Polski
Instytut
Ekonomiczny

3/2020

Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

marzec 2020 r.

CZARNY ŁABĘDŹ WYLĄDOWAŁ

Od kwietnia br. zawieszamy tradycyjną formę „Miesięcznika Makroekonomicznego PIE", w którym przedstawialiśmy nasze prognozy danych z minionego miesiąca. Żadne modele makroekonomiczne nie obejmują bowiem tego, co wydarzyło się w ostatnich kilku tygodniach. W wydaniach specjalnych cały „Miesięcznik" będziemy poświęcali wyłącznie tematowi koronawirusa.

Kryzys ekonomiczny spowodowany epidemią koronawirusa będzie bezprecedensowy – nie tylko jeśli chodzi o skalę (tej jeszcze precyzyjnie nie umiemy określić), ale także o mechanizm jego powstania. W historii epidemie nie są czymś niespotykanym. Jednak w zglobalizowanym, rozwiniętym świecie, w którym gospodarka opiera się na niezwykle złożonych, międzynarodowych łańcuchach produkcji, na taką skalę jeszcze nie występowały.

Oprócz bezpośrednich skutków choroby, znacznie poważniejsze konsekwencje gospodarcze niosą za sobą środki podejmowane przez rządy dla przeciwdziałania rozprzestrzeniania się wirusa. Począwszy od wstrzymania ruchu lotniczego, przez zamykanie granic, odwoływanie wydarzeń sportowych, zakazy zgromadzeń, zamykanie sklepów, restauracji i barów, aż po wyłączenie całej działalności gospodarczej poza niezbędną do zapewnienia podstawowych środków – w zasadzie wszystkie te działania są bez precedensu (lub zdarzały się w przeszłości wyjątkowo rzadko). **Tymczasem w tej chwili wszystkie te ograniczenia są wprowadzane JEDNOCZEŚNIE (tzw. *lockdown*) i obejmują około 3 mld ludzi, czyli ponad 1/3 światowej populacji.**

Specyfika i skala, z jaką mamy do czynienia uprawnia do odrzucenia prostych analogii do epidemii SARS (29 krajów, nieco ponad 8000 zachorowań, szybkie odbicie gospodarek) czy kryzysu finansowego i gospodarczego z lat 2007–2009 (załamanie sektora finansowego przełożyło się na sferę realną i kryzys zadłużenia). Jak bardzo wyjątkowa jest dzisiejsza sytuacja? **Od 14 do 21 marca Amerykanie złożyli ponad 3 mln wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** (dane odsezonowane). To najwyższy wynik w historii odczytów, niemal pięciokrotnie wyższy niż poprzedni rekord z października 1982 r.

W 2009 r. C. Reinhart i K. Rogoff wydali książkę pod przewrotnym tytułem ***This time is different*** (tłum.: *Tym razem jest inaczej*). Według autorów – mimo iż przy okazji każdego kolejnego kryzysu ekonomiści twierdzą, że mamy do czynienia z kryzysem wyjątkowym – tak naprawdę kryzysy, ich powtarzalność, źródła, przebieg, są zawsze bardzo podobne. Tym razem jednak wydaje się, że zjawiska i wydarzenia gospodarcze w najbliższych tygodniach będą zdecydowanie inne niż kiedykolwiek wcześniej.

W tej sytuacji wszelkie prognozy gospodarcze obarczone są bardzo dużą niepewnością, a dotychczas stosowane modele mogą być nieadekwatne (by nie powiedzieć ostrzej: bezużyteczne). Na razie mamy do czynienia z serią rewizji prognoz, z których każda kolejna rysuje coraz bardziej czarny scenariusz dla globalnej gospodarki:

- W styczniu MFW prognozował poprawę globalnej koniunktury o 0,4 pkt. proc. w stosunku do 2019 r. Pod koniec lutego prognozy wskazywały już na gorszy wynik niż w 2019 r., przy założeniu powstrzymania rozprzestrzeniania się epidemii poza Chiny. Obecnie (23 marca) Fundusz przewiduje recesję głębszą niż w 2009 r.
- OECD na początku marca w scenariuszu łagodniejszym przewidywało obniżenie tempa wzrostu globalnego PKB o 0,5 pkt. proc. W scenariuszu negatywnym, który teraz pewnie jest już centralnym, o 1,4 pkt. proc. (czyli wciąż wzrost ma być dodatni – 1,5 proc. PKB).
- Międzynarodowa Organizacja Pracy w publikacji z 18 marca szacuje, że w łagodnym scenariuszu globalny wzrost PKB spadnie o 2 pkt. proc., a liczba osób bezrobotnych na świecie wzrośnie o 5,3 mln. W scenariuszu pesymistycznym będzie to odpowiednio 8 pkt. proc. i 24,7 mln nowych bezrobotnych. Dla porównania, podczas kryzysu 2007-2009 liczba bezrobotnych wzrosła łącznie o 22 mln.

Źródła wykorzystane w tekście:

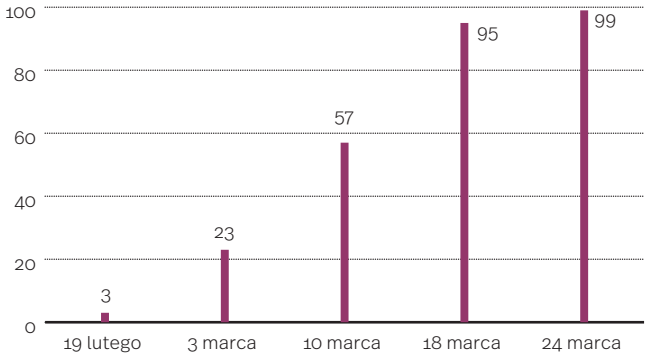
BusinessInsider (2020), *A third of the global population is on coronavirus lockdown – constantly updated list of countries and restrictions*, IMF, IMF World Economic Outlook, January;

IMF (2020), Kristalina Georgieva's Statement Following a G20 Ministerial Call on the Coronavirus Emergency, IMF, Remarks by IMF Managing Director Kristalina Georgieva to G20 on Economic Impact of COVID-19, Kristalina Georgieva's Statement Following a G20 Ministerial Call on the Coronavirus [dostęp: 30.03.2020];

OECD (2020), *OECD Interim Economic Assessment "Coronavirus: The world economy at risk*, https://www.oecd.org/economic-outlook/ [dostęp: 30.03.2020];

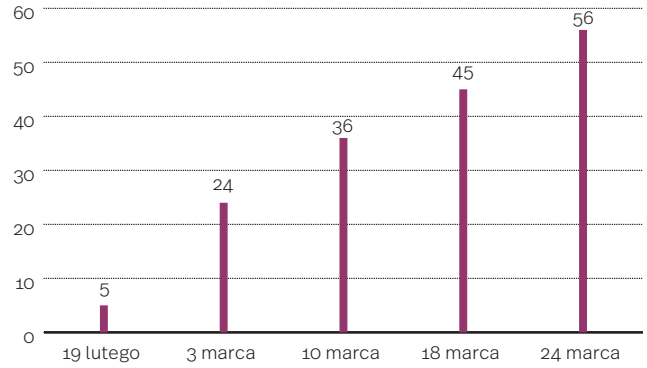
ILO (2020), *COVID-19 and the world of work: Impact and policy responses*, https://www.ilo.org/global/topics/coronavirus/impacts-and-responses/lang--en/index.htm [dostęp: 30.03.2020].

Odsetek ekonomistów twierdzących, że koronawirus będzie miał znaczący wpływ (>0,5 pkt. proc.) na światowy wzrost PKB (w proc.)



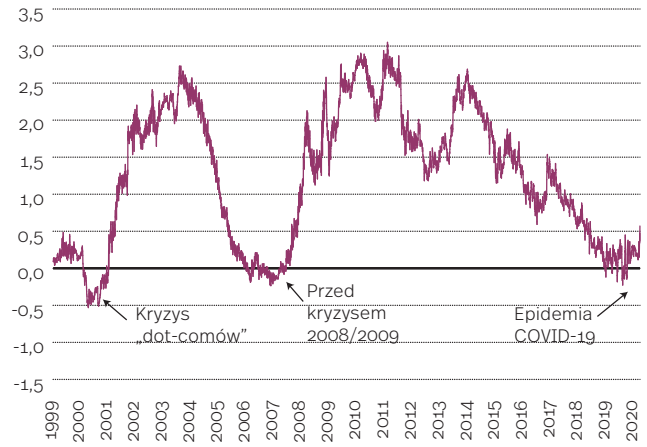
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie ankiety Focus Economics.

Odsetek ekonomistów twierdzących, że koronawirus będzie miał wpływ na globalną gospodarkę także po 2020 r. (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie ankiety Focus Economics.

Różnica rentowności 10- i 2-letnich obligacji USA (w pkt. proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych stooq.pl.

Ekonomiści są już przekonani o tym, że epidemia będzie miała duży negatywny wpływ na globalną gospodarkę w tym roku. W ciągu zaledwie pięciu tygodni – między 19 lutego a 24 marca – odsetek respondentów w ankiecie Focus Economics, którzy uważają, że z powodu koronawirusa globalne PKB obniży się o więcej niż 0,5 pkt. proc. wzrósł z 3 proc. do 99 proc.! Co czwarty ankietowany jest zdania, że wpływ epidemii przekroczy 3 pkt. proc., czyli jej skutkiem będzie **pierwsza od 2009 r. globalna recesja**. Co więcej, ponad połowa ekonomistów twierdzi, że epidemia będzie miała negatywny wpływ na globalną gospodarkę także po 2020 r.

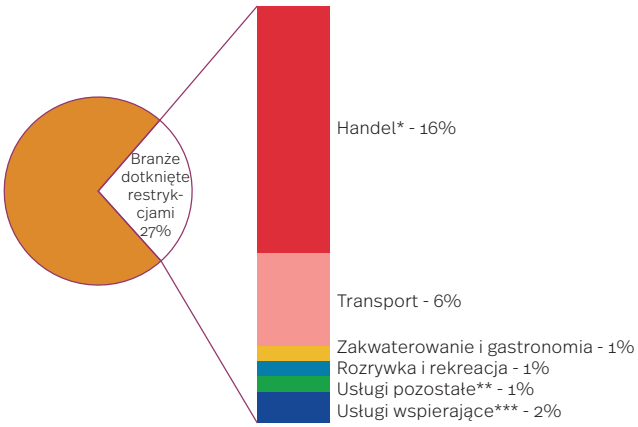
Epidemia pojawia się w momencie, w którym globalna gospodarka i tak szykowała się na (znaczące) spowolnienie. Krzywa rentowności, czyli różnica między oprocentowaniem 10- i 2-letnich obligacji USA, od kilku miesięcy zbiegała do zera. Takie zjawisko zazwyczaj sygnalizuje zbliżający się kryzys. Dlaczego? W normalnej sytuacji inwestorzy żądają wyższych odsetek od obligacji o dłuższym terminie zapadalności, bo daleka przyszłość (np. 10-letnia) jest bardziej niepewna niż przyszłość stosunkowo bliska (np. 2-letnia). Jeśli jednak inwestorzy mają duże obawy co do bliskiej przyszłości, wówczas żądają wysokich odsetek także od papierów o krótkim terminie zapadalności. W skrajnej sytuacji oprocentowanie 10- i 2-letnich obligacji może się zrównać, co w przeszłości najczęściej zwiastowało bliskość kryzysu.

To oznacza, że skutki gospodarcze epidemii będą prawdopodobnie większe niż byłyby, gdyby zdarzyła się ona kilka lat temu. W tej chwili w gospodarce nakładają się na siebie jednocześnie strukturalne podstawy do kryzysu oraz zewnętrzny szok w postaci epidemii. Problem ten uwidocznił się w ostatnim tygodniu lutego, gdy zagrożenie ze strony epidemii wydawało się jeszcze niskie, a mimo to indeksy giełdowe poszybowały głęboko w dół. Inwestorzy od dawna szykowali się na kryzys, a epidemia stała się pretekstem do silnej korekty. Dopiero po kilku tygodniach ten pretekst okazał się uzasadniony.

Wzrost gospodarczy w Polsce w 2020 r.
w różnych scenariuszach (w proc.)

Źródło: obliczenia własne PIE.

Udział wybranych branż w polskim PKB



* Precyzyjnie: handel oraz naprawa pojazdów samochodowych.

** Precyzyjnie: pozostała działalność usługowa. Sekcja ta obejmuje znaczną część drobnych usług konsumenckich, m.in. fryzjerstwo, usługi kosmetyczne i kluby fitness.

*** Precyzyjnie: administrowanie i działalność wspierająca. Sekcja ta obejmuje m.in. biura podróży oraz usługi sprzątania i ochroniarskie.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Prognozy wpływu epidemii koronawirusa na polską gospodarkę pokazaliśmy w „Tygodniku Gospodarczym PIE" nr 11/2020 (z 19 marca). Przyjmujemy **trzy scenariusze**, w zależności od tego, jak będzie rozwijała się epidemia w Polsce i państwach nas otaczających. Nie jesteśmy epidemiologami, dlatego nie podejmujemy się oceny, który z nich jest najbardziej prawdopodobny. Zresztą, epidemiolodzy też chyba nie wiedzą.

Wciąż prawdopodobny jest **pierwszy scenariusz, w którym Polska unika recesji w 2020 r.** Mogłoby się tak stać, gdyby epidemia zaczęła stopniowo wygasać na początku kwietnia i możliwy byłby powrót do „normalności" między Wielkanocą a początkiem maja (w innych państwach nieco później – z końcem maja). Wzrost PKB wyniósłby wówczas 1,1 proc.

W drugim scenariuszu polska zanotowałaby pierwszy od prawie 30 lat spadek rocznego PKB. To scenariusz, w którym szczyt zachorowań wywołanych koronawirusem w Polsce przypada na pierwszą połowę maja, a liczba zakażeń liczona jest w dziesiątkach tysięcy. Do lata epidemię udaje się jednak opanować – zarówno w Polsce, jak i innych krajach. Ograniczenia aktywności gospodarczej są stopniowo znoszone, ale istnieją co najmniej do końca czerwca. W takim układzie PKB Polski w 2020 r. spadłoby o 0,7 proc.

Trzeci scenariusz zakłada głęboką recesję. W tym scenariuszu pokazujemy najczarniejszą wizję – epidemii, której nie udaje się opanować do końca tego roku, dotykającej milionów osób i skutkującej tysiącami zgonów. Trudno sobie wyobrazić gospodarcze skutki takiego zjawiska. Z naszych obliczeń wynika, że spadek PKB w porównaniu do ubiegłego roku mógłby wówczas wynieść około 5 proc. (dokładnie -4,7 proc.).

Top 10 branż w Polsce zależnych od importu

	Część produkcji branży pochodząca z importu (w proc.)	Znaczenie branży w gospodarce (udział w prod. globalnej w proc.)
Koks, produkty rafinacji ropy naftowej	66,6	1,6
Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	43,9	2,7
Wyroby tekstylne	37,0	0,6
Pojazdy samochodowe	33,2	4,5
Skóry i wyroby ze skór	31,8	0,3
Urządzenia elektryczne	31,2	2,3
Chemikalia, wyroby chemiczne	30,5	3,2
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	30,2	2,5
Metale	29,5	2,5
Pozostały sprzęt transportowy	24,8	0,7

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Top 10 branż w Polsce zależnych od eksportu

	Część produkcji branży przeznaczana na eksport (w proc.)	Znaczenie branży w gospodarce (udział w prod. globalnej w proc.)
Wyroby tytoniowe	82,7	0,2
Maszyny i urządzenia (gdzie indziej niesklasyfikowane)	70,3	2,6
Urządzenia elektryczne	70,1	2,3
Odzież	69,4	0,8
Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	68,0	2,7
Pojazdy samochodowe	67,1	4,5
Meble	62,8	1,1
Skóry i wyroby ze skór	62,1	0,3
Leki i wyroby farmaceutyczne	62,0	0,9
Metale	56,2	2,5

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

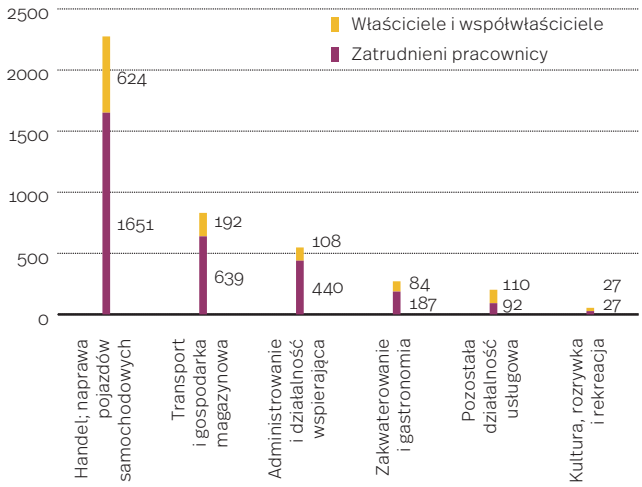
Epidemia jest ogromnym ciosem dla biznesów opartych na międzynarodowym handlu. Zerwane łańcuchy dostaw, zamknięte granice, wstrzymany transport, spadek popytu za granicą – z tymi problemami mierzą się firmy, które w swojej działalności korzystają z handlu między granicami – zarówno jako importerzy, jak i eksporterzy.

Przemysły: rafineryjny, elektroniczny, tekstylny i motoryzacyjny to branże w polskiej gospodarce najbardziej zależne od importu. 2/3 krajowej produkcji branży rafineryjnej pochodzi z importu. Udział wsadu importowego w produkcji pozostałych wyżej wymienionych branż wynosi od 33 proc. do 44 proc. Import może obejmować zarówno komponenty wykorzystywane w produkcji, jak i gotowe produkty przeznaczone do dalszej odsprzedaży.

Produkcja wyrobów tytoniowych, maszyn i urządzeń, odzieży, elektroniki i samochodów– te branże w największym stopniu polegają na eksporcie. Ponad 80 proc. produkcji w przemyśle tytoniowym przeznaczane jest na eksport. W pozostałych wyżej wymienionych przemysłach udział ten wynosi od 67 proc. do 70 proc.

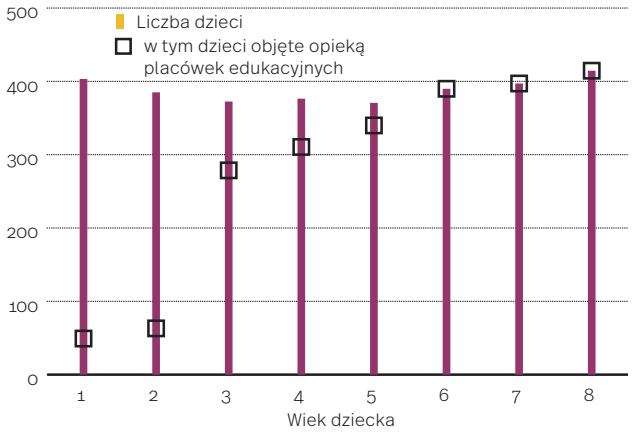
Kilka branż charakteryzuje się jednocześnie wysokim udziałem importu w produkcji i wysokim udziałem eksportu w sprzedaży. W przypadku komputerów i elektroniki 44 proc. produkcji pochodzi z importu, a jednocześnie blisko 70 proc. sprzedaży trafia na eksport. Podobne zjawisko, w nieco tylko mniejszej skali, występuje w produkcji urządzeń elektrycznych, wyrobów skórzanych oraz samochodów. **W tych branżach epidemia uderzy z obu stron** – zarówno przez trudności w utrzymaniu ciągłości dostaw, jak i przez mniejszy popyt na produkty z zagranicy.

Liczba pracujących w branżach najsilniej dotkniętych restrykcjami (w tys. osób)



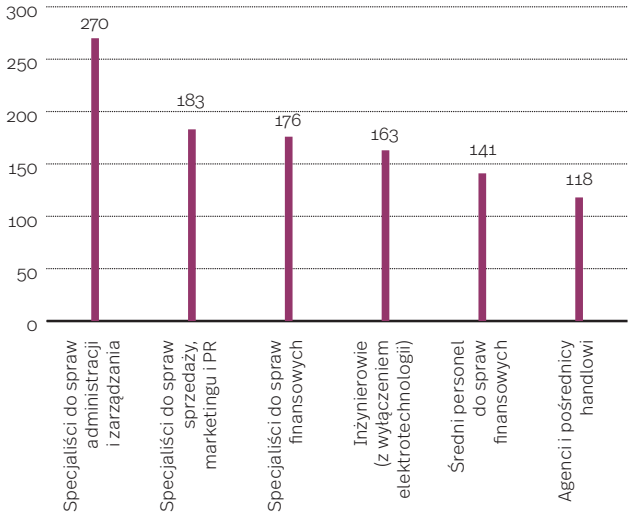
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Liczba dzieci, w tym objętych opieką instytucjonalną (w tys. osób)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Liczba pracowników w zawodach o największym potencjale pracy zdalnej (w tys. osób)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

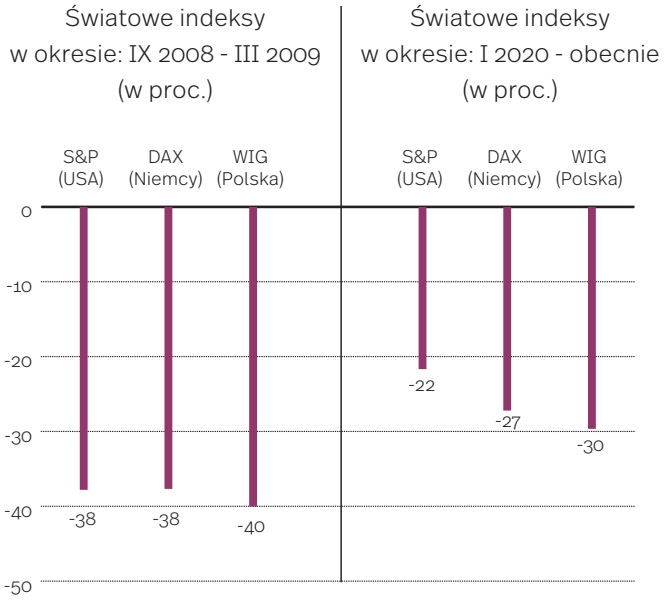
Epidemia znacznie zmniejszy podaż pracy w Polsce. Bankructwa firm, zwolnienia pracowników, konieczność opieki nad dziećmi z powodu zamkniętych placówek edukacyjnych oraz ograniczone możliwości pracy zdalnej w niektórych branżach – to będą główne kanały oddziaływania na rynek pracy. Skala negatywnego wpływu epidemii zależy od tego, który scenariusz z zarysowanych przez nas wcześniej się zrealizuje. Poniżej pokazujemy najważniejsze liczby z tym związane.

→ **4,2 mln osób pracuje w branżach silnie narażonych na ekonomiczne konsekwencje *lockdownu*.** To co czwarty pracujący w polskiej gospodarce. Z tej liczby 3 mln osób to zatrudnieni pracownicy, a nieco ponad 1 mln to właściciele i współwłaściciele firm. Ponad połowę miejsc pracy zagrożonych z powodu restrykcji znajduje się w handlu (1,6 miliona pracowników i 600 tys. przedsiębiorców).

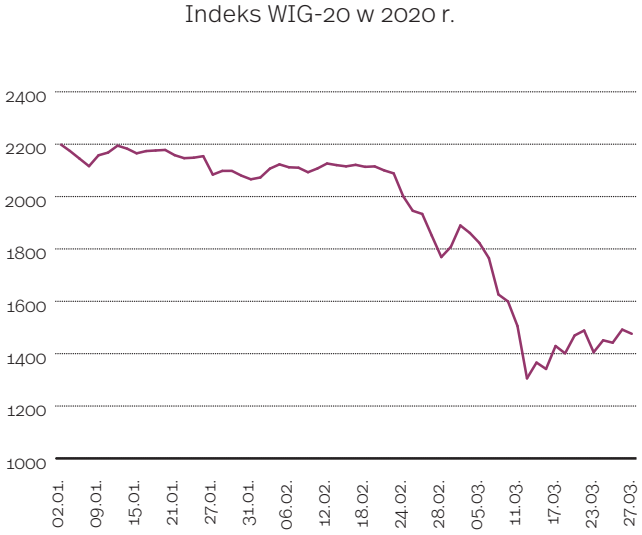
→ **Konieczność sprawowania opieki nad dziećmi do 8. roku życia oznacza, że liczba osób pracujących może zmniejszyć się o 1,3-1,7 mln.** Oszacowanie takie bazuje na liczbie dzieci w Polsce w wieku od 1 do 8 lat, wynoszącej 3,1 mln, z czego 2,3 mln objętych jest opieką placówek edukacyjnych. Wielkości te skorygowane zostały o dane dotyczące struktury liczby dzieci w polskich rodzinach.

→ **1,5-2,0 mln zatrudnionych pracowników może swobodnie wykonywać swoje obowiązki służbowe w formie telepracy.** Jest to 9-12 proc. wszystkich pracujących Polaków. Możliwość wykonywania pracy zdalnej dotyczy przede wszystkim pracowników sektora usług, których praca nie wymaga bezpośredniego kontaktu z klientami. Do głównych kategorii zawodowych, w przypadku których praca zdalna jest możliwa, należą specjaliści do spraw administracji i zarządzania, sprzedaży, marketingu i public relations, a także specjaliści do spraw finansowych.

GIEŁDA



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych stooq.pl.



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych stooq.pl.

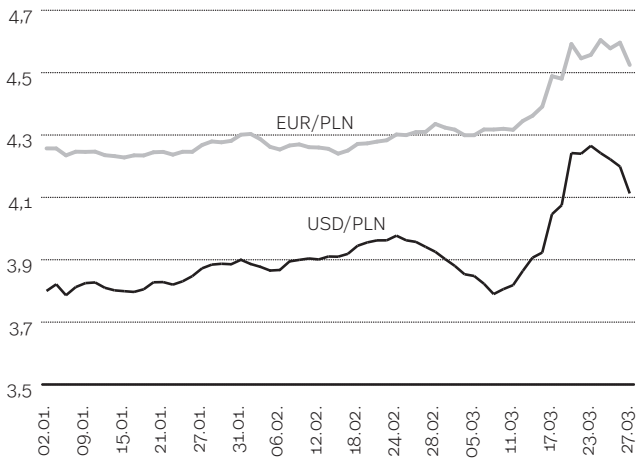
Skala spadków indeksów giełdowych jest obecnie porównywalna z tym, co wydarzyło się w pierwszych miesiącach globalnego kryzysu finansowego w 2009 r. Jak już wspomnieliśmy, jest to skutek nie tylko samej epidemii, ale także wyczekiwanej od dawna korekty na rynku. W marcu niemiecki DAX spadł o jedną czwartą, zaś S&P i polski WIG o około 20 proc.

Korekta na polskiej giełdzie jest nawet silniejsza niż na innych rynkach. Porównując wyniki wymienionych giełd – niemieckiej, amerykańskiej i polskiej – od początku 2020 r., to właśnie nasz krajowy indeks z ponad 30-procentową stratą plasuje się na niechlubnej pozycji lidera. Szczególnie czarny dla polskiej giełdy był czwartek 12 marca – w rekordowo złym notowaniu WIG 20 stracił 13,3 proc., zaś główny indeks 12,7 proc. Pierwszy osiągnął najniższy wynik od 2003 r. i ratował się przed spadkiem poniżej 1300 pkt., drugi zaś osiągnął najniższy wynik od połowy 2012 r.

Podczas tej czarnej serii pojawiają się jednak pojedyncze dni silnego odbicia. 17 marca przerwano na chwilę notowania największych amerykańskich giełd po tym, jak wzrosty na rynku kontraktów futures osiągnęły wyznaczony górny limit. 17 marca WIG wzrósł o 6,54 proc. – to jeden z najwyższych wyników w historii. **Te wyniki świadczą jednak raczej o chęci inwestorów do realizacji krótkoterminowych zysków niż o długoterminowym odwróceniu trendu.** Do tego nie ma bowiem na razie podstaw strukturalnych w gospodarce.

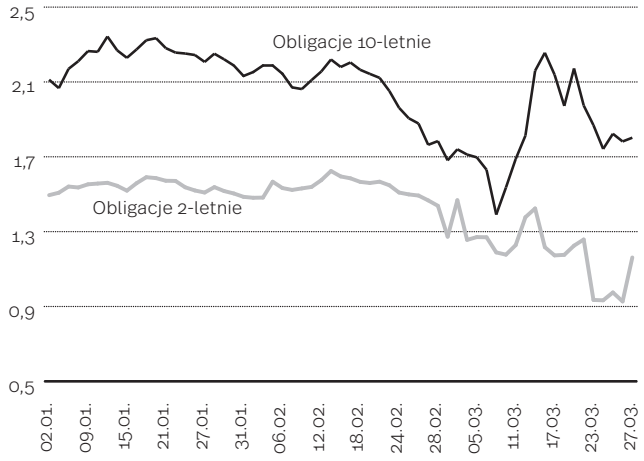
KURS ZŁOTEGO I RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI

Kursy EUR i USD w 2020 r. (w PLN)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych NBP.

Rentowność polskich obligacji w 2020 r. (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych stooq.pl i Investing.com.

W marcu nastąpiło bardzo gwałtowne osłabienie złotego. Kryzys wywołany epidemią koronawirusa wywołał bezprecedensowy odpływ kapitału z rynków wschodzących, co odbiło się także na polskiej walucie. Dobrze dokumentuje ten proces dość wyraźna w marcu redukcja nadwyżki płynności sektora bankowego. W rezultacie kurs złotego zdeprecjonował się zarówno wobec euro, jak i dolara amerykańskiego w przedziale 6-7 proc. w ciągu zaledwie miesiąca. Pod koniec miesiąca nastąpiła stabilizacja kursów na tym podwyższonym poziomie. Warunkiem odwrócenia osłabiania się złotego jest sprawne zarządzanie sytuacją epidemiczną i zahamowanie tendencji recesyjnych w gospodarce. Z drugiej strony, dalszą deprecjacją może skutkować zwiększenie zakresu skupu obligacji skarbowych przez NBP, a słabszy złoty może sprzyjać poprawie kondycji eksportu w obliczu słabnącego popytu za granicą, o którym pisaliśmy wcześniej.

Rynek obligacji skarbowych może w najbliższych miesiącach mieć fundamentalne znaczenie dla powstrzymania gospodarczych skutków epidemii. Postępujące ograniczanie aktywności gospodarczej pociąga za sobą pogorszenie stanu finansów publicznych, zwiększając automatycznie (tj. przez automatyczne stabilizatory) potrzeby pożyczkowe państwa. Reakcja polityki gospodarczej w postaci tarczy antykryzysowej będzie te potrzeby dodatkowo powiększać. Idąca w ślad za rosnącymi potrzebami zwiększona podaż obligacji skarbowych wywołuje tendencję do spadku ich cen i wzrostu rentowności, a tym samym wzrostu kosztów obsługi długu publicznego. Pojawia się kluczowe pytanie, czy wzrost ten będzie na tyle znaczący, że stanie się istotnym ograniczeniem dla ewentualnych kolejnych pakietów pomocowych dla gospodarki? Hamująco na przewidywany wzrost rentowności obligacji powinny oddziaływać podjęte ostatnio przez RPP i NBP decyzje dotyczące obniżki stóp procentowych i stopy rezerwy obowiązkowej oraz uruchomienia strukturalnych operacji otwartego rynku, w postaci skupu przez NBP obligacji skarbowych na rynku wtórnym.

Autorzy: Łukasz Ambroziak, Michał Gniazdowski, Paula Kukołowicz, Krzysztof Marczewski, Jakub Sawulski, Adrian Sztolsztejner, Ignacy Święcicki.

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 roku. Obszary badawcze Polskiego Instytutu Ekonomicznego to przede wszystkim handel zagraniczny, makroekonomia, energetyka i gospodarka cyfrowa oraz analizy strategiczne dotyczące kluczowych obszarów życia społecznego i publicznego Polski. Instytut zajmuje się dostarczaniem analiz i ekspertyz do realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, a także popularyzacją polskich badań naukowych z zakresu nauk ekonomicznych i społecznych w kraju oraz za granicą.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

Kontakt

Jakub Sawulski
Kierownik Zespołu Makroekonomii
jakub.sawulski@pie.net.pl
tel. 48 504 740 278

Paweł Leszczyński
Starszy Specjalista ds. Komunikacji
pawel.leszczynski@pie.net.pl
tel. 48 789 387 682

Polski Instytut Ekonomiczny