
ALERT GOSPODARCZY

9

gap.



open
eyes
economy
summit

dr Bartłomiej Biga
prof. SGH dr hab. Agnieszka Chłoń-Domińczak
prof. dr hab. Jan Czekaj
dr Sławomir Dudek
dr hab. Dariusz Filar
dr Mirosław Gronicki
prof. dr hab. Jerzy Hausner
dr Janusz Jankowiak
Robert Kowalski
prof. UG dr hab. Leszek Pawłowicz
prof. SGH dr hab. Andrzej Rzońca
prof. dr hab. Andrzej Sławiński
dr Małgorzata Starczewska-Krzysztosek

Możliwe scenariusze wzrostu polskiej gospodarki po pandemii COVID-19

Zasadniczo możliwe są następujące ścieżki zmian PKB po dowolnym wstrząsie:

1. **Wzrost PKB nie przyspiesza w porównaniu do prognoz sprzed wstrząsu** (ścieżka L-kształtna); w efekcie, gospodarka w ogóle nie nadrabia strat w poziomie PKB wywołanych wstrząsem – relacja PKB po wstrząsie do jego ścieżki oczekiwanej przed wstrząsem, jak również wiele wielkości makroekonomicznych, w szczególności odsetek zatrudnionych, czy stopa inwestycji, od których zależy poziom PKB, pozostają po ostrym załamaniu na obniżonym poziomie (w porównaniu do oczekiwań sprzed wstrząsu), a nawet mogą być pogłębiane na skutek trwale niższej dynamiki PKB (litera L ma opadającą nóżkę).
2. **Wzrost PKB przejściowo przyspiesza w porównaniu do prognoz sprzed wstrząsu** (ścieżka U-kształtna); jednak przyspieszenie jest zbyt słabe lub zbyt krótkotrwałe, żeby gospodarka w pełni nadrobiła straty w poziomie PKB wywołane wstrząsem.
3. **Wzrost PKB przyspiesza w porównaniu do prognoz sprzed wstrząsu** (ścieżka V-kształtna), przy czym przyspieszenie jest wystarczająco silne lub długotrwałe, żeby gospodarka w pełni nadrobiła straty w poziomie PKB wywołane wstrząsem.

Koszty gospodarcze pandemii COVID-19 powinny być u nas ograniczane, w porównaniu do większości gospodarek wschodzących, przez następujące cechy polskiej gospodarki:

- Po pierwsze, **nie jest ona uzależniona od pojedynczego sektora**, przy czym ani turystyka, która najbardziej ucierpiała na epidemii, ani sektor surowcowy, w który uderzyło załamanie cen na rynkach międzynarodowych, nie odgrywają w naszej gospodarce dużej roli.
- Po drugie, **więcej importujemy surowców energetycznych niż eksportujemy**, dzięki czemu załamanie cen surowców energetycznych może u nas łagodzić koszty pandemii (jakkolwiek boleśnie odczuje je górnictwo i podmioty z nim związane).
- Po trzecie, **kurs złotego jest płynny**. Jego osłabienie powinno więc – podobnie jak w przypadku poprzednich okresów dekonjunktury na świecie – amortyzować w części spadek popytu zewnętrznego.
- Po czwarte, **mamy nadwyżkę eksportu nad importem towarów i – przede wszystkim – usług**. Łącznie z transferami z Unii Europejskiej z naddatkiem pokrywa ona nadwyżkę dochodów obcokrajowców z tytułu inwestycji i pracy w naszym kraju nad odpowiednimi dochodami z zagranicy naszych obywateli. To chroni złotego przed nadmiernym osłabieniem, które zagroziłoby wypłacalności podmiotów mających zobowiązania w walutach obcych. Dodatkowo, polskie firmy jeśli mają zobowiązania w walutach obcych, to w zasadniczej części są to zobowiązania wobec ich zagranicznych (współ)właścicieli, co chroni je przed negatywnymi skutkami osłabienia złotego.
- Po piąte, **jesteśmy silnie gospodarczo powiązani z Niemcami, które zgromadziły duże rezerwy na złagodzenie kosztów pandemii** i – przynajmniej dotychczas – sprawnie zarządzają kryzysem, który wywołał jej wybuch. Tym samym nasze powiązania kooperacyjne z gospodarką niemiecką nie powinny znacząco ucierpieć.

Dwa czynniki powinny ograniczać te koszty w porównaniu do krajów Unii Europejskiej:

- Po pierwsze, polscy przedsiębiorcy i menedżerowie mają dużą zdolność do adaptacji. Wynieśli ją bądź ze schyłkowych lat socjalizmu, które były permanentnym kryzysem, bądź z okresu transformacji, w którym niemal wszystko w państwie musiało się zmienić. Jednak tutaj czynnikiem ograniczającym jest znaczący wzrost roli właścicielskiej państwa w ostatnim okresie w sektorze przedsiębiorstw i sektorze finansowym, co generuje ryzyko nieefektywnych decyzji i nieefektywnej alokacji czynników produkcji.
- Po drugie, koszty zdrowotne w naszym kraju powinny być mniejsze niż przeciętnie w UE. Populacja Polski, mimo że szybko się starzeje, wciąż jest relatywnie młoda. Poza tym, mieszkamy w mniejszych skupiskach i mniej podróżujemy po świecie. Wreszcie, dyscyplinująco działa świadomość, że w przypadku zachorowania nie można specjalnie liczyć na pomoc państwa. Jednak ocena tego czynnika jest ograniczona brakiem pełnych, dostępnych publicznie danych epidemicznych.

Tymczasem, [prognozy międzynarodowych organizacji wskazują, że odbicie w Polsce po pandemii będzie mniej dynamiczne niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących i Unii Europejskiej](#). W rezultacie, będzie miało kształt litery U z krótszym prawym ramieniem. Prognozy te są przy tym budowane na założeniu, że nie nastąpią żadne dodatkowe wstrząsy, w tym w szczególności pandemia zakończy się po jednej fali zachorowań.

- Międzynarodowy Fundusz Walutowy w kwietniu br. obniżył prognozę wzrostu PKB w naszym kraju na 2020 rok o 7,7 pkt proc. w porównaniu do prognozy z października ub.r. Jednocześnie podniósł prognozę na 2021 rok, ale tylko o 1,5 pkt

proc. W rezultacie, poziom PKB w przyszłym roku ma być u nas o 6 pkt. proc. niższy, niż przewidywano jesienią ub. roku. Nawet gdyby także w następnych latach tempo wzrostu polskiej gospodarki podniosło się o podobną wielkość, to straty dla poziomu PKB nie zostałyby w pełni nadrobione w horyzoncie 5 lat.

- Komisja Europejska w maju br. zrewidowała w dół prognozę wzrostu PKB w Polsce na 2020 rok o 7,6 pkt proc. w porównaniu do prognozy z listopada ub.r. Była to co prawda szósta najpłytsza rewizja wzrostu w całej UE, ale jednocześnie prognozę dla naszego kraju na 2021 rok KE podniosła zaledwie o 0,8 pkt proc., najmniej w całej UE. W rezultacie PKB w przyszłym roku ma być o 6,6 pkt. proc. mniejszy niż prognozowano jesienią. Tylko w 7 krajach UE prognozowany ubytek PKB jest głębszy.
- **Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR) szacuje na 2020 rok spadek PKB Polski o 7 pkt. proc. w porównaniu do prognozy z 2019 r., oczekując recesji na poziomie 3.5% w 2020 r. i odbicia tempa wzrostu PKB w 2021 r. do poziomu 4%.**

Nie da się powiązać głębszych, niż w gospodarkach wschodzących i Unii Europejskiej, strat dla poziomu PKB w Polsce, przewidywanych przez organizacje międzynarodowe, z wielkością impulsu fiskalnego, gdyż organizacje te budują swoje prognozy przy założeniu keynesowskiej reakcji na impuls, a jego skala ma być w Polsce większa niż w tamtych gospodarkach.

- Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje, że impuls fiskalny, zdefiniowany jako różnica w poziomie deficytu między kolejnymi rundami prognostycznymi (odpowiednio z kwietnia br. oraz z października ub. r.), wyniesie w Polsce 5,6% PKB w 2020 roku i 2,4% PKB w 2021 roku, natomiast w gospodarkach wschodzących 4,0% PKB i 2,4% PKB

- Według Komisji Europejskiej impuls ten wyniesie w naszym kraju 9,3% PKB w br. i 2,9% PKB w 2021 roku. W Unii Europejskiej ma on wynieść przeciętnie 7,5% PKB i 2,6% PKB.
- Prognozy te są oparte na założeniu niewystąpienia kolejnych fal zachorowań. Jednocześnie wynikająca z nich duża skala strat dla poziomu PKB w Polsce nie jest związana z głębokością pierwotnego załamania, a ze słabością późniejszego odbicia, gdyż ma być ono u nas bardziej ograniczone niż gdzie indziej. **Zarządzanie kryzysowe w odpowiedzi na pandemię jest w naszym kraju prowadzone tak, jakby miały już nie wystąpić żadne wstrząsy.** Trudno na przykład zakładać, że całkowicie uda się nam uniknąć kolejnych nawrotów epidemii. Niestety, w polityce fiskalnej nie podjęto żadnego z trzech rodzajów działań, które pozwoliłyby ograniczyć przyrost długu publicznego w następstwie skutków nawrotów epidemii. Nie zadbano też o to, żeby pomoc dla firm (a przede wszystkim dla pracowników) trafiła dostatecznie szybko. Co więcej, nie zaadresowano jej właściwie – tak, żeby mógł skorzystać z niej każdy, kto jej potrzebuje, ale żeby była bezzwrotna tylko dla tych, którzy po odmrożeniu gospodarki nie nadrobią strat poniesionych w czasie *lockdownu*. Nie przygotowano też spójnego modelu zarządzania restrykcjami, który pozwalałby opanowywać nawroty epidemii bez tak szerokiego zamrażania gospodarki jak w ostatnich tygodniach.

Z kolei w polityce pieniężnej obniżono stopy procentowe niemal do zera. Ponadto sięgnięto po niekonwencjonalne narzędzia, które dotychczas były podejmowane wyłącznie w krajach o ugruntowanych instytucjach i – w efekcie – zaufaniu. Przy tym, jeśli takie działania się tam sprawdzały, to w zapobieganiu załamania sektora finansowego. Tymczasem u nas rozpoczęto ich wykorzystywanie, mimo że nie wystąpiło ryzyko załamania w tym sektorze. Ich głównym

dotychczasowym skutkiem jest rozluźnienie dyscypliny w finansach publicznych. W praktyce służą one pokrywaniu deficytu budżetu przez bank centralny – przy wykorzystaniu pośrednictwa państwowych banków. Można im co prawda przypisać odblokowanie pomocy dla firm, ale jednocześnie ta pomoc obciążona jest zbyt dużą biurokracją, a także istnieje ryzyko jej wykorzystania niezgodnego z rachunkiem ekonomicznym. Zbyt duża biurokracja i materializacja tego ryzyka dodatkowo osłabiłyby potencjał wzrostu polskiej gospodarki, a tym samym ograniczyłyby szanse na odbicie możliwie zbliżone do V-kształtnego.

Uważamy, że w polityce gospodarczej należy obecnie rozważyć i przyjąć dwa podstawowe scenariusze: **scenariusz bazowy** oraz **scenariusz skrajny**.

Scenariusz bazowy pokazuje obraz umiarkowanej recesji rządu 2% PKB w roku 2020, zerowego wzrostu w roku 2021 i 2% dodatniego wzrostu w roku 2022. Takiemu scenariuszowi mogłoby towarzyszyć założenie utrzymania się w okresie prognozy inflacji na poziomie celu NBP, czyli 2,5% w latach 2021-22, oraz 3,5% w roku bieżącym.

Na relatywnie wysokie prawdopodobieństwo urzeczywistnienia się tego optymistycznego scenariusza wskazują bieżące dane dotyczące zużycia energii elektrycznej. W kwietniu – wg PSE – obniżyło się ono o 9,7% r/r (dane porównywalne z Niemcami, ale znacząco lepsze niż w pozostałych dużych krajach UE). W maju (na podstawie informacji dziennych) jest podobnie. Oznacza to, że przemysły zużywające najwięcej energii elektrycznej nie zostały znacząco dotknięte recesją. Przewozy ładunków zmniejszyły się o 6,8% r/r, a pasażerów o 37,4% r/r. Przeładunki w portach morskich zmniejszyły się o 9,3% r/r, a kontenerów o 18,6%. Przeładunki kontenerów mogą stanowić proxy obrotów handlu zagranicznego (ale raczej z krajami spoza UE).

Scenariusz bazowy jest prognozą relatywnie krótkiej, niezbyt głębokiej recesji. Nie jest to jednak, scenariusz bardzo optymistyczny, z dominującymi obecnie na rynku prognozami odbicia gospodarki w kształcie litery V, a nawet \surd i z szybko gasnącą presją inflacyjną. **Jest to podejście ostrożne, bazujące na kilku założeniach. Poniżej najważniejsze z nich:**

- odbudowa popytu zewnętrznego postępuje w umiarkowanym tempie;
- w dalszym ciągu w gospodarce krajowej występują ograniczenia podażowe i popytowe. Te pierwsze wynikają z przerwania części łańcuchów dostaw i przerzedzenia się sieci dostawców towarów i usług po okresie częściowego zamknięcia gospodarki i jej etapowego otwierania, trwającego do jesieni, w tym szczególnie utrzymujących się wciąż ograniczeń w ruchu transgranicznym. Ograniczenia popytowe są wynikiem pogorszenia się sytuacji na rynku pracy i zmiany wzorca zachowań konsumentów;
- inflacja utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Presja deflacyjna jest krótkotrwała i dotyczy wyprzedaży magazynowej. Presja inflacyjna zaznacza się mocno w cenach żywności (również związanych z występującą suszą) i kosztach utrzymania gospodarstw domowych oraz w cenach usług;
- znaczący wzrost deficytu SFP i większościowy udział w budżecie wydatków zdeterminowanych utrudnia podjęcie skutecznych działań stymulujących popyt w fazie „poodmrożeniowej”. Stymulacja jest skuteczna na krótką metę.

Scenariusz skrajny, który trzeba potraktować poważnie, bo łączy się z tym ryzyko głębokich zaburzeń, również społeczno-politycznych, charakteryzują następujące wskaźniki makro dla lat 2020-22 (odpowiednio dla poszczególnych lat):

	2020	2021	2022
Dynamika PKB	-7%	-2%	1,5%
CPI (średnio w okresie)	3,8%	5,0%	3,5%
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	15%	11%	8%
Wzrost zatrudnienia (średnio w okresie)	-5%	-2%	1,5%
Wzrost wynagrodzeń (średnio w okresie)	5%	4%	6%
Kurs EUR/PLN (średnio w okresie)	4,90	4,80	4,60
Deficyt SFP %PKB (koniec okresu)	-12%	-7%	-5%

źródło: JJ Consulting prognozy własne

Scenariusz skrajny (testu skrajnego) multiplikuje i wzmacnia ryzyka rysujące się już w scenariuszu bazowym.

Recesja jest bardzo głęboka w tym roku i trwa również w roku 2021. Rysuje się bardzo poważny rozdźwięk między inflacją mierzoną przez GUS, a inflacją odczuwalną. We wskaźnikach GUS dominującą rolę odgrywać będą wciąż statystyczne spadki tych kategorii w koszyku konsumpcyjnym, na które popyt z powodu *lockdown* pozostanie ograniczony (paliwa, transport, turystyka). Inflację odczuwalną będą dodatkowo podwyższać ceny żywności i koszty utrzymania gospodarstw domowych. Trudno też liczyć na import taniej żywności z zagranicy.

Zmiany wag w koszyku inflacyjnym, dopasowujące się z opóźnieniem do realnych zmian w strukturze wydatków, doprowadzą do utrzymania się wskaźnika CPI na podwyższonym poziomie po około 12-15 miesiącach od statystycznych spadków odnotowywanych w tym

roku. Do presji inflacyjnej przyczyni się także wzrost podaży pieniądza po niesterylizowanych operacjach NBP na rynku długu.

Równocześnie z uwagi na wspomniany rozdźwięk między oficjalnymi odczytami CPI, a inflacją odczuwalną, pomimo pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, presja na wzrost wynagrodzeń nie wygaśnie z oczekiwaną ostrością. W niektórych sektorach spodziewać się można nawet wzrostu oczekiwań płacowych.

Znaczące pogorszenie pozycji fiskalnej, przyrost deficytu i długu publicznego, wymagać będą uruchomienia klasycznych stosowanych w takich sytuacjach instrumentów. Ciężar nominalnego długu zredukować będzie inflacja. Potrzebne jednak będą też podwyżki podatków i danin publicznych oraz poszerzenie katalogu restrykcji finansowych. Działania władz publicznych nie będą więc wspierać wzrostu gospodarczego w latach 2021-22.

Złoty, wraz z innymi walutami krajów zaliczanych do segmentu EM, znajdować się będzie pod presją deprecjacyjną, związaną z odpływem kapitału portfelowego i utrzymującą się wysoką awersją do ryzyka, rosnącą wraz z przybierającą na sile falą niewypłacalności na rynku długu korporacyjnego, której nie zdoła powstrzymać skupowanie obligacji korporacyjnych o statusie inwestycyjnym przez PFR. Osłabienie kursu złotego będzie większe, jeśli jeszcze bardziej zawęzi się spread na stopach procentowych między Polską a rynkami bazowymi. Na kurs wpływać też będzie ewentualne obniżenie ratingu, o ile agencje ocenią negatywnie brak przejrzystości w operacjach banku centralnego na rynku długu oraz naruszenie lub usunięcie reguł fiskalnych.

Alert Gospodarczy to inicjatywa think tanku Open Eyes Economy oraz Kolegium Gospodarki i Administracji Publicznej Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

Wszystkie alerty eksperckie dostępne są na:
www.oees.pl/dobrzewiedziec