

# Otoczenie makroekonomiczne rynku fuzji i przejęć

IV CRIDO M&A Forum

## Ignacy Morawski | główny ekonomista Pulsu Biznesu, dyrektor centrum analiz Spotdata

Polska i europejska gospodarka wchodzi prawdopodobnie w recesję. Nawet jeżeli jeszcze się ona nie zaczęła, to istnieje duże ryzyko, że wkrótce jej doświadczymy. Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszą wyjątkowo silne turbulencje inflacyjne, finansowe i polityczne. Ale jednocześnie należy pamiętać, że inwestycje zawsze opierają się na perspektywie długookresowej i dlatego krótkookresowe prognozy należy wpisać w strukturalne przemiany ekonomiczne.

W krótkiej prezentacji podczas forum M&A zaprezentowałem najważniejsze zjawiska makroekonomiczne, które zarówno w krótkiej, jak i długookresowej perspektywie mogą wpływać na skłonność inwestorów do dokonywania transakcji. Podzielone zostały one na sześć grup – trzy skupiające się na zjawiskach istotnych w perspektywie 2-3 lat, a trzy dotyczące najbliższych 5-10 lat.



### Wzrost gospodarczy

Większość ekonomistów przewiduje wyraźne spowolnienie polskiego PKB w nadchodzącym roku, choć jednocześnie ma być to spowolnienie przejściowe. Na przykład, Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje, że wzrost PKB Polski obniży się do zaledwie 0,5 proc. w 2023 roku, co w polskich warunkach oznacza praktycznie recesję, i że w kolejnych latach wróci do przedziału ok. 3-3,5 proc., czyli bliskiego długookresowemu trendowi. Czy rzeczywiście dołek makroekonomiczny będzie tylko przejściowy, a od 2024 roku wrócimy na ścieżkę solidnego rozwoju? Można dostrzec ryzyka, ale też i szanse. Największym ryzykiem dla polskiego rozwoju w perspektywie kilkuletniej jest wysoka inflacja. Bez obniżenia inflacji do niskich poziomów nie uda się obniżyć stóp procentowych, a bez niższych stóp procentowych trudno będzie o powrót apetytu inwestorów (korporacyjnych i finansowych) na ryzyko. Z drugiej strony, pewnych szans można upatrywać w awansie polski w międzynarodowych łańcuchach dostaw. Ostatnie kilka kryzysów Polska wykorzystywała na rozpychanie się w międzynarodowym systemie handlowym, dostarczając zachodnim odbiorcom dobre jakościowo towary i usługi po bardzo korzystnych cenach. Nie można wykluczyć, że tym razem będzie podobnie.



### Wyniki przedsiębiorstw

Zyski i marże firm w Polsce są na rekordowych poziomach, ale jednocześnie panuje powszechne przekonanie, że ten złoty okres finansowy powoli się kończy. Z jednej strony, wzrasta presja kosztowa, szczególnie ze strony cen energii. Z drugiej strony, możliwości przeliczenia kosztów na odbiorców końcowych są coraz mniejsze ze względu na stopniowo słabnący popyt. Możemy zatem obserwować imadło marżowe: ścisk zarówno po stronie kosztów, jak i popytu. To może doprowadzić do wyraźnego pogorszenia marż przedsiębiorstw. Nie powinien być to jednak proces gwałtowny. Inflacja wciąż jest wysoka, a w środowisku wysokiej inflacji odbiorcy końcowi – czyli konsumenci – tracą najbardziej. Struktura dochodu przesuwana się od pracowników do właścicieli przedsiębiorstw, co jest politycznie bardzo trudnym i ryzykownym procesem, ale z ekonomicznego punktu widzenia oznacza, że pogorszenie wyników firm nie nastąpi w sposób raptowny. Jednocześnie warto zauważyć, że w okresach dużych wstrząsów makroekonomicznych zwiększa się zróżnicowanie wyników firm: więcej jest podmiotów o bardzo dobrych wynikach, ale też więcej takich generujących straty. To może być potencjalnie czynnikiem sprzyjającym przejęciom i konsolidacji rynku.

## **Stopy procentowe**

Koszt pieniądza w czasie jest kluczowym elementem każdej wyceny aktywów, ma więc istotne znaczenie dla inwestycji – czy to finansowych, czy związanych z zakupem środków produkcji. Podwyżki stóp procentowych w Polsce odbywają się w bezprecedensowym tempie. Stopa referencyjna NBP sięga 6,75 proc., a rynek wycenia, że osiągnie 8 proc. Gdzie jest sufit, gdzie będzie koniec cyklu? To pytanie zadają sobie wszyscy kredytobiorcy i inwestorzy. Żeby na nie odpowiedzieć, trzeba zdać sobie sprawę z faktu, że dla gospodarki najważniejsza jest realna, a nie nominalna stopa procentowa. Stopa realna oznacza stopę nominalną pomniejszoną o oczekiwaną inflację. Żeby ustabilizować inflację potrzebny będzie prawdopodobnie wzrost realnych stóp wyraźnie powyżej zera, co wymaga albo dalszych podwyżek stóp NBP, albo obniżenia oczekiwań inflacyjnych. Na razie jesteśmy wciąż kilka kroków od spełnienia tego wymogu. Na przykład, rentowność dwuletnich obligacji skarbowych wynosi ok. 8 proc., a oczekiwana przez ekonomistów inflacja w perspektywie dwóch lat średnio 9 proc. Realna stopa niestety wciąż jest prawdopodobnie ujemna.



## **Inwestycje zagraniczne**

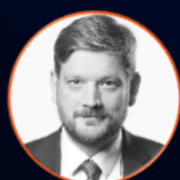
W ostatnim roku obserwowaliśmy znaczący wzrost aktywności inwestycyjnej polskich firm na rynkach zagranicznych. Wartość inwestycji w ciągu czterech kwartałów do połowy 2022 roku była dwukrotnie wyższa od średniej z ostatniej dekady. Na rynku odnotowano kilka spektakularnych transakcji, m.in. zagraniczne zakupy Allegro, Wirtualnej Polski, Grupy Pracuj, czy Synthos. Możliwe, że znajdujemy się u progu większej fali ekspansji zagranicznej polskich firm. Poziom rozwoju Polski jest już na tyle wysoki, że lokalne przedsiębiorstwa powinny szukać intensywniej okazji do budowania biznesu w innych krajach – nie tylko przez eksport. Inne kraje znajdujące się na podobnym poziomie rozwoju mają średnio wyższą stopę inwestycji zagranicznych swoich firm. Czas na polskie firmy. Ale czy to rzeczywiście nastąpi? Już wiele razy w przeszłości politycy i analitycy ogłaszali, że polskie firmy będą wychodziły w świat, a działa się to na ograniczoną skalę.



## **Nowe rozdanie po zmianie pokoleniowej**

Od pięciu-siedmiu lat w polskiej gospodarce można obserwować interesującą zmianę – spada udział małych firm (zatrudniających 10-49 osób) w przychodach sektora przedsiębiorstw. W latach 2005-2015 ich udział spadł z 16,3 do 15,4 proc., a w latach 2015-2020 z 15,4 do 11,7 proc. Z czego to wynika? Jedna hipoteza może być taka, że w 2015 roku znaleźliśmy się dokładnie 25 lat, czyli jedno pokolenie, po transformacji ustrojowej. Osoby zakładające firmy na początku lat 90. powoli przekazują je w ręce dzieci, lub ... konkurencji. Jakaś część sukcesji się nie powodzi, co prowadzi do przejęć i konsolidacji. To jest wyjaśnienie na pewno bliskie wszystkim osobom działającym na rynku M&A. Ale oczywiście możliwe jest też, że wyjaśnienie obserwowanego trendu jest znacznie prostsze. Od 2015 roku dość istotnie zwiększyła się intensywność kontroli skarbowych i generalnie nadzoru państwa nad gospodarką. Z tego powodu część mniejszych firm, szczególnie tych mikro, mogła być niechętna do rozwijania działalności w formie spółek i wystawiania się na światło urzędników skarbowych. A to mogło sprawić, że przepływ firm z segmentu mikro do małych i średnich zwolnił. Bez względu na to, które wyjaśnienie opisywanego zjawiska jest lepsze, nie ulega wątpliwości, że sektor przedsiębiorstw w Polsce będzie podlegał konsolidacji, a sukcesja będzie przez wiele lat dużym wyzwaniem dla właścicieli.

Wszystkich chętnych do śledzenia moich codziennych analiz makroekonomicznych zapraszam do prenumerowania mojego newslettera Dane Dnia w Pulsie Biznesu: <https://www.pb.pl/newslettery>



**Ignacy Morawski**

GLÓWNY EKONOMISTA PULSU BIZNESU,  
DYREKTOR SPOTDATA