowność obrotu – w 3. kw. 2020 r. wyniosła 5,7%, czyli najwięcej od ponad 4 lat. Wystąpił też wzrost płynności (odpowiednio do 114 i 46%), co przewyższa wartości np. z 2018 r., ale jest wyraźnie poniżej poziomów z 2016 r.

Wyjątkowa na tle innych jest w tym kwartale sytuacja branży energetycznej. Jej

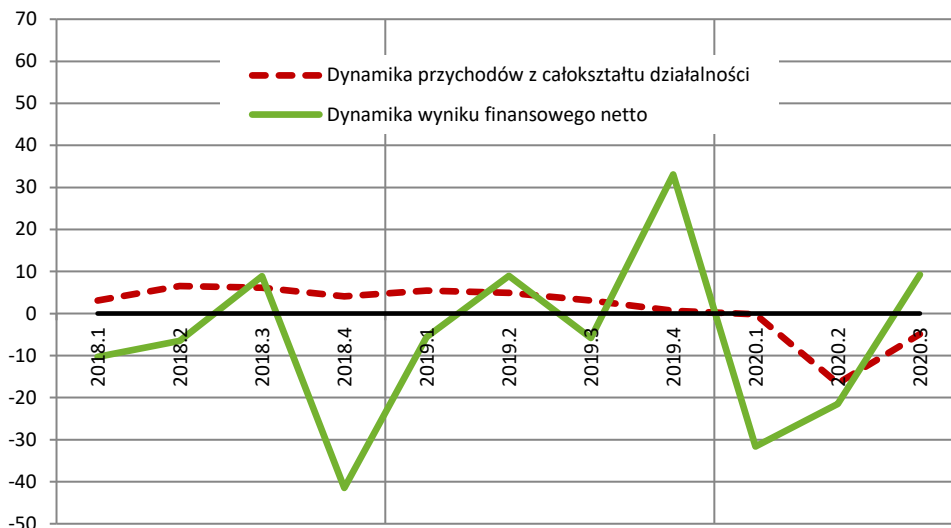
przychody spadły w porównaniu z poprzednim kwartałem o 5%, choć były o 6% wyższe r/r. Wyjątkowy jest natomiast spadek wyniku finansowego – o ile jest to dla tej branży zjawisko typowe w trzecich kwartałach roku, to raczej rzadko jest to spadek do poziomu ujemnego, a tak było tym razem. Poniesiona przez energetykę strata oznacza spadek wyniku finansowego o 117% w stosunku do wartości z poprzedniego kwartału i aż o 224% w porównaniu z analogicznym kwartałem rok wcześniej, a rentowność obrotu wyniosła $-2,8\%$. Tak niskiego wskaźnika rentowności nie notowano od 2015 r., w którym wystąpiła specyficzna sytuacja (znaczące, jednorazowe odpisy aktualizujące wartość majątku największych firm energetycznych). Pocięające dla branży są wskaźniki płynności, z których ta II stopnia w 3. kw. 2020 r. nieco spadła (do 126%), ale ta I stopnia mocno wzrosła, do poziomu 68%. Obie wartości są znacznie wyższe niż te, które branża notowała w latach 2018–2019 i odpowiadają przeciętnym poziomom z lat wcześniejszych.

W ocenie kondycji przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kw. 2020 r. należy zachować ostrożność; w dużej mierze bijący z liczb optymizm ma kruche podstawy. Po pierwsze, wysoka dynamika zysków to efekt niskiej bazy (jeśli porównywać z 2. kw. 2020 r.) oraz częściowo kumulacji popytu w 3. kw. z tym wstrzymanym, niezrealizowanym w kwartale poprzednim (jeśli porównywać z 3. kw. 2019 r.). Po drugie, wysokim rentownościom przysłużyło się zapewne redukcje kosztów (które w praktyce sprowadza się często do cięcia wynagrodzeń) oraz wsparcie ze środków publicznych – a to oznacza, że ciężar wsparcia przedsiębiorstw w trudnym okresie został, przynajmniej częściowo, przerzucony na pracowników i budżet państwa. Spadek dochodów pracowników może doprowadzić w dłuższym terminie do trwałego zmniejszenia popytu,

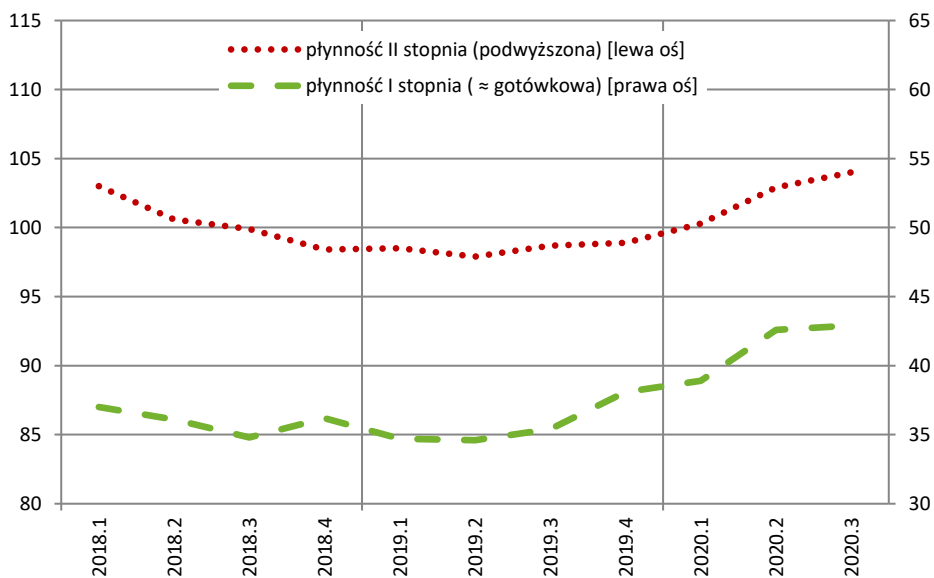
a ciężar obsługi deficytu budżetowego (i długu, którym zapewne zostanie on sfinansowany) rodzi wysokie ryzyko podniesienia podatków. Oba te zjawiska są dla przedsiębiorstw niekorzystnymi prognozykami. Te kasandryczne wizje uprawdopodobnia dodatkowo nawrót pandemii z nową siłą, obserwowany od rozpoczęcia roku szkolnego, a przekładający się na nowe obostrzenia, zabójcze dla niektórych firm. Obawy te potwierdzają Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumentów oraz Wskaźnik Ogólnego Klimatu Konjunktury Gospodarczej, które po gwałtownym spadku w kwietniu przez następne 3 miesiące rosły dynamicznie, potem ustabilizowały się, a w październiku i listopadzie znowu wykazały spadki (i to mocno przyspieszające). Ich ujemne wartości mówią o rosnącym pesymizmie w ocenie czekającej nas przyszłości. Psychologiczny efekt wzmogą na pewno dane o grudniowej produkcji sprzedanej przemysłu, która co roku jest zdecydowanie niższa od wartości z listopada, a w roku 2020 będzie dodatkowo dotknięta piętnem obostrzeń.

Wbrew tym obawom, na polskiej giełdzie panuje optymizm. Zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie da się zidentyfikować trendy wzrostowe, choć ze względu na małą ilość jednoznacznych ekstremów są one słabo potwierdzone. Niemniej jednak od wybuchu pandemii i wywołanego nią załamania kursu WIG (a warto podkreślić, że w ciągu 3 tygodni stracił on wtedy 35% wartości) pnie się on w górę, i z jedną korektą po drodze odrobił już prawie całość strat. Intrygująca jest więc zagadka: czy inwestorzy wiedzą (lub przynajmniej wierzą), że zarówno firmy, jak i ludzie przyzwyczaili się już do wirusa i nauczyli z nim żyć (i pracować, i tworzyć wartość), czy też jest to końcówka „pompowania” wycen przed masową realizacją zysków, czyli przysłowiowa „cisza przed burzą”? Czas pokaże.

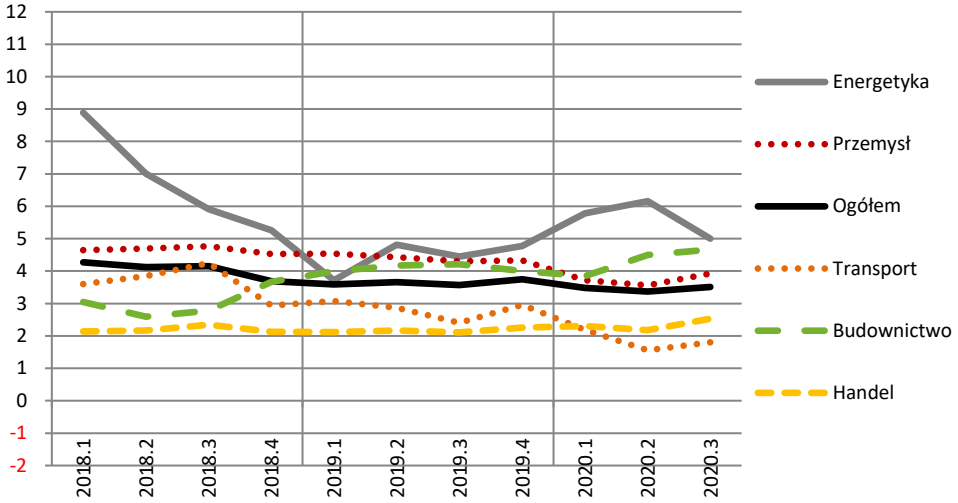
DODATEK KWARTALNY



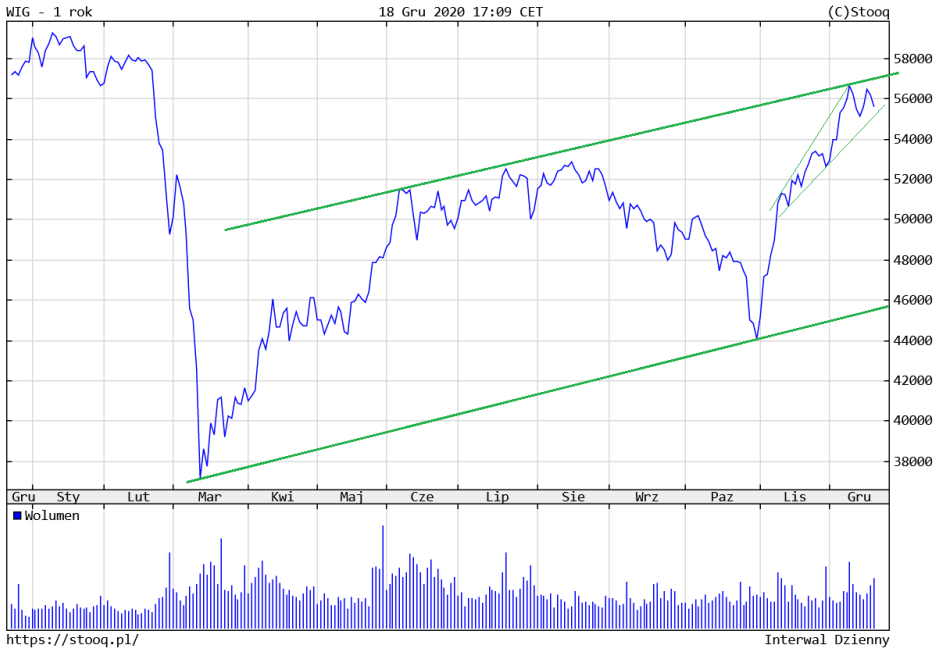
Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100], urealniona o wskaźnik CPI



Wykres 2. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %] (dane: GUS)



Wykres 3. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %] (dane: GUS)



Wykres 4. WIG w okresie 12.2019–12.2020 [dane za: Stooq.pl]