



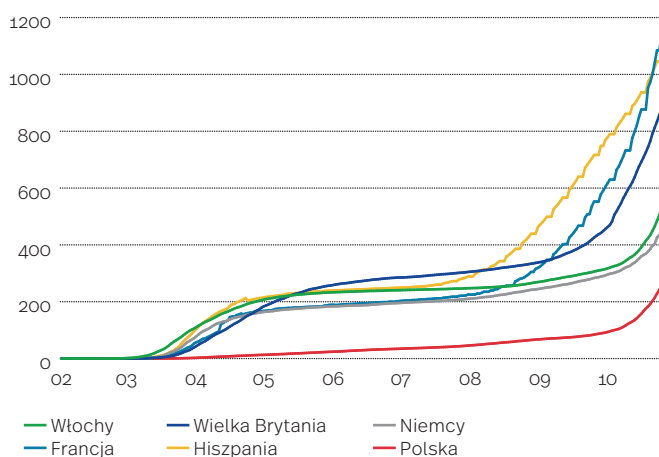
# Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

październik 2020 r.

## MIMO KONSOLIDACJI FISKALNEJ W 2021 r. DEFICYTY BĘDĄ WYSOKIE

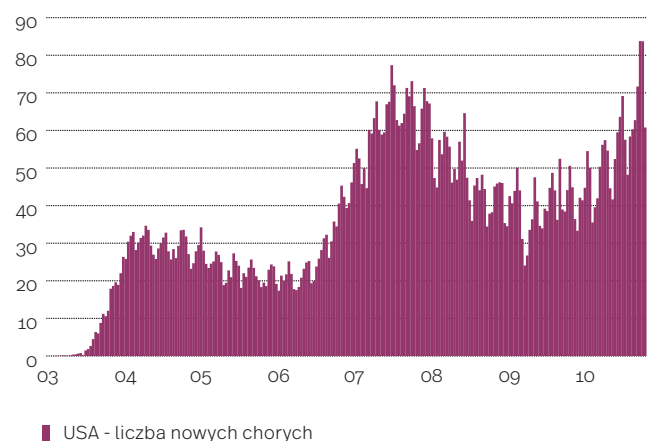
- Skala drugiej fali epidemii COVID-19 w Europie przerosła dotychczasowe oczekiwania – we Francji i Hiszpanii liczba zakażonych przekroczyła 1 milion, we Włoszech dzienny przyrost chorych jest obecnie czterokrotnie wyższy niż na wiosnę. Część krajów ponownie wprowadza *lockdown*, chociaż w nieco słabszej formie niż na wiosnę (np. Czechy, Francja, Niemcy, Irlandia czy Walia). Epidemia nie omija również Polski – w chwili pisania tekstu raportuje się ponad 20 tys. nowych zakażeń dziennie. Wykładniczy wzrost liczby chorych przedstawiamy na wykresach poniżej.
- **W obliczu drugiej fali epidemii europejskie rządy podejmują kolejne działania stymulacyjne.** Według nowych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) deficyt finansów publicznych w gospodarkach starej UE w 2020 r. będzie sięgał od 8,2 proc. (Niemcy) do 16,5 proc. PKB (Wielka Brytania). W 2021 r. deficyty będą mniejsze, jednak jedynie Niemcy zbliżą się do progu 3 proc. PKB – podejmowane działania oraz sytuacje finansów publicznych państw strefy euro opisujemy w sekcji *Kryzys epidemiologiczny oznacza dwucyfrowy deficyt w relacji do PKB*.
- **Według MFW epidemia spowoduje wzrost deficytu do dwucyfrowego poziomu także w Polsce –10,5 proc. PKB.** Prognozy Funduszu są nieco bardziej pesymistyczne od szacunków części agencji ratingowych, ale jednocześnie bardziej optymistyczne od założeń budżetowych (12 proc. PKB). W przyszłym roku Fundusz prognozuje konsolidację finansów publicznych – deficyt ma sięgnąć 4,3 proc. PKB. Podsumowanie przedstawiamy w sekcji *Prognozy fiskalne instytucji międzynarodowych dla Polski*.
- **Utrzymujemy prognozę, że spadek polskiego PKB sięgnie w bieżącym roku 3,1 proc.** – zmienia się jednak kwartalna struktura wzrostu. Na podstawie miesięcznych informacji o aktywności szacujemy, że gospodarka skurczyła się o 1,9 proc. r/r w III kw. – wcześniej szacowaliśmy 3,5 proc. Wzrost liczby chorych na COVID-19 będzie powodować spadek aktywności w IV kwartale – prognozujemy, że roczna dynamika sięgnie -4 proc. w IV kwartale. Tendencje przemawiające za łagodnym przebiegiem spowolnienia omówimy w sekcji *Spadek aktywności w IV kw. płytszy niż na wiosnę*.
- Epidemia COVID-19 prawdopodobnie utrwali zerowe stopy procentowe oraz wysokie zadłużenie państw narodowych, natomiast Europa dalej pozostanie ze starzejącym się społeczeństwem. Długookresowe skutki gospodarcze pandemii przedyskutujemy w sekcji *Przyszłość systemów emerytalnych – dyskusja*.

COVID-19: Liczba chorych w Europie (w tys.)



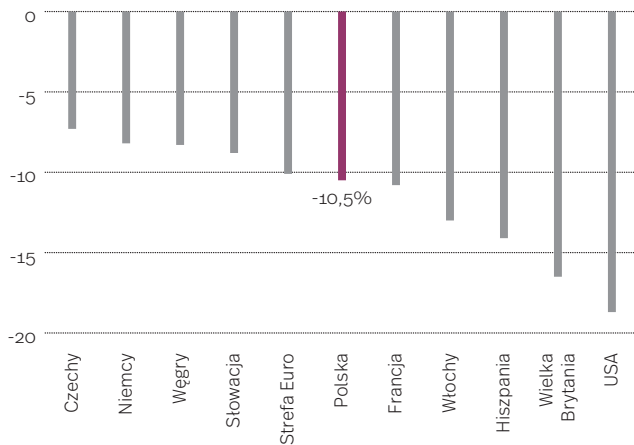
Źródło: John Hopkins University.

Trzecia fala w USA (w tys.)



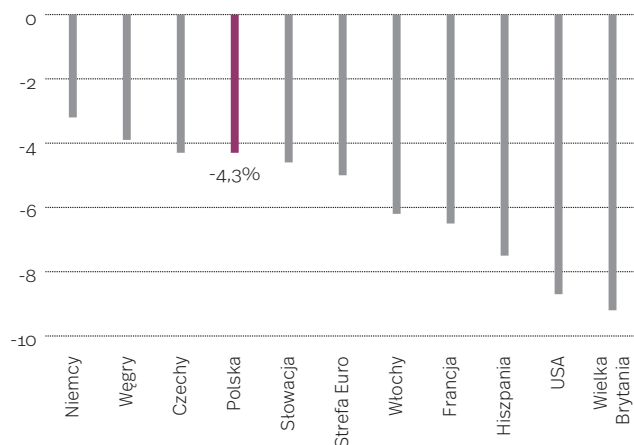
Źródło: John Hopkins University.

## WYKRESY I PROGNOZY

Deficyt Polski w 2020 r. gorszy niż u sąsiadów,  
lepiej od największych gospodarek (w proc.)

Źródło: Deficyt jako proc. PKB, MFW.

Konsolidacja fiskalna w 2021 r. (w proc.)



Źródło: Deficyt jako proc. PKB, MFW.

Prognozy salda finansów publicznych MFW

Kraj	2019	2020	2021
Strefa euro	-0,6	-10,1 (-11,7)	-5,0 (-5,3)
Niemcy	1,5	-8,2 (-10,7)	-3,2 (-3,1)
Francja	-3,0	-10,8 (-13,6)	-6,5 (-7,1)
Włochy	-1,6	-13,0 (-12,7)	-6,2 (-7,0)
Hiszpania	-2,8	-14,1 (-13,9)	-7,5 (-8,3)
Wielka Brytania	-2,2	-16,5 (-12,7)	-9,2 (-6,7)
Polska	-0,7	-10,5 (-6,7)	-4,3 (-3,5)
Czechy	0,3	-7,3 (-4,7)	-4,3 (-1,7)
Węgry	-2,0	-8,3 (-3,0)	-3,9 (-1,6)
Stany Zjednoczone	-6,3	-18,7 (-23,8)	-8,7 (-12,4)

Uwaga: w nawiasach poprzednia prognoza instytucji.

Źródło: MFW.

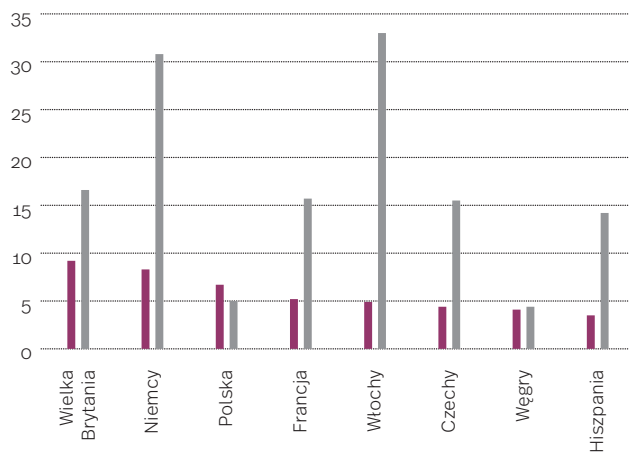
Kryzys epidemiologiczny spowoduje silny wzrost zadłużenia. Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje, że kraje strefy euro zamkną rok z deficytem rządu 10,1 proc. PKB, a Stany Zjednoczone – 18,7 proc. PKB. Kraje Unii Europejskiej kolektywnie przeznaczają większe środki na ochronę zdrowia i wsparcie bezrobotnych. Ponadto rządy państw prowadzą zróżnicowane strategie.

Niemcy zamierzają szybko konsolidować finanse publiczne – jako jedyny duży kraj strefy euro osiągną jednocyfrowy deficyt w 2020 r. i zbliżą się do progu 3 proc. PKB w 2021 r. W 2020 r. rząd wydał 218 mld EUR (6,3 proc. PKB) m.in. na programy wsparcia rynku pracy, tzw. *Kurzarbeit*, gdzie – podobnie jak w polskiej tarczy finansowej – subsydiowana była część etatu. W 2021 r. planuje wydać kolejne 96 mld EUR (2,8 proc. PKB).

Francja walczy o utrzymanie konkurencyjności przedsiębiorstw. Według pakietu ogłoszonego we wrześniu rząd wyda dodatkowe 65 mld EUR (2,7 proc. PKB) na walkę z gospodarczymi skutkami epidemii jeszcze w tym roku, a projekt ustawy finansowej na 2021 r. przewiduje kolejne 100 mld EUR (4,1 proc. PKB) na lata 2021-2022. Działania obejmują obniżki podatków produkcyjnych i dochodowych.

Spore wydatki nadal będą ponosić kraje najmocniej zadłużone. Włochy poinformowały o dodatkowych 39 mld EUR (2,2 proc. PKB), które w 2021 r. mają być przeznaczone na pobudzenie gospodarcze. Pieniądze te wesprą przedsiębiorstwa najmocniej dotknięte obostrzeniami – rząd planuje m.in. wprowadzenie bezwrotnych subsydiów, zawieszenie spłaty zadłużeń oraz dodatkowe fundusze dla rozwoju południowej (biedniejszej) części kraju. Duży deficyt na tle UE wciąż będzie miała też Hiszpania – według prognoz MFW w 2021 r. sięgnie 7,5 proc. PKB. Rząd planuje przeznaczyć 72 mld EUR (5,8 proc. PKB) w latach 2021-2023 na rozwój gospodarczy – 80 proc. środków finansowych ma pochodzić z programów pomocowych UE. 2/3 wydatków ma posłużyć cyfryzacji oraz transformacji energetycznej. Hiszpański gabinet deklaruje utworzenie 800 tys. nowych miejsc pracy.

Na tle państw UE dużych środków w 2021 r. potrzebuje Wielka Brytania i USA. Prognozy wskazują, że brytyjski rząd zamknie rok z 9-procentowym deficytem. Wciąż trwają negocjacje – wśród nowych rozwiązań pojawią się m.in. program wsparcia najsłabszych osób na rynku pracy (koszt 11-22 mld GBP – 0,5-1,0 proc. PKB). W USA nowy pakiet zostanie przegłosowany po wyborach – może sięgnąć 1,6-1,9 bln USD (7,5-9 proc. PKB). Działania obejmą m.in. wypłaty jednorazowych świadczeń dla gospodarstw domowych, dodatkowe zasiłki dla bezrobotnych. Pakiet opisujemy w „Tygodniku Gospodarczym PIE”, 43/2020.

Bezpośredni impuls fiskalny w Polsce  
był jednym z większych w UE

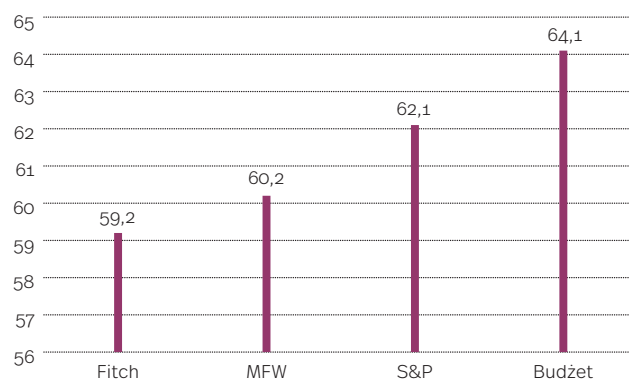
Źródło: Fiscal Monitor MFW.

## Deficyt budżetowy (proc. PKB) – prognozy



Źródło: MFW, komunikaty Fitch, S&amp;P.

## Dług publiczny Polski na koniec 2021 r. (proc. PKB)



Uwaga: agencja Moody's nie publikowała raportu w ostatnich dwóch miesiącach.

Źródło: MFW, komunikaty Fitch, S&amp;P.

Prognozy MFW oraz agencji ratingowych wskazują, że deficyt budżetowy w latach 2020 i 2021 będzie niższy niż wynika z założeń ustawy budżetowej – kolejno 12 proc. PKB i 6 proc. PKB. To m.in. efekt bardzo konserwatywnych założeń przyjętych przez Ministerstwo Finansów. Według MFW Polska w 2020 r. powinna odnotować deficyt w wysokości 10,5 proc. PKB. To wysokość podobna do największych gospodarek strefy euro oraz nieco większa w porównaniu z pozostałymi państwami regionu CEE. W 2021 r. fundusz prognozuje konsolidację fiskalną i spadek deficytu do 4,3 proc. PKB. Taki wynik jest podobny do pozostałych państw krajów Grupy Wyszehradzkiej oraz lepszy od gospodarek zachodnich.

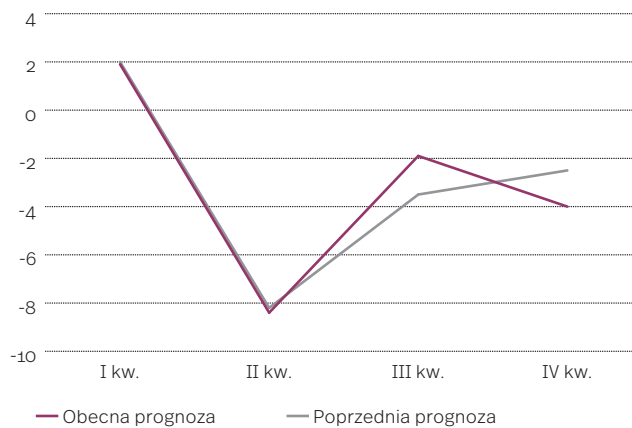
Należy zauważyć, że wysokość deficytu jest związana z charakterem programów pomocowych. Według danych MFW z raportu *Fiscal Monitor* bezpośrednie wsparcie fiskalne stanowiło 6,7 proc. PKB, a programy płynnościowe – 5 proc. Zdecydowana większość państw UE położyła silniejszy nacisk na działania płynnościowe przeliczane pod tzw. kreską – nie wpływają one na bieżące wyniki, ale w przypadku braku spłat udzielonych pożyczek czy gwarancji powiększą dług publiczny w kolejnych latach.

Prognoza deficytu MFW jest wyższa względem agencji ratingowych Fitch i S&P. Obydwie instytucje wskazały, że deficyt liczony w europejskiej metodologii ESA 2010 będzie jednocyfrowy w bieżącym roku (wykres 2). W 2021 r. oraz dalszym horyzoncie agencje ratingowe prognozują dalszą konsolidację finansów publicznych – obydwie prognozy wskazują nieznaczne przekroczenie przez deficyt 5 proc. PKB. Głównym źródłem ryzyka akcentowanym dla wszystkich prognoz jest zagrożenie ponownym szokiem zewnętrznym związanym np. z wystąpieniem epidemii.

Analicyści MFW wskazują, że w dłuższym horyzoncie (2023-2025) deficyt może utrzymywać się w okolicach 4 proc. PKB, należy jednak podkreślić, że część założeń jest dyskusyjna. Fundusz zakłada systematyczny spadek dochodów sektora finansów publicznych w relacji do PKB – w horyzoncie projekcji obniża się on z 40,7 proc. do 39,1 proc. Głębokie spadki występują jedynie w sytuacjach kryzysowych, w momencie ożywienia powinniśmy obserwować wzrost wskaźnika. Nie obserwujemy tego w szacunkach MFW, mimo że prognozy wzrostu w latach 2021-2023 oscylują między 2,9-4,6 proc. r/r.

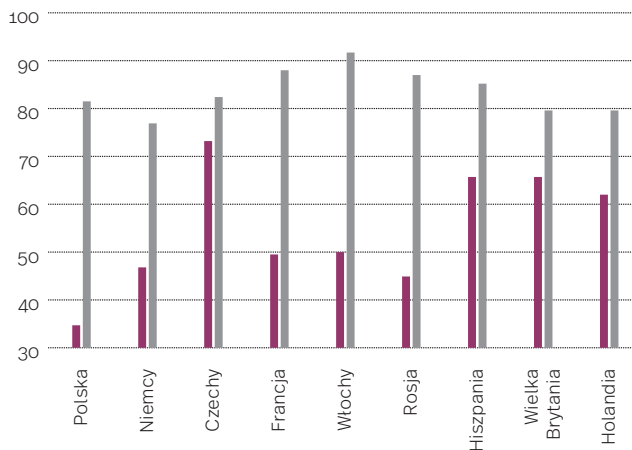
Analicyści MFW prognozują także, że koszty obsługi długu będą systematycznie rosły z 1,4 proc. PKB w 2020 r. do 2 proc. w 2025 r. Równoległe spadek stóp procentowych oraz program luzowania ilościowego NBP powinny obniżyć koszty ponoszone przez Skarb Państwa. Należy podkreślić też niespójność między deficytem strukturalnym (tj. bez wahań cyklicznych), a prognozowanym wynikiem. MFW wskazuje, że Polska może obniżyć pierwszy wskaźnik do 2 proc. PKB, co jest niezgodne z samą projekcją.

Dalej spodziewamy się spadku PKB o 3,1 proc. w 2020 r.



Źródło: prognozy PIE.

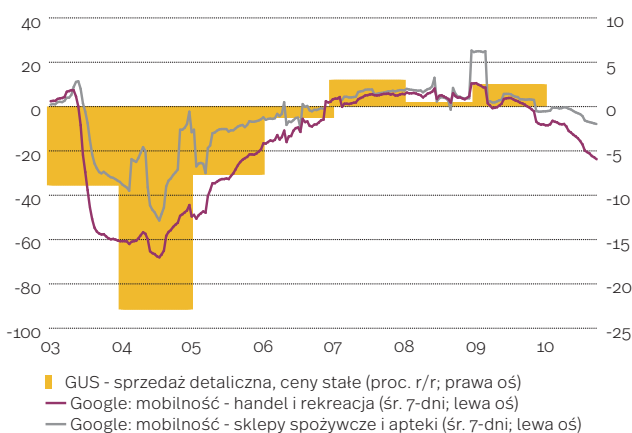
Restrykcje dla eksportu w krajach UE są mniejsze niż na wiosnę



Uwaga: większa wartość indeksu oznacza silniejsze restrykcje prowadzenia działalności gospodarczej.

Źródło: Uniwersytet Oksfordzki.

Handel bardziej odporny niż usługi



Źródło: Google, GUS.

Podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę spadku PKB w 2020 r. na poziomie 3,1 proc. Miesięczne dane wskazują, że III kw. będzie lepszy od naszych założeń czy pozostałych prognoz rynkowych – Polska gospodarka prawdopodobnie skurczy się w tym okresie o 1,9 proc. r/r. Równoległe silniejsze spadki aktywności wystąpią w IV kw. Uważamy, że PKB skurczy się w tym okresie o 4 proc. r/r. Dlaczego IV kwartał ma być inny od głębokiego spowolnienia widocznego na wiosnę? Obecnie Polsce w mniejszym stopniu zagrażają przestoje sektora motoryzacyjnego. Na wiosnę produkcja tej branży skurczyła się średnio o 50 proc. r/r, co obniżyło PKB nawet o 1,1 p.p. Należy zauważyć, że w kwietniu zapaść potęgowało załamanie się łańcuchów dostaw z Chin. Polska będzie także mniej wrażliwa na spadek popytu na nowe samochody niż Niemcy i pozostałe państwa grupy Wyszehradzkiej. Produkcja samochodów stanowi 2,8 proc. polskiego eksportu, podczas gdy w Czechach i na Węgrzech jest to 9-11 proc., a na Słowacji 23 proc. Polska produkuje więcej części – spadki aktywności tych producentów były istotnie mniejsze w III kwartale.

Spodziewamy się także lepszych wyników eksportowych gałęzi przemysłu oraz mniejszej zapaści transportu. Ścisłe zamknięcie gospodarek strefy mocno uderzyło w te branże, np. wartość dodana w samym transporcie skurczyła się o 15,7 proc., co odjęło kolejne 1 p.p. od dynamiki PKB. W bieżącym kwartale spowolnienie będzie płytsze. Większość partnerów handlowych Polski prowadzi obecnie znacznie mniej restrykcyjną politykę epidemiczną – według *Indeksów surowości* Uniwersytetu Oksfordzkiego podobne restrykcje jak na wiosnę występują jedynie w Czechach (wykres 2). Sytuacje mogą jednak zmienić kolejne deklaracje o zamrażaniu aktywności.

Ważną niewiadomą pozostaje też kształt koniunktury w handlu. Prawdopodobnie w październiku zobaczymy niewielki spadek w ujęciu rocznym. Bieżące dane Google o mobilności wskazują, że galerie handlowe odwiedza 20 proc. mniej osób niż w styczniu, natomiast sklepy z artykułami pierwszej potrzeby (np. spożywcze i apteki) notują niewielką 5-procentową utratę odwiedzin. Na wiosnę wspomniane indeksy przedstawiały spadki o kolejne 60-70 proc. oraz 30-50 proc. (wykres 3). Tym samym ciężko oczekiwać równie gwałtownego osłabienia jak w II kw. Na wiosnę wartość dodana w handlu obniżyła się o 11,6 proc. r/r co przetożyło się na spadek PKB o prawie 2 p.p.

Obecnie spadek powinien być znacznie płytszy – taki scenariusz potwierdzają analitycy komercyjni na podstawie danych transakcyjnych z własnych banków (np. Santander). Według tych informacji wolumen obrotów jest wciąż wyższy niż w okresie poprzedzającym pandemię.

## PRZYSZŁOŚĆ SYSTEMÓW EMERYTALNYCH – DYSKUSJA

Systemy emerytalne w gospodarkach rozwiniętych będą musiały zmierzyć się z dwoma wyzwaniami: starzeniem się społeczeństw oraz zerowymi stopami procentowymi w kolejnych latach bądź dekadach. W prestiżowych prognozach (Vollset i in., 2020; ONZ, 2019) podkreśla się dwa wyzwania demograficzne. Pierwszym jest coraz dłuższy czas trwania życia – według ONZ w krajach Europy Zachodniej do 2050 r. wzrośnie z 82 do 86 lat. Drugi to spadek dzietności – prognozowana liczba urodzeń przypadających na kobietę ma pozostać stabilna (w okolicach 1,7). Dla zachowania populacji wymagane jest osiągnięcie 2,1. Bezpośrednią konsekwencją problemów jest wzrost obciążenia systemu emerytalnego – liczba emerytów przypadająca na 100 osób w wieku produkcyjnym (25-64) wzrośnie w ciągu dekady z 40 do 50, a w 2050 r. przekroczy 60 osób.

Zmiany struktury demograficznej wymuszają ewolucję systemu emerytalnego. W Europie większość aktywów emerytalnych była utrzymywana w ramach umów o zdefiniowanym świadczeniu (*defined benefit*, DB) – gdzie wysokość emerytury była bezpośrednio zależna od struktury demograficznej. W ostatnich latach obserwowaliśmy tendencję do tworzenia planów emerytalnych o zdefiniowanej składce (*defined contribution*, DC) – w których podstawą do wypłat jest odłożony kapitał (Rodríguez-Vives, Kezber, 2019). Modelowym przykładem jest m.in. system Wielkiej Brytanii, gdzie, uczestnictwo w filarze kapitałowym rośnie z 47 proc. w 2012 r. do 77 proc. osób. w 2019 r. (ONS, 2020). Wyniki badań dowodzą, że fundusze DC są w stanie zapewnić wyższą emeryturę, jednocześnie mniej obciążając finanse publiczne (Alonso-García, Boado-Penas, Devolder, 2018).

Stopy procentowe prawdopodobnie pozostaną blisko zera na lata bądź nawet dekady. Oznacza to niższe stopy zwrotu funduszy DC (Antolin, Schich, Yermo, 2011). Takie otoczenie bezpośrednio przekłada się na strategię inwestycyjne – polityka banków centralnych skłania do podejmowania większego ryzyka. Przez ostatnią dekadę obserwowaliśmy systematyczny wzrost udziału akcji w portfelu funduszy emerytalnych (Boubaker i in., 2018). Według danych OECD (2019) medianowy odsetek akcji w portfelu inwestycyjnym wśród państw członkowskich wzrósł z 15 proc. w 2008 r. do 25,2 proc. w 2018 r., a równolegle spadał udział instrumentów gwarantujących stabilny dochód (np. obligacji) z 52,7 proc. do 45,5 proc. Coraz więcej środków alokowano poza granicami kraju – według OECD medianowy odsetek tak alokowanych aktywów wzrósł z 27,4 proc. w 2008 r. do 37,1 proc. w 2018 r. Należy pamiętać, że często są to aktywa rynków wschodzących denominowane w zagranicznych walutach, co generuje ryzyko kursowe.

Podejmowanie większego ryzyka przez fundusze emerytalne wpływa bezpośrednio na stabilność finansową pozostałych podmiotów – europejscy autorzy postulują wzmocnienie nadzoru (Beetsma, Vos, Wanningen, 2016). Jednak nawet mimo podjęcia środków zaradczych wraz z utrzymaniem się środowiska zerowych stóp procentowych będziemy obserwować większą podatność funduszy na kryzysy. Skutkiem tego będzie niższa wartość oczekiwana przyszłej emerytury, większa zaś będzie niepewność co do stopy zwrotu z aktywów emerytalnych.

### Przywoływane badania:

1. Alonso-García, J., Boado-Penas, M., Devolder, P. (2018), *Adequacy, fairness and sustainability of pay-as-you-go-pension-systems: defined benefit versus defined contribution*, "The European Journal of Finance", No. 24(13).
2. Antolin, P., Schich, S., Yermo, J. (2011), *The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies*, "OECD Journal: Financial Market Trends", No. 1.
3. Beetsma, R., Vos, S., Wanningen, C. (2016), *Systemic aspects of pension funds and the role of supervision*, "CESifo Forum", Vol. 17, No. 4, München: ifo Institut-Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München.
4. Boubaker, S., Gounopoulos, D., Nguyen, D.K., Paltalidis, N. (2018), *Reprint of: Assessing the effects of unconventional monetary policy and low interest rates on pension fund risk incentives*, "Journal of Banking & Finance", No. 92.
5. OECD (2019), *Pension Markets in Focus*, Paris.
6. ONS (2020), *Employee workplace pensions in the UK: 2019 provisional and 2018 final results*, Office of National Statistics, Newport.
7. ONZ (2019), *World Population Prospects 2019*, Nowy Jork.
8. Rodríguez-Vives, M., Kezber, L. (2019), *Social spending, a euro area cross-country comparison*, ECB Economic Bulletin, Iss. 5.
9. Vollset i in. (2020), *Fertility, mortality, migration, and population scenarios for 195 countries and territories from 2017 to 2100: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study*, "The Lancet".

# 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.

