Polski Instytut Ekonomiczny

8/2020

Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

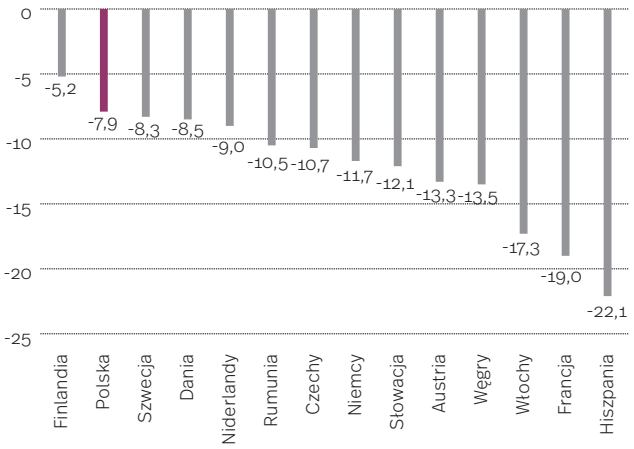
sierpień 2020 r.

LEPSZE WYNIKI POLSKIEJ GOSPODARKI W DRUGIEJ POŁOWIE ROKU

- **Spadek PKB w II kw. o 8,2 proc. r/r. był zbliżony do naszych oczekiwań. Równocześnie miesięczne dane wskazują, że odbicie w III kw. następuje zdecydowanie szybciej niż prognozowaliśmy,** zarówno w Polsce, jak i w pozostałych krajach UE. Dlatego też rewidujemy nasze szacunki na 2020 r. Obecnie spodziewamy się, że polska gospodarka skurczy się o 3,5 proc. r/r w III kw. oraz 2,5 proc. w IV kw. **W całym 2020 r. oznacza to spowolnienie w wysokości 3,1 proc. r/r.** Nasze wcześniejsze prognozy zakładały spadek o 4,2 proc. Uzasadnienie zmian prezentujemy w sekcji PKB – prognoza 2020.
- Przyjęty przez Radę Ministrów 27 sierpnia 2020 r. wstępny projekt ustawy budżetowej na 2021 r. **zakłada zamknięcie salda budżetu państwa w 2021 r. z deficytem w wysokości 82,3 mld PLN** – dochody wyniosą 403,7 mld PLN, a wydatki 486 mld PLN. Dla porównania, w bieżącym roku ustawa po nowelizacji zakłada deficyt 109,3 mld PLN. Redukcja deficytu finansów publicznych będzie stopniowa najprawdopodobniej także w pozostałych krajach Unii Europejskiej – już obecnie niemiecki rząd zapowiedział przedłużenie programu osłonowego *Kurzarbeit* na przyszły rok, a francuski gabinet zadeklarował ogłoszenie dodatkowego impulsu fiskalnego w najbliższych dniach. Działania europejskich rządów będą skoncentrowane na zapewnieniu buforów bezpieczeństwa dla finansów firm oraz ustabilizowaniu sytuacji na rynku pracy.
- Coraz większy **niepokój budzi ponowny wzrost liczby nowych przypadków koronawirusa w Europie Zachodniej.** Według danych John Hopkins University, ostatni tydzień sierpnia przynosił średnio 5 tys. nowych zakażeń we Francji oraz ponad 7 tys. w Hiszpanii. W Niemczech, Włoszech i Wielkiej Brytanii wartości dzienne w ostatnim tygodniu oscylowały między 1 tys. a 2 tys. W Polsce liczba zakażonych wynosiła w tym czasie od 600 do 900 nowych przypadków dziennie. Sytuacja epidemiologiczna wciąż zagraża niemrawemu odbiciu w IV kw., co znalazło odzwierciedlenie także w naszych prognozach.
- Istotne zmiany obserwowaliśmy także w polityce monetarnej. **Uwagę przykuwa zmiana mandatu Rezerwy Federalnej USA (Fed).** Władze banku zadeklarowały położenie większego nacisku na utrzymanie pełnego zatrudnienia i łagodzenie wahań koniunktury. Zmieniona została też koncepcja celu inflacyjnego. Dotychczasowym celem Fed było utrzymanie indeksu cen konsumpcyjnych PCE na poziomie ok. 2 proc. r/r w horyzoncie czasowym 2-3 lat. Obecnie władze monetarne zakładają możliwość przekroczenia tego poziomu po okresach spowolnienia, tak aby inflacja obserwowana przez ostatnie kilka lat oscylowała średnio wokół 2 proc. (tzw. *average inflation targeting* – AIT). **Działanie Fed wskazuje na chęć utrzymania niekonwencjonalnych polityk pieniężnych przez dłuższy czas.** Prawdopodobnie znajdzie ono naśladowców wśród innych banków centralnych. Ryzyko związane z utrzymaniem luźnej polityki pieniężnej omawiamy na stronie 5 zwracając uwagę na zagrożenia, np. większy odsetek tzw. „firm zombie" czy sprzeczne działania między polityką pieniężną a politykami energetycznymi.

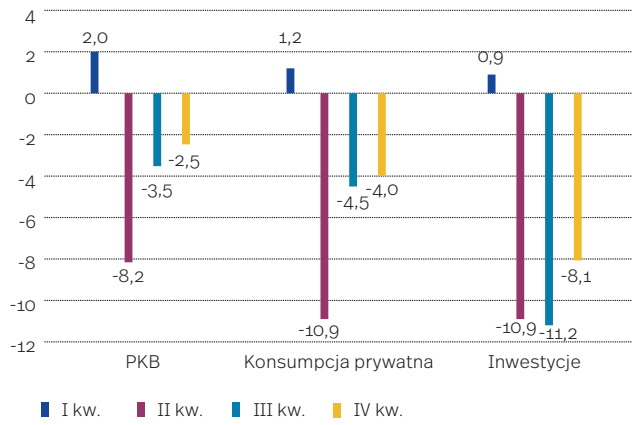
WYKRESY I PROGNOZY

Spadek PKB w II kw. 2020 r. (w proc. r/r)



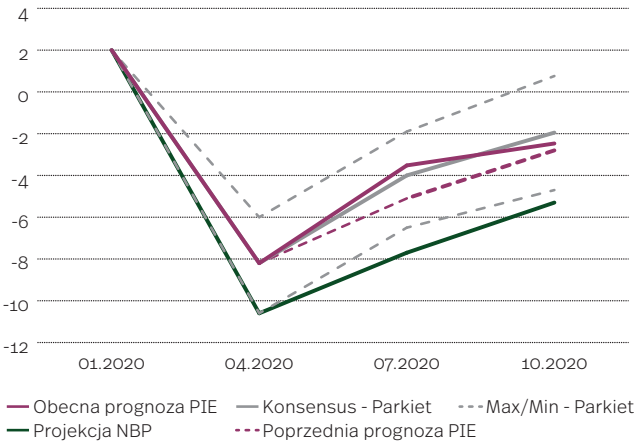
Źródło: Eurostat, dane odsezonowane.

Główne prognozy – strona popytowa (w proc. r/r)



Źródło: GUS, prognozy PIE.

PKB (w proc. r/r) – prognoza PIE konserwatywna na tle rynkowych szacunków



Uwaga: projekcja NBP, konsensus Parkiet oraz poprzednia prognoza PIE pochodzą z początku lipca.
Źródło: GUS.

Polska gospodarka stosunkowo dobrze zniosła spadek aktywności wywołany restrykcjami epidemicznymi. Według danych Eurostatu, PKB skurczyło się o 8,2 proc. r/r (7,9 proc. r/r po usunięciu czynników sezonowych). Podobne wyniki osiągnęły kraje skandynawskie. Zdecydowanie gorzej radziły sobie Niemcy czy pozostałe gospodarki regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wykres 1). Nadchodzące kwartały przyniosą odbicie. Spodziewamy się, że spadek PKB w Polsce w III kw. będzie zbliżony do 3,5 proc., a w IV kw. do 2,5 proc. r/r.

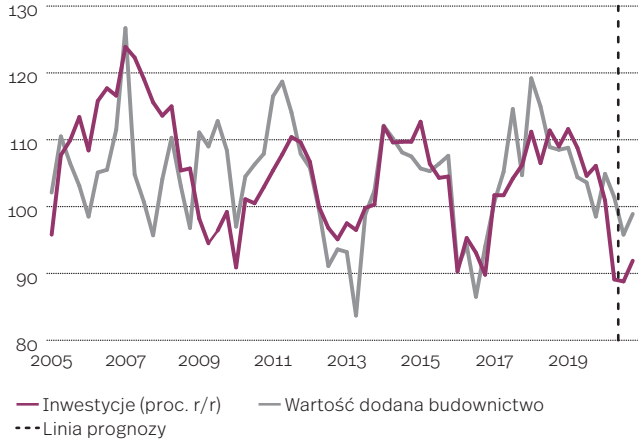
Bieżące dane sugerują bardziej dynamiczne odbicie wydatków konsumpcyjnych. Szacujemy, że w III kw. dynamika konsumpcji gospodarstw domowych odbije z -10,9 proc. do -4,5 proc. r/r (wcześniej prognozowaliśmy -6.4 proc.). To efekt zdecydowanie lepszych wyników produkcji i sprzedaży dóbr trwałych (RTV i AGD) – w czerwcu i lipcu wskaźniki osiągnęły dwucyfrową dynamikę wzrostu. Wysokie wyniki powinniśmy obserwować także przez pozostałą część III kw. Z drugiej strony wydatki związane z uczestnictwem w wydarzeniach kulturalnych, sportowych czy w turystyce nadal będą znacznie niższe niż w 2019 r. Dlatego prognozujemy, że wartość dodana w usługach innych niż transport i magazynowanie skurczy się o ponad 5 proc.

Wciąż niepewne są perspektywy dla IV kw. – obecnie prognozujemy, że odbicie konsumpcji przygaśnie. Obciążeniem dalej będzie sektor usługowy – uważamy, że w obliczu wciąż wysokiej liczby zakażeń COVID-19 w Polsce oraz pozostałych krajach UE konsumenci będą mniej skłonni do korzystania z obiektów rekreacyjnych. Równolegle spodziewamy się małej poprawy w przemyśle czy handlu w stosunku do III kw. Aktywność będzie ograniczać słabsza sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia ponownie wzrośnie wraz z wygaśnięciem świadczenia solidarnościowego – prognozujemy, że na koniec roku oscylować będzie w granicach 7 proc. Szacujemy też, że dynamika wynagrodzeń znajdzie się w trendzie stabilnym bądź spadkowym – informacje o planach podwyżkowych firm z badań ankietowych NBP czy PIE sugerują słabsze wyniki niż te, które obserwowaliśmy w ostatnich miesiącach.

Prognozy konsumpcji dalej obarczone są ryzykiem związanym z powrotem epidemii. W razie silniejszych restrykcji nie można wykluczyć, że dynamika spadnie w IV kw. i w całym roku będzie przypominać literę W.

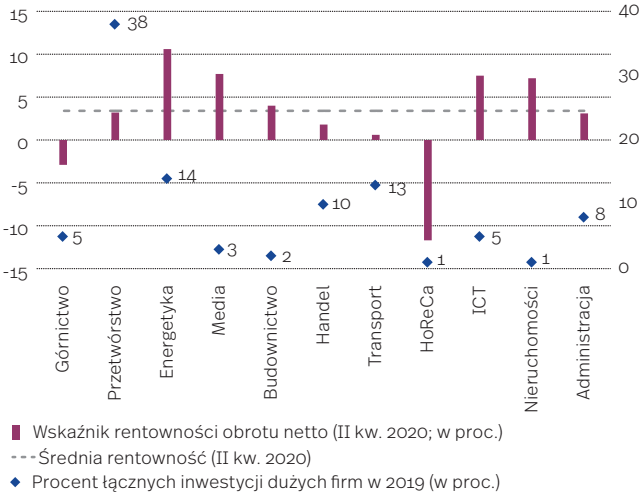
INWESTYCJE

Słabe wyniki budownictwa sugerują głębszy spadek inwestycji w III kw.



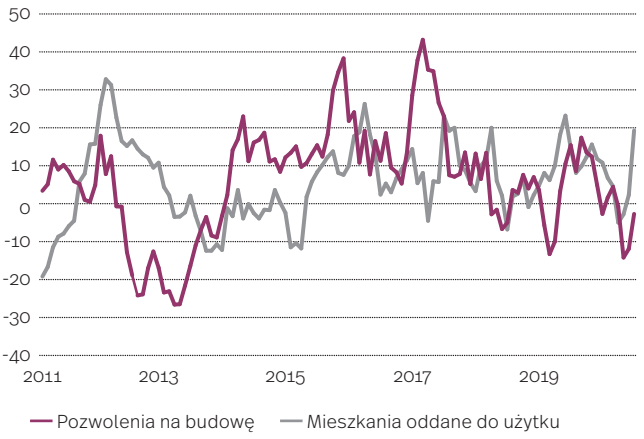
Źródło: GUS, prognozy PIE.

Branże z niską rentownością w II kw. odpowiadały za 74 proc. inwestycji w 2019 r.



Źródło: GUS.

Rynek mieszkaniowy będzie stabilizować inwestycje w IV kw.



Uwaga: dane przekształcone do 3-miesięcznych średnich ruchomych dynamik w proc. r/r.
Źródło: GUS.

Zdecydowanie słabsze wyniki prognozujemy po stronie nakładów na aktywa trwałe (inwestycje). W II kw. ich dynamika spadła z +0,9 proc. do -10,9 proc. r/r. Osłabienie widoczne było zwłaszcza po stronie dużych przedsiębiorstw zatrudniających ponad 50 pracowników – nakłady obniżyły się o ok. 14 proc. r/r w ujęciu realnym.

W III kw. spodziewamy się nieco słabszych wyników inwestycji – prognozujemy spadek o 11,2 proc. r/r. Wcześniej szacowaliśmy odbicie dynamiki do -7,4 proc. r/r w tym kwartale. Rewizja w dół jest efektem słabszych wyników, zarówno po stronie nakładów publicznych, jak i prywatnych.

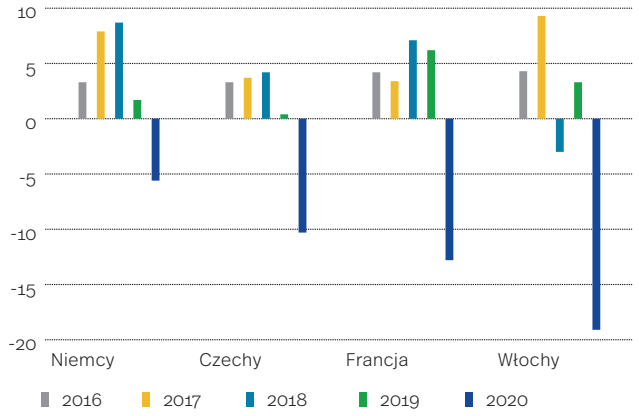
Za słabszym wynikiem inwestycji publicznych przemawia duży spadek produkcji budowlano-montażowej w lipcu (-10,9 proc. r/r). Był on efektem zapaści w kategorii inżynieria lądowa i wodna, w której agregowane są nakłady na projekty infrastrukturalne (drogi, koleje). Nasze modele prognostyczne wskazują, że podobna sytuacja może wystąpić także w kolejnych dwóch miesiącach. Taki obraz potwierdza niska wartość wskaźnika nastrojów gospodarczych GUS dla budownictwa – sektor ten odbija wolniej niż pozostałe branże (poza zakwaterowaniem i gastronomią – dalej HoReCa).

Na optymizm dotyczący nakładów prywatnych nie pozwalają natomiast dane o wynikach dużych przedsiębiorstw (50+ pracowników – wykres 2). Epidemia najmocniej uderzyła w branże, które przed kryzysem generowały najwięcej inwestycji. Według danych GUS sektory, w których rentowność obrotu była niższa od przeciętnej w gospodarce w II kw. (3,4 proc.) odpowiadały za 74 proc. łącznych inwestycji w 2019 r. Branże z największymi spadkami rentowności w II kw., tj. górnictwo, transport i HoReCa generowały prawie 20 proc. nakładów, mocno dotknięty przemysł – dalsze 38 proc. Mniej zagrożone są plany inwestycyjne firm handlowych (10 proc. nakładów) – sektor ten zwykle raportuje GUS niską rentowność.

Lekkiego odbicia spodziewamy się dopiero w IV kw. Będzie to jednak głównie efekt wzrostu nakładów publicznych. W tym kwartale powinniśmy zobaczyć pierwsze efekty Rządowego Funduszu Inwestycji Lokalnych, chociaż nakłady związane z projektami osiągną apogeum dopiero w 2021 r. Sytuację będzie stabilizować także rynek mieszkaniowy – liczba wydanych pozwoleń na budowę w ubiegłych latach sugeruje, że sektor dalej będzie notował wzrost r/r.

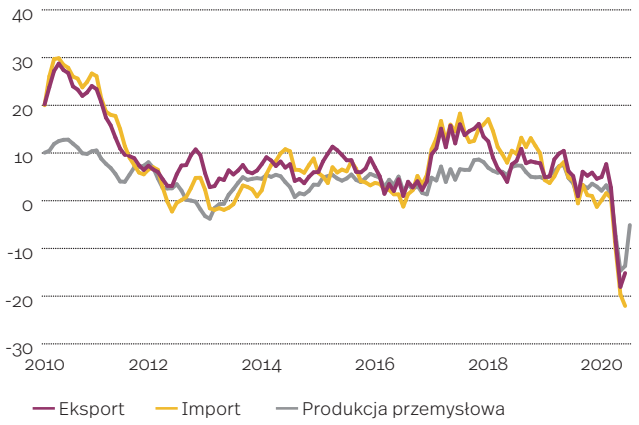
POPYT ZAGRANICZNY

Spadki eksportu w II kw. do krajów objętych ścisłymi restrykcjami



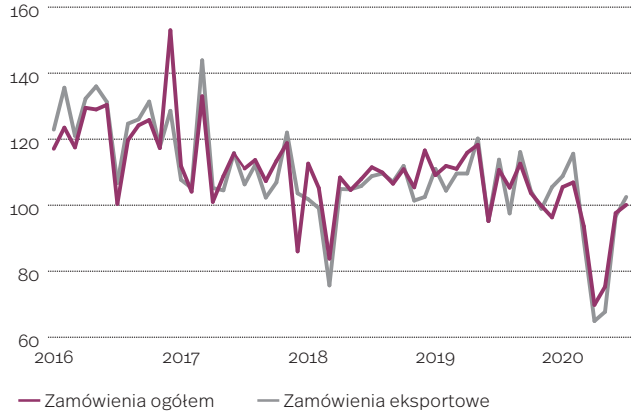
Źródło: GUS.

Eksport do krajów UE rośnie po zniesieniu restrykcji



Uwaga: dane przekształcone do 3-miesięcznych średnich ruchomych dynamik w proc. r/r.
Źródło: GUS.

Nowe zamówienia eksportowe pozwalają na większy optymizm w III kw. (w proc. r/r)



Źródło: GUS.

Eksport netto podwyższał PKB Polski w pierwszym półroczu 2020 r. – kolejno w kwartałach o 0,4 p.p. oraz 0,8 p.p. Jednak był to efekt głębokiego spadku zarówno eksportu (14,3 proc. r/r w II kw.), jak i importu (17,5 proc. w II kw.).

Miesięczne dane GUS o handlu zagranicznym wskazują, że najsilniejsze spadki eksportu widoczne były w krajach, w których wprowadzono najbardziej dotkliwe restrykcje prowadzenia działalności gospodarczej. Wartość towarów sprzedawanych do Niemiec spadła o 5,6 proc. r/r, podczas gdy we Włoszech było to 19,1 proc. Należy zauważyć, że skala obostrzeń w najbliższym sąsiedztwie była mniejsza niż w Europie Zachodniej, co pozwoliło uniknąć bardziej dotkliwych strat. Dla przypomnienia – wspomniane kraje (Niemcy, Włochy) odpowiadają kolejno za 28,2 proc. oraz 4,1 proc. udziału w łącznym eksporcie Polski.

W III kw. spodziewamy się wysokiej nadwyżki eksportu netto – wskaźnik podwyższy wzrost PKB o 0,5 p.p. Dane o produkcji przemysłowej w lipcu (wykres 2) wskazują, że wyraźne odbicie następuje równomiernie wśród branż zorientowanych na rynek krajowy oraz typowo eksportowych (zwłaszcza wśród sektorów konsumenckich). Co więcej wolumen zamówień zagranicznych odbija szybciej niż krajowych co dobrze rokuje na dalszą część III kw. Potwierdzenie takiego obrazu można znaleźć w wynikach sprzedaży detalicznej w gospodarkach strefy euro – w większości krajów obserwujemy wolumeny zakupów porównywalne do 2019 r.

Odbiciu eksportu towarzyszy jednak stosunkowo niewielkie dostosowanie po stronie importu. Głęboki spadek inwestycji oznacza mniejsze zapotrzebowanie na zagraniczne dobra kapitałowe. Równolegle obserwujemy też spadek popytu na surowce energetyczne w skutek mniejszej mobilności. Spodziewamy się, że taki obraz utrzyma się przez całą drugą połowę roku – w IV kw. prognozujemy podobną nadwyżkę eksportu netto jak w III kw.

SKUTKI CIĄGŁEJ STYMULACJI MONETARNEJ – DYSKUSJA

Systematyczny zakup aktywów przez banki centralne oraz utrzymanie reżimu zerowych stóp procentowych stały się trwałym elementem polityki monetarnej w gospodarkach rozwiniętych. W debacie ekonomicznej nie ma jednomyślności co do skutków podjętych decyzji. Coraz bardziej popularny staje się np. nurt *Modern Monetary Theory* (MMT) postulujący brak ograniczeń dla stymulowania wzrostu. Jednak w przypadku działań monetarnych taka polityka może okazać się krótkowzroczna.

Teoretycznym celem władz monetarnych przy obniżaniu stóp procentowych jest pobudzanie akcji kredytowej. Badacze z amerykańskiego biura NBER (Brunnermeier, Koby, 2018). Wskazują jednak, że niskie oprocentowanie może wywołać odwrotny skutek. Koncepcja ta nosi nazwę *reversal interest rate*. Niskie stopy procentowe mogą wymuszać zacieśnianie warunków udzielania kredytów przez sektor bankowy dla ratowania rentowności. Dodatkowo wpływają na zmianę zachowania gospodarstw domowych – skłaniając je do utrzymywania większych oszczędności, np. na cele emerytalne kosztem ograniczania bieżącej konsumpcji i niższego popytu na kredyt.

Bardziej dotkliwe mogą okazać się długookresowe skutki ekspansywnej polityki dla firm. Analitycy OECD (McGowan i in., 2017a, 2017b) wskazują, że działania banków centralnych sprzyjają pojawianiu się tzw. „firm zombie". Są to przedsiębiorstwa, które nie osiągają zysku, a których przychody wystarczają jedynie na pokrycie kosztów obsługi zadłużenia. Według badaczy ich ekspansja jest jedną z przyczyn spowolnienia wzrostu produktywności w państwach rozwiniętych po kryzysie finansowym z lat 2008-2009. Autorzy wskazują, że odsetek tego typu firm zwiększył się znacząco w państwach OECD – np. we Włoszech z 7 proc. do 19 proc. w latach 2007-2013. Podobne wnioski wyciągają ekonomiści EBC (Andrews, Petroulakis, 2019), którzy przeanalizowali relacje między sytuacją systemów bankowych i istnieniem „firm zombie" w krajach strefy euro. Wyniki badania wskazują, że rosnący odsetek firm tego typu ogranicza wzrost pozostałych firm. Blokują one dostęp do kapitału i pracowników zdrowym firmom ze szkodą dla wzrostu łącznej wydajności. Przykłady Japonii (Caballero i in., 2008) czy strefy euro (Acharya i in., 2019) wskazują, że w warunkach niskiego kosztu pieniądza sektor bankowy ma motywacje do unikania finansowania bardziej produktywnych i jednocześnie bardziej ryzykownych przedsięwzięć, a kapitał kieruje do dużych podmiotów.

Na koniec warto zwrócić uwagę, że skup obligacji korporacyjnych dotychczas mógł sabotować skutki innych polityk społecznych, np. związanych z transformacją energetyczną. Analitycy z Grantham Research Institute (Matikainen i in., 2017) wskazali, że w portfelach Europejskiego Banku Centralnego i Banku Anglii znalazły się głównie obligacje firm działających w tradycyjnych i wysokoemisyjnych sektorach. Brak obligacji przedsiębiorstw z obszaru energii odnawialnej nie wynikał z celowego wykluczania, lecz raczej z tego, że znaczna część zielonych inwestycji finansowana jest w inny sposób, czego nie przewidziano przy projektowaniu programów.

Bibliografia

1. Acharya, V.V., Eisert, T., Eufinger, C., Hirsch, C. (2019), *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, „American Historical Review", No. 124(2), https://doi.org/10.1093/rfs/hhz005
2. Andrews, D., Petroulakis, F. (2019), *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe ECB*, Working Paper Series, No. 2240, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2240~61e2d9dfec.en.pdf [dostęp: 01.09.2020].
3. Brunnermeier, M.K., Koby, Y. (2018), *The reversal interest rate*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. w25406, https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/20p_reversalrate.pdf [dostęp: 01.09.2020].
4. Caballero, R.J., Hoshi, T., Kashyap, A.K. (2008), *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, „American Economic Review", No. 98(5), https://economics.mit.edu/files/3770 [dostęp: 01.09.2020].
5. Matikainen, S., Campiglio, E., Zenghelis, D. (2017), *The climate impact of quantitative easing*, Policy Paper, Grantham Research Institute, London, https://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2017/05/Climate ImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf {dostęp: 01.09.2020].
6. McGowan, M.A., Andrews, D., Millot, V. (2017a), *The Walking Dead: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1372, https://www.oecd.org/economy/growth/The-Walking-Dead-Zombie-Firms-and-Productivity-Performance-in-OECD-Countries.pdf [dostęp: 01.09.2020].
7. McGowan, M.A., Andrews, D., Millot, V. (2017b), *Confronting the Zombies: Policies for Productivity Revival*, OECD Economic Policy Paper, No. 21, https://www.oecd-ilibrary.org/economics/confronting-the-zombies_f14fd801-en [dostęp: 01.09.2020].

Autorzy: Katarzyna Bąkowska, Michał Gniazdowski, Jakub Rybacki

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