

CASE POLICY BRIEFS

Czy polska gospodarka jest skazana na długą recesję?

Andrzej Rzońca

Nr 1/2020



CASE Policy Briefs są kontynuacją serii wydawniczej CASE Network E-briefs

Redakcja: dr Ewa Balcerowicz

Słowa kluczowe: COVID-19, impuls fiskalny, dług publiczny, niekonwencjonalna polityka pieniężna, restrukturyzacja, firmy-zombie, Polska

Nota prawna:

Tekst wyraża poglądy autora, a nie instytucji, z którymi jest związany

Tekst powstał w ramach projektu „Seminaria mBank-CASE”.



ISBN: 978-83-7178-699-0

Wydawca:

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

Al. Jana Pawła II 61/212,

01-031 Warszawa

tel.: (48 22) 206 29 00, fax: (48 22) 206 29 01

e-mail: case@case-research.eu

www.case-research.eu

© CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych,
Warszawa, 2020



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

Spis treści

O autorze	4
Streszczenie	5
1. Uwagi wstępne.....	6
2. Czynniki ograniczające spadek dynamiki PKB w Polsce pod wpływem wstrząsu	9
3. Prognozy makroekonomiczne międzynarodowych organizacji.....	12
4. Wybrane czynniki ryzyka.....	18
5. Podsumowanie	29
Bibliografia	30
Spis tabel i wykresów	31

O autorze

Andrzej Rzońca – doktor habilitowany nauk ekonomicznych, profesor SGH. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz programu WEMBA, prowadzonego przez SGH i University of Minnesota. Odbił staże naukowe w Banku Światowym i Europejskim Banku Centralnym. Członek rad nadzorczych spółek prawa handlowego. W przeszłości m. in. przewodniczący Towarzystwa Ekonomistów Polskich, członek Rady Polityki Pieniężnej III kadencji, główny ekonomista TFI Altus, wiceprezes Forum Obywatelskiego Rozwoju (FOR), doradca Prezesa NBP, współpracownik CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych. Laureat nagrody Fundacji Kronenberga, nagrody im. Fryderyka Skarbka Wydziału I Nauk Humanistycznych i Społecznych Polskiej Akademii Nauk oraz nagrody Komitetu Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk.

Streszczenie

Po wybuchu pandemii COVID-19 nastąpiło załamanie aktywności gospodarczej. Doświadczenia z poprzednich pandemii wskazują, że było ono głównie skutkiem ubocznym działań rządów mających na celu ograniczenie kosztów zdrowotnych. W świetle dostępnych prognoz można oceniać, że po odmrożeniu gospodarki dynamika PKB w Polsce nie poprawi się na tyle, żeby straty wywołane zamrożeniem zostały w pełni lub przynajmniej w istotnym stopniu nadrobione. Wstrząs uwidacznia nadwątlenie fundamentów wzrostu polskiej gospodarki przez antyrynkowe działania podejmowane w ostatnich latach. Co gorsza, zaniedbania w polityce zdrowotnej oraz prowadzenie polityki makroekonomicznej poza ramami zapewniającymi jej długookresową stabilność grożą tym, że Polska okaże się silnie wrażliwa na skutki kolejnej fali pandemii – jeśli ta nastąpi - lub innych wstrząsów, w szczególności kryzysów fiskalnych w gospodarkach wschodzących. W takich warunkach, zamiast U-kształtnego odbicia (z krótszym prawym ramieniem), które można dziś uznać za scenariusz bazowy, nastąpiłoby pogłębienie załamania i wzrost ryzyka, że gdy w końcu dojdzie do odbicia, będzie miało ono kształt litery L.

1. Uwagi wstępne

Prognozowanie w warunkach silnego wstrząsu jest obarczone wyjątkowo dużą niepewnością. Rodzi ona pokusę do formułowania alarmistycznych prognoz. Doświadczenia z przeszłych pandemii, w szczególności tych z XX wieku, dla których mamy najwięcej danych, nie dają ku temu podstaw (zob. tabela 1). Najłagodniejsze z nich osłabiały wzrost o mniej niż 1 pkt proc., a najostrzejsza, Hiszpanka, o 6 pkt proc. Miała ona jednak trzy fale zachorowań, które objęły 500 mln ludzi (spośród 1,8 mld wówczas żyjących), i zabiła od 20 do 50 mln osób. Nawet ona jednak nigdzie nie wywołała strat rzędu 20% PKB – nawet tam, gdzie okazała się humanitarną katastrofą, kosztującą życie 3-5 proc. populacji (zob. np. Barro et al., 2020). Historia sugeruje, że jeśli pandemiczne w ogóle mogą doprowadzić do tak głębokich spadków, to co najwyżej w pojedynczych kwartałach, a nie w skali roku, gdyż w następnych kwartałach następuje odbicie aktywności gospodarczej. O jego sile decyduje w dużym stopniu polityka gospodarcza.

Tabela 1. Dynamika PKB na mieszkańca w wybranych krajach w okresach pandemii

Pandemia	Lata	Liczba ofiar	Dane nt. PKB na mieszkańca z	t-1	t	t+1
Czarna Śmierć	1347-1352	75 000 000	Francja	3,0	1,4	0,0
Włoska Zaraza	1623-1632	280 000	Francja	0,0	0,0	1,0
Wielka Zaraza z Sewilli	1647-1652	2 000 000	Francja	0,0	-0,8	0,0
Wielka Zaraza z Londynu	1665-1666	100 000	Francja	1,0	0,5	0,0
Wielka Zaraza z Marsylii	1720-1722	100 000	Francja	1,0	0,7	-1,0
1. Azjatycko-Europejska Cholera	1816-1826	100 000	Francja, Holandia, USA, Włochy, UK	1,2	0,3	1,7
2. Azjatycko-Europejska Cholera	1829-1851	100 000	j.w.	-0,1	0,8	2,3
Rosyjska Pandemia Cholery	1852-1860	1 000 000	j.w. plus Hiszpania, Niemcy, Polska	1,4	1,4	-1,8
Światowa Pandemia Grypy	1889-1890	1 000 000	j.w. plus Japonia	0,5	1,4	0,0
Szósta Pandemia Cholery	1899-1923	800 000				
Pandemia zapalenia mózgu	1915-1926	1 500 000	Okres obejmujący pierwszą wojnę światową			
Grypa hiszpanka	1918-1920	50 000 000				
Grypa azjatycka	1957-1958	2 000 000	j.w.	3,8	2,7	3,7
Grypa Hongkong	1968-1969	1 000 000	j.w.	3,8	5,2	3,5
Grypa A/H1N1	2009-2009	203 000	Okres obejmujący globalny kryzys finansowy			

Źródło: baza danych Maddisona

Celem tego opracowania jest nakreślenie możliwych scenariuszy odbicia wzrostu polskiej gospodarki po pandemii. Teoretycznie możliwe są następujące ścieżki PKB po dowolnym wstrząsie:

- (1) Wzrost PKB nie przyspiesza w porównaniu do prognoz sprzed wstrząsu; w efekcie, gospodarka w ogóle nie nadrabia strat w poziomie PKB wywołanych wstrząsem;
- (2) Wzrost PKB przejściowo przyspiesza w porównaniu do prognoz sprzed wstrząsu; 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, przy czym przyspieszenie jest wystarczająco silne lub długotrwałe, żeby gospodarka w pełni nadrobiła straty w poziomie PKB wywołane wstrząsem.

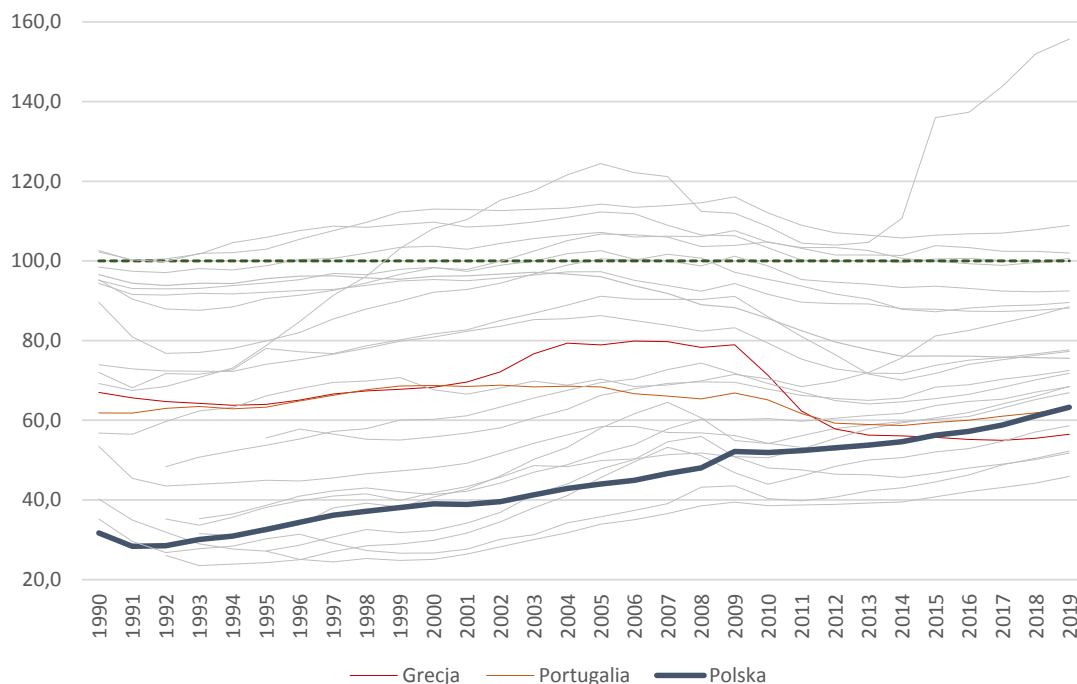
Odbicie, które charakteryzuje pierwsza ścieżka PKB, bywa określane jako L-kształtne. Relacja PKB po wstrząsie do jego ścieżki oczekiwanej przed wstrząsem, jak również wiele wielkości makroekonomicznych, w szczególności odsetek zatrudnionych lub stopa inwestycji, od których zależy poziom PKB, przyjmują bowiem kształt litery L. Po ostrym załamaniu pozostają na obniżonym poziomie (w porównaniu do oczekiwań sprzed wstrząsu). W skrajnym przypadku L-kształtnego odbicia, obniżyć może się nie tylko poziom PKB, ale i tempo jego wzrostu. W takim przypadku straty dla poziomu PKB wywołane początkowym załamaniem są pogłębiane w następnych okresach na skutek trwale niższej dynamiki PKB. Można wtedy powiedzieć, że litera L obrazująca relację PKB po wstrząsie do wcześniej oczekiwanej ścieżki PKB ma opadającą stopę.

Odbicie, które charakteryzuje trzecia ścieżka PKB, bywa określane jako V-kształtne, jeśli jest odpowiednio silne. Im jest ono słabsze, tym bardziej relacja PKB po wstrząsie do jego ścieżki oczekiwanej przed wstrząsem przypomina kształt litery U.

Odbicie, które charakteryzuje druga ścieżka PKB, mieści się między dwoma wcześniej opisanymi. Bywa określane jako U-kształtne, jakkolwiek z krótszym prawym ramieniem, jeśli charakteryzuje go ścieżka PKB bardziej zbliżona do trzeciej niż do pierwszej.

Nasz kraj ma szczególne powody, aby „zrobić, co się tylko da”, żeby odbicie po pandemii było zbliżone do V-kształtnego. Wciąż należy on do najbiedniejszych w Unii Europejskiej, pomimo znaczącego zawężenia luki rozwojowej wobec Niemiec po 1990 roku (zob. wykres 1). Niska stopa oszczędności wskazuje zaś na niezaspokojone aspiracje konsumpcyjne polskiego społeczeństwa. Ani wciąż istotna różnica w poziomie dochodu na mieszkańca, ani te aspiracje nie gwarantują jednak dalszej konwergencji. Ostrzeżeniem powinny być dla nas doświadczenia takich krajów, jak Grecja i Portugalia. Oba te kraje mają niższy PKB na mieszkańca niż Polska, a od Niemiec dzieli je większy dystans pod tym względem niż przed trzema dekadami (zob. wykres 1). Przykład Grecji i Portugalii pokazuje, że członkostwo w Unii Europejskiej nie zabezpiecza przed popełnianiem poważnych błędów w polityce gospodarczej i choć łagodzi ich koszty, to ich nie eliminuje.

Wykres 1. PKB na mieszkańca (z uwzględnieniem parytetu siły nabywczej) w krajach Unii Europejskiej w latach 1990-2019 (Niemcy = 100)



Źródło: MFW

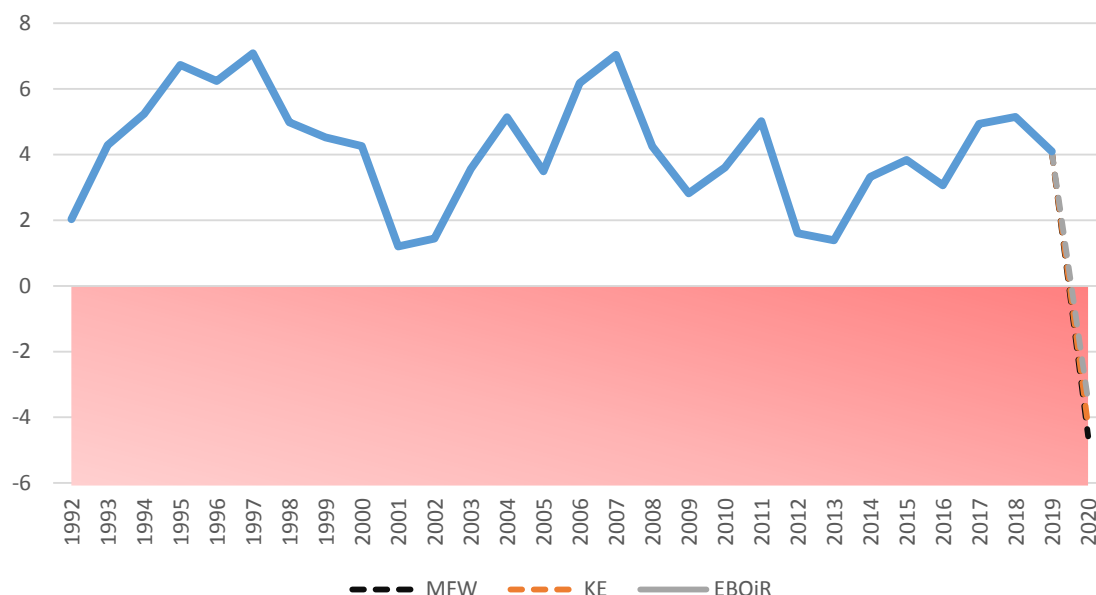
Dalsza część tego opracowania składa się z czterech punktów o numerach od drugiego do piątego.

- W punkcie drugim opisuję czynniki, które powinny ograniczać spadek dynamiki PKB w Polsce w reakcji na wstrząs spowodowany przez częściowe zamknięcie gospodarki w reakcji na pandemię COVID-19.
- W punkcie trzecim przedstawiam przygotowane przez międzynarodowe organizacje prognozy tegorocznego spadku dynamiki PKB w naszym kraju pod wpływem wstrząsu oraz późniejszego odbicia. Następnie dokonuję oceny tych prognoz.
- W punkcie czwartym wskazuję wybrane czynniki ryzyka, których materializacja skutkowałaby obniżeniem dynamiki PKB w Polsce w porównaniu do przewidywań organizacji międzynarodowych.
- Punkt piąty stanowi podsumowanie.

2. Czynniki ograniczające spadek dynamiki PKB w Polsce pod wpływem wstrząsu

Wzrost PKB w Polsce po 1990 roku był szybszy niż w pozostałych krajach posocjalistycznych, w dużym stopniu dlatego, że polska gospodarka wyróżniała się stabilnością. Żadnemu z cyklicznych spowolnień w naszym kraju nie towarzyszył spadek PKB. Polska gospodarka jako jedyna w UE nie skurczyła się po kryzysie azjatyckim, rosyjskim, dotcomów, a nawet podczas globalnego kryzysu finansowego i kryzysu zadłużeniowego w peryferyjnych krajach strefy euro (zob. wykres 2).

Wykres 2. Tempo wzrostu polskiej gospodarki w latach 1992-2019 i jego prognozy międzynarodowych organizacji na 2020 rok (w %)



Źródło: EBOiR, Komisja Europejska, MFW

Na silny związek między wynikami gospodarczymi w dłuższym okresie a stabilnością gospodarki wskazują nowsze badania nad wzrostem gospodarczym (Balcerowicz i Rzońca, 2015). Wynika z nich, że wysoki poziom dochodu na mieszkańca w krajach Zachodu wziął się w duży stop-

niu stąd, że tam, znacznie skuteczniej niż w innych regionach świata, dbano o stabilność wzrostu gospodarczego. Mimo że przeciętny wzrost na Zachodzie w okresie dobrej koniunktury był wolniejszy niż gdzie indziej, to różnicę tę z nadstatkiem kompensowały krajom Zachodu dużo rzadsze i płytsze recesje. Po drugiej wojnie światowej zdarzały się one tam rzadziej niż co 8 lat i skutkowały spadkiem PKB o nieco ponad 2 procent, podczas gdy inne kraje tkwiły w nich raz na trzy-pięć lat, a ich gospodarki kurczyły się o 4-5 procent w każdym roku recesji (Broadberry i Wallis, 2017; zob. tabelę 2).

Tabela 2. Przeciętna dynamika PKB na mieszkańca w okresach wzrostu i kurczenia się gospodarki w krajach o określonym poziomie rozwoju w latach 1950-2011

PKB na mieszkańca w 2000	Przeciętna dynamika w okresach wzrostu	Przeciętna dynamika w okresach spadku	Częstotliwość kurczenia się gospodarki
Ponad 20 tys. USD	3,85	-2,22	0,12
10 do 20 tys. USD	4,85	-4,25	0,20
5 do 10 tys. USD	5,15	-4,89	0,22
2 do 5 tys. USD	4,72	-4,29	0,28
Mniej niż 2 tys. USD	3,99	-4,32	0,38

Źródło: Broadberry i Wallis (2017)

W świetle tych badań można by oczekiwać, że ewentualne koszty dla poziomu PKB w stanie ustalonym wywołane pandemią powinny być tym mniejsze, im bardziej ograniczony będzie początkowy spadek dynamiki PKB.

Spadek ten jest nieunikniony w sytuacji „mrożenia” gospodarki. Z analizy skali tego spadku w czasie poprzednich pandemii oraz porównania jej do bieżących danych i prognoz na ten rok można wysnuć wniosek, że w niewielkim stopniu wynika on ze skutków zdrowotnych pandemii, a jest przede wszystkim właśnie efektem ubocznym przeciwdziałania im przez rządy, które uniemożliwiają prowadzenie części działalności gospodarczej, podwyższają jej koszty oraz przyczyniają się do zwiększenia absencji w pracy. Z symulacji przeprowadzonych na podstawie tych danych wynika, że innym istotnym, ale kilkukrotnie słabszym źródłem spadku PKB są zmiany w zachowaniach konsumpcyjnych ludzi usiłujących ograniczyć ryzyko zarażenia (zob. np. Keogh-Brown et al., 2010).

Wstrząsu o takiej naturze gospodarka nie jest w stanie w pełni zneutralizować. Jednocześnie, przy silnych powiązaniach handlowych między gospodarkami, odczuwają go także te kraje, w których obostrzenia mające na celu wyplaszczenie krzywej epidemicznej są mniej restrykcyjne. Potwierdzają to badania dla USA, z których wynika, że we wszystkich stanach nastąpiło załamanie aktywności gospodarczej – niezależnie od tego kiedy i jak szeroko zamrażały one aktywność gospodarczą na swoim terenie (zob. np. Montenovo et al., 2020).

Niemniej, choć wszędzie mrożenie gospodarki przez rządy i zmiany zachowań konsumpcyjnych wywołają spadek dynamiki PKB, to nie wszędzie będzie on równie głęboki. W części krajów pierwotny wstrząs może zostać wzmocniony. Jednak polska gospodarka ma cechy, dzięki którym nie powinna znaleźć się w tej grupie. Po pierwsze, nie jest 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 odgrywa w niej dużej roli. Po drugie, Polska więcej importuje surowców energetycznych niż eksportuje, dzięki czemu załamanie ich cen może 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 spadek popytu zewnętrznego. Po czwarte, nasz kraj ma 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 walucie. Dodatkowo przed takim osłabieniem zabezpiecza nas to, że jeśli polskie firmy mają zobowiązania w walutach obcych, to w zasadniczej części są to zobowiązania wobec ich zagranicznych (współ) właścicieli. 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. Po szóste, deficyt w finansach publicznych (0,7% PKB) i inflacja (2,3%) w roku poprzedzającym wybuch pandemii były u nas wyraźnie niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących (odpowiednio: 4,7% PKB i 5,0%), jakkolwiek wyższe od średniej w Unii Europejskiej. Mimo, że w okresie dobrej koniunktury na świecie w Polsce nie zadbano o odpowiednią przestrzeń w polityce makroekonomicznej, to i tak pole manewru w niej jest znacząco szersze, a ryzyko destabilizacji na tę chwilę dużo mniejsze niż w większości gospodarek wschodzących. Muszę jednak od razu zaznaczyć, że ocena tego ryzyka będzie się zmieniać wraz z realizacją planów stymulacji fiskalnej. Szerzej odnoszę się do tego problemu w następujących dwóch punktach.

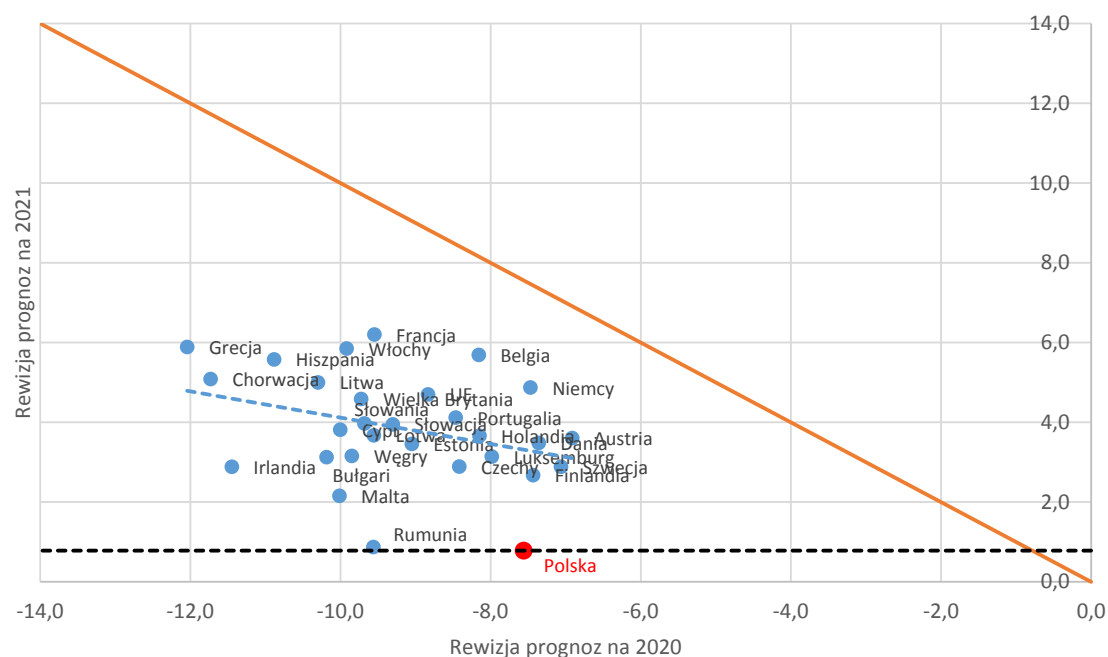
Dwa czynniki powinny ograniczać głębokość spadku dynamiki PKB w Polsce w porównaniu do krajów Unii Europejskiej. Po pierwsze, polscy przedsiębiorcy i menedżerowie mają dużą zdolność do adaptacji. Wynieśli ją bądź ze schyłkowych lat socjalizmu, które były permanentnym kryzysem, bądź z okresu transformacji, w którym niemal wszystko w państwie musiało się zmienić. Po drugie, koszty zdrowotne w naszym kraju powinny być mniejsze niż przeciętnie w UE. Polskie społeczeństwo, mimo że szybko się starzeje, wciąż jest relatywnie młode. Poza tym, mieszka w mniejszych skupiskach; blisko połowa Polaków mieszka na terenach wiejskich (według definicji OECD), co jest szóstym najwyższym odsetkiem w krajach OECD. Mniej też podróżujemy po świecie. Liczba przelotów jest u nas mniejsza nawet niż w Austrii, która ma cztery razy mniej mieszkańców (oczywiście, znaczenie tego czynniki teraz wygasa, ale wraz z ponownym otwarciem granic jego waga powróci). Wreszcie, samo dyscyplinująco działająca na polskie społeczeństwo świadomość, że w przypadku zachorowania nie można specjalnie liczyć na pomoc państwa (państwowej służby zdrowia).

2. Prognozy makroekonomiczne międzynarodowych organizacji

Prognozy międzynarodowych organizacji potwierdzają, że skala spadku dynamiki PKB wywołanego wybuchem pandemii powinna być w Polsce bardziej ograniczona niż w większości krajów UE. Na tle gospodarek wschodzących ocena ta nie wypada równie korzystnie. Jednocześnie prognozy te wskazują, że odbicie w naszym kraju 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, że 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.

Wykres 3. Skala rewizji prognoz dynamiki PKB na 2020 i 2021 r. po wybuchu pandemii COVID-19 (w pkt proc.)

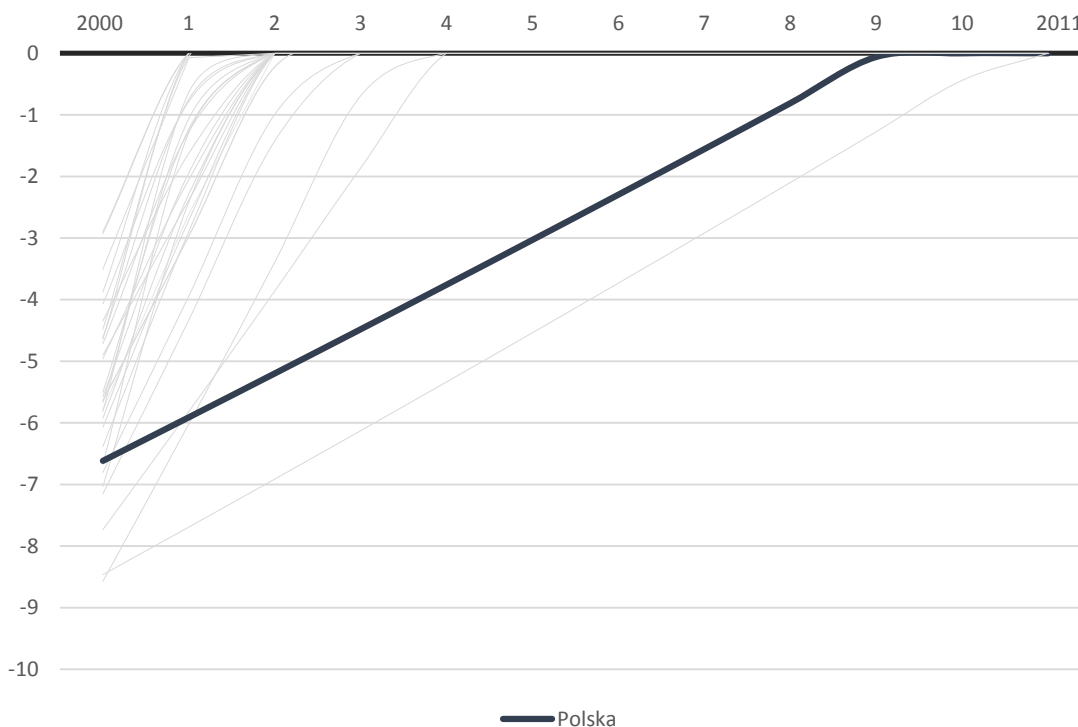


Źródło: KE

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% 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. Długość tego okresu wskazuje na poważne ryzyko, że nie da się uniknąć tych strat. W świetle prognoz MFW ryzyko to jest większe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących. Mimo że skala spadku dynamiki PKB w br. w porównaniu do wcześniejszych prognoz ma być tam płytsza (i wynieść 5,6 pkt proc.), to odbicie ma być nieco silniejsze (prognozy na 2021 zrewidowano w górę o 1,8 pkt proc.). W efekcie, choć poziom PKB w 2021 roku ma być niższy niż przewidywano jesienią ub. roku (o 3,7%), to strata ta ma być prawie dwa razy mniejsza niż u nas. Zarazem, mogłaby być niemal w pełni nadrobiona, gdyby podwyższony wzrost utrzymał się w dwóch następnych latach.

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 6. 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 (zob. wykres 3). W rezultacie, poziom PKB

Wykres 4. Okres, po którym dany kraj nadrobiłby stratę w poziomie PKB z 2020 r., gdyby wzrost w kolejnych latach przyspieszył tak, jak przewiduje się na 2021 r. (w latach)



Źródło: KE

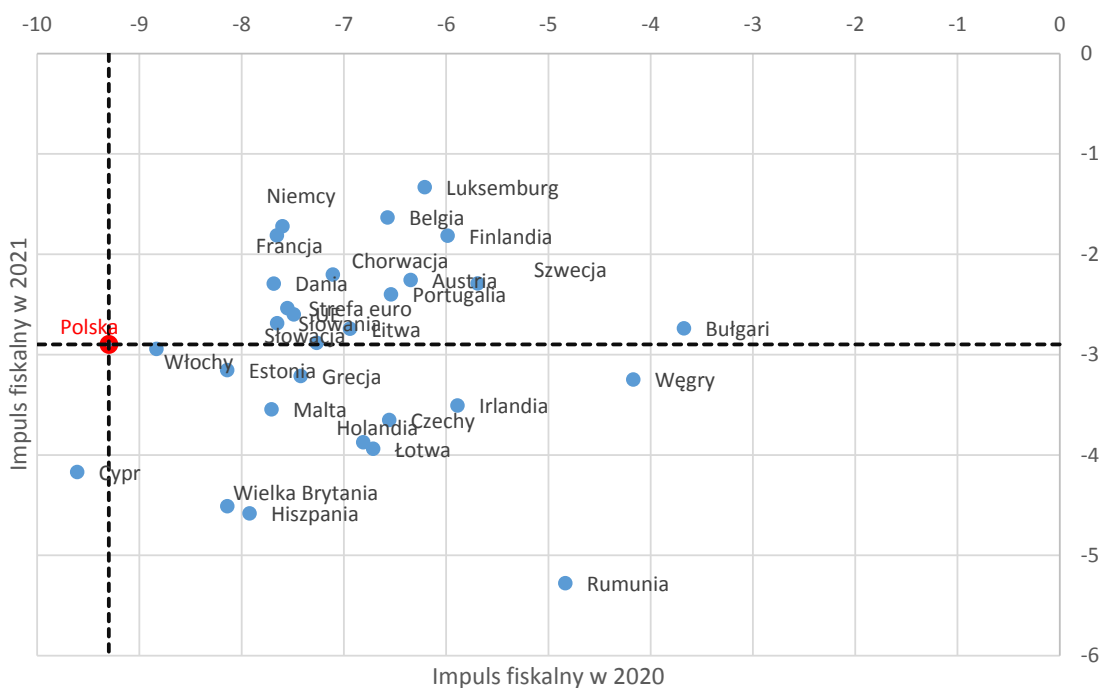
w przyszłym roku ma być o 6,6% mniejszy niż prognozowano jesienią. Tylko w 7 krajach UE strata ta ma być głębsza. Przeciętnie w UE ma wynieść ona 4,5%. Jedynie w jednym kraju, Rumunii, horyzont jej nadrobienia przy utrzymaniu tempa wzrostu podwyższonego w podobnej skali co w przyszłym roku byłby tak odległy jak w Polsce. U nas miałby on wynieść 10 lat, a w Rumunii 11 lat (zob. wykres 4). Przeciętnie w UE wystarczyłby do tego trochę ponad rok.

Nie da się powiązać głębszych strat dla poziomu PKB w Polsce niż w gospodarkach wschodzących i Unii Europejskiej 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 progностycznymi (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. W br. tylko w jednym kraju, na Cyprze, będzie on większy niż u nas (zob. wykres 5). Jeśli zaś brać średnią z dwóch lat, silniejszy będzie jedynie w dwóch krajach, na Cyprze i w Hiszpanii. Silniejsze pogorszenie stanu finansów publicznych w Polsce niż gdzie indziej w UE nie jest przy tym wynikiem

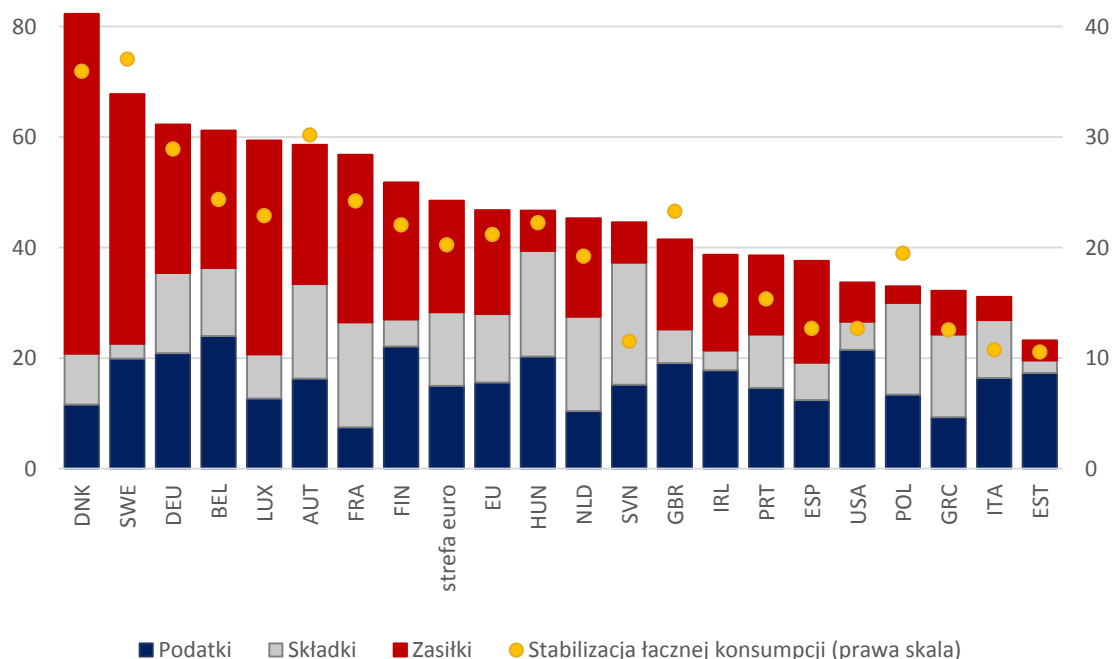
Wykres 5. Impuls fiskalny w 2020 i 2021 r. w krajach UE (w % PKB)



Źródło: KE

działania automatycznych stabilizatorów, co dawałoby nadzieję na „wyrośnięcie” z nierównowagi fiskalnej wraz z poprawą koniunktury. U nas są one słabsze (zob. wykres 6), a zarazem ich wpływ na finanse publiczne będzie ograniczony przez wspomniany płytszy spadek dynamiki PKB.

Wykres 6. Siła automatycznej stabilizacji dochodu i konsumpcji po wstrząsie w krajach europejskich, USA, w strefie euro i UE (w ocenie MFW/ w % pierwotnego wstrząsu)



Źródło: MFW (2020), *Fiscal Monitor*, Washington DC: IMF

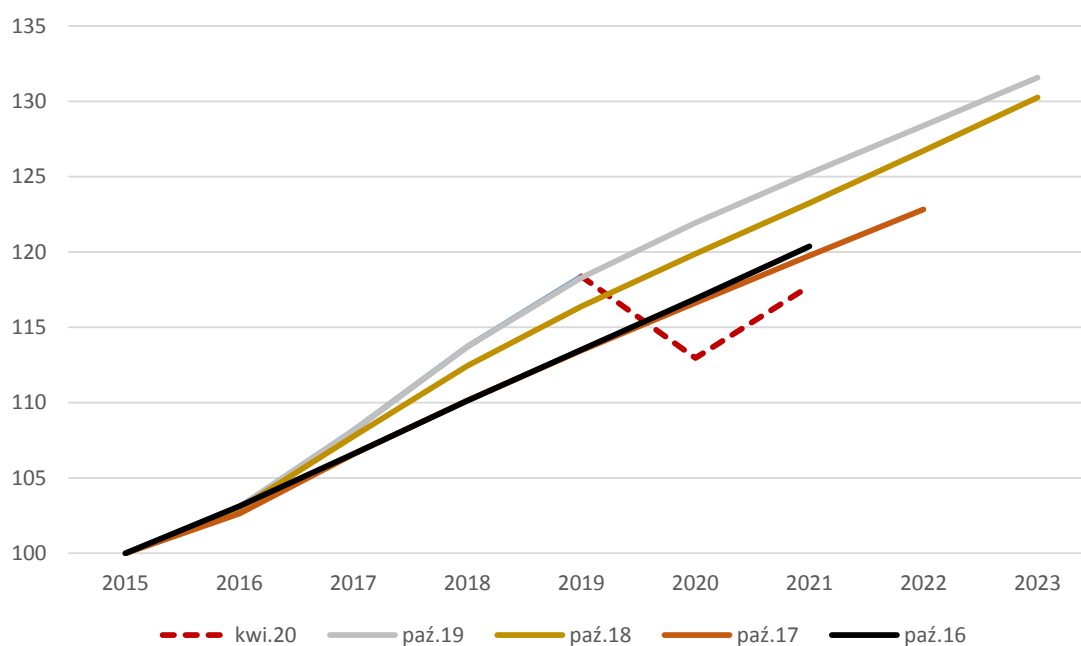
Skądinąd można powątpiewać w szansę na keynesowską reakcję na impuls w sytuacji, w której załamanie koniunktury zostało zapoczątkowane przez wstrząs o naturze podażowej. Wydatki z budżetu nie są zdolne wyciągnąć ludzi z domu na zakupy, do restauracji, kin czy teatrów, jeśli powstrzymują ich przed tym obawy o zdrowie (własne lub rodziny) lub zakazy administracyjne. Nie są też w stanie przywrócić aktywności gospodarczej zatrzymanej lub ograniczonej przez zakazy i nakazy rządu – nie tylko w naszym kraju, ale i u naszych partnerów handlowych. Sektor eksportowy ucierpiał najpierw na zamrożeniu prowincji Hubei w Chinach (głównie poprzez powiązania z gospodarką niemiecką). Teraz cierpi przede wszystkim z powodu zamrożenia gospodarek europejskich. Natomiast za kwartał uderzą w niego z całą mocą skutki zamrożenia większości stanów USA. Budżet nie jest w stanie ani wygenerować popytu na dobra wytwarzane przez ten sektor, ani zastąpić go w stymulowaniu popytu na dobra oferowane przez resztę gospodarki.

Sektor ten sprzedaje dobra, które albo są dalej przetwarzane za granicą (i z tego wynika ich wartość), albo trafiają na tyle rynków (lub o takich rozmiarach), że przy nich skala krajowego rynku jest nieporównywalnie mała. Zarazem sektor ten zapewnia popyt na dużą część usług wytwarzanych w kraju lub dochody, z których są finansowane zakupy innych dóbr. Budżet krajowy nie jest zdolny przejąć tej roli, zarówno ze względu na duże rozmiary tego sektora (i liczne powiązania z innymi sektorami), jak i to, że jego wydatki powiększają łączny popyt, podczas gdy wydatki publiczne są finansowane z podatków lub długu, a w efekcie głównie zastępują inne wydatki.

Przewidywana słabość odbicia w Polsce ujawnia nadwątlenie potencjału polskiej gospodarki w poprzednich latach. Obniżono wiek emerytalny – w przypadku kobiet do najniższego poziomu w UE. Zwiększono zakres własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw (przez nacjonalizacje zwłaszcza banków, ale też energetyki węglowej). Skrajnie upartyjniono firmy kontrolowane przez Skarb Państwa. Uchwalano nowe podatki i komplikowano istniejące. Wprowadzono szczodre zasiłki bez wymogu pracy. Regulacyjne tsunami ograniczyło konkurencję i zwiększyło niestabilność prawa – już wcześniej wysoką. Upolityczniono wymiar sprawiedliwości – zwłaszcza prokuraturę. Systematycznie zawężano kompetencje samorządów. W następstwie centralizacji władzy nasilił się problem korupcji.

Przez długi czas polska gospodarka wykazywała zaskakującą odporność na te anty-reformy. Organizacje międzynarodowe musiały niemal co roku przyznawać, że ich przewidywania odnośnie do ścieżki PKB w Polsce były zbyt pesymistyczne. Ale „długi okres”, w którym ujawniają się

Wykres 7. Ścieżka PKB w Polsce w latach 2015-2023 w kolejnych prognozach MFW (2015 rok = 100)

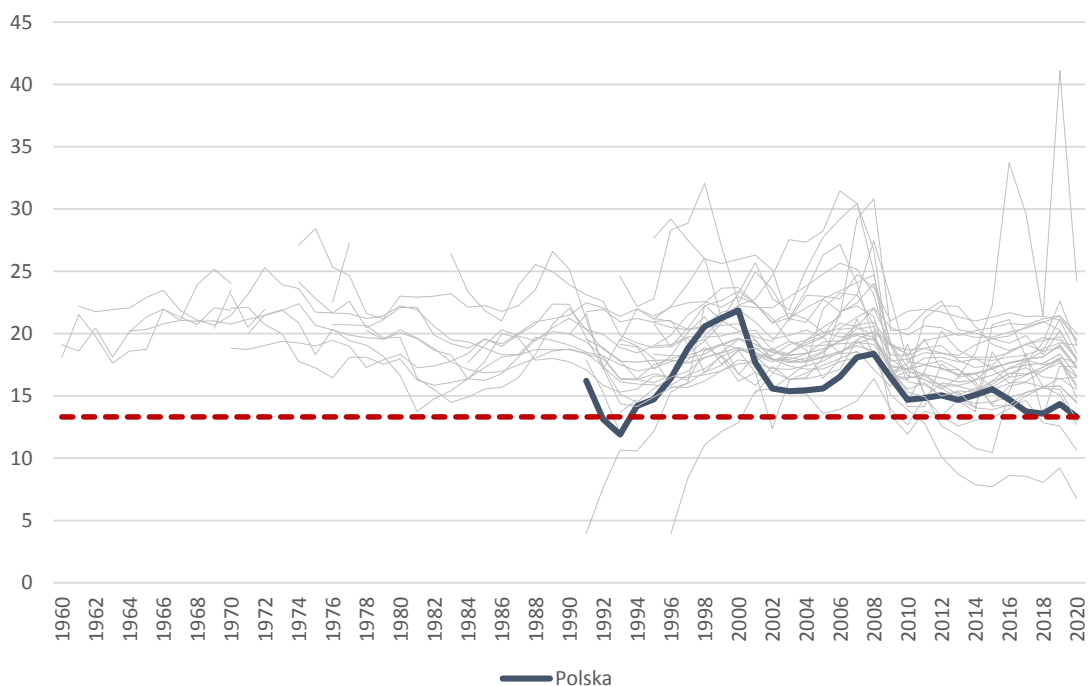


Źródło: MFW

skutki podmywania fundamentów wzrostu w końcu nadszedł. Poziom PKB po przyszlatorocznym odbiciu ma być wyraźnie niższy niż przewidywano w najbardziej pesymistycznych prognozach z ostatnich 4 lat (zob. wykres 7). Ujawnienie się z opóźnieniem negatywnych skutków działań nadwątlających potencjał gospodarki – dopiero po wstrząsie – jest zbieżne z wynikami badań dla innych krajów (zob. np. Ljungqvist and Sargent, 2008).

Tym razem oceny międzynarodowych organizacji raczej nie okażą się nadmiernie pesymistyczne. Udział prywatnych inwestycji w PKB, który w ostatnich latach niemal stale, pomimo dobrej koniunktury, się obniżał, ma w 2020 roku spaść do poziomu, który przed globalnym kryzysem finansowym nigdy nie wystąpił w krajach „starej” UE – w ani jednym kraju, w ani jednym roku (zob. wykres 8). Przy tak niskich inwestycjach prywatnych polska gospodarka nie ma szans na V-kształtne odbicie, zwłaszcza, że na jej wzroście coraz poważniej będzie ważyć kurczenie się populacji w wieku produkcyjnym w następstwie starzenia się polskiego społeczeństwa. Żeby mogły pojawić się na nie szanse, musiałaby nastąpić radykalna zmiana w polityce gospodarczej. Powinna ona zostać nakierowana na wzmacnianie potencjału wzrostu. Sprzyjałoby temu np. radykalne uproszczenie podatków, zatrzymanie nadprodukcji prawa, prywatyzację, przywrócenie niezależności wymiarowi sprawiedliwości. Samo ogłoszenie planów działań, które wzmacniałyby bodźce do pracy, oszczędzania, inwestowania i wprowadzania innowacji, sprzyjałoby zwiększeniu zaufania inwestorów do polskiej gospodarki. Wkrótce może ona bardzo go potrzebować. Piszę o tym w następnym punkcie.

Wykres 8. Udział inwestycji prywatnych w PKB w krajach UE w latach 1960-2020 (w %)



Źródło: KE

4. Wybrane czynniki ryzyka

Zarządzanie kryzysowe w odpowiedzi na pandemię jest w naszym kraju prowadzone tak, jakby miały już nie wystąpić żadne wstrząsy. Nie chodzi wyłącznie o wspomniane wcześniej zaniedbania w polityce zdrowotnej (takie jak niezbudowanie zdolności do masowego testowania i niezapewnienie drożności ochrony zdrowia), których nie naprawiono, mimo że od rozprzestrzenienia się wirusa po Europie minęły już 3 miesiące. Podobna krótkowzroczność (lub nieudolność) dotyczy polityki makroekonomicznej.

Wbrew powszechnym opiniom na tę chwilę przewidywane koszty gospodarcze pandemii nie przewyższają kosztów globalnego kryzysu finansowego z lat 2008-2009 prognozowanych na podobnym etapie ich materializacji. Jakkolwiek miały być one wówczas bardziej rozłożone

Wykres 9. Skala rewizji prognoz poziomu PKB w t+1 po wybuchu globalnego kryzysu oraz pandemii COVID-19 (w %)

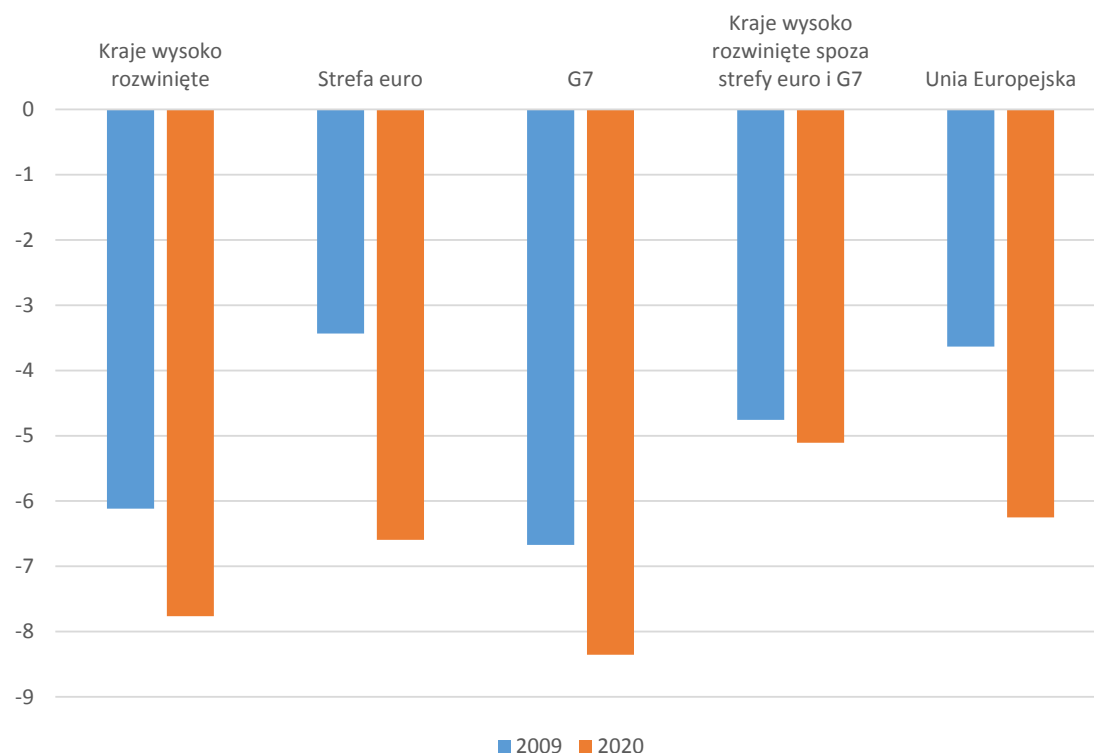


Źródło: MFW

w czasie, to spodziewano się, że przez swoją uporczywość będą one w sumie większe. W kwietniu 2009 roku MFW zrewidował w dół swoje prognozy wzrostu światowej gospodarki z października 2008 roku na lata 2009-2010, odpowiednio, o 4,3 i 2,3 pkt proc. Teraz obniżył je o 6,4 pkt proc. na 2020 rok, ale podniósł o 2,2 pkt proc. na 2021 rok. W efekcie, o ile poprzednio globalny PKB dwa lata po wstrząsie miał być o 6,4% mniejszy niż wcześniej przewidywano, o tyle teraz skala jego spadku (w porównaniu do poprzednich prognoz) ma być o jedną trzecią płytsza i wynieść 4,2% (wykres 9).

Tymczasem, przewidywany impuls fiskalny, jeżeli różni się od tego z okresu globalnego kryzysu finansowego, to raczej jest silniejszy niż słabszy. Odpowiednie porównanie jest możliwe tylko dla Unii Europejskiej lub innych gospodarek wysoko rozwiniętych i jedynie dla 2009 roku (prognozy zmiennych fiskalnych przedstawione przez MFW w październiku 2008 roku nie obejmowały gospodarek wschodzących i dotyczyły wyłącznie nadchodzącego roku). O ile w 2009 roku impuls fiskalny miał wynieść 3,6% PKB, o tyle teraz można go ocenić na 4,1% PKB (zaś na podstawie prognoz KE nawet na 7,5% PKB). Także w przypadku innych gospodarek wysoko rozwiniętych ma być on silniejszy niż wówczas (zob. wykres 10).

Wykres 10. Impuls fiskalny w 2009 i 2020 r. w wybranych regionach gospodarki światowej (w % PKB)

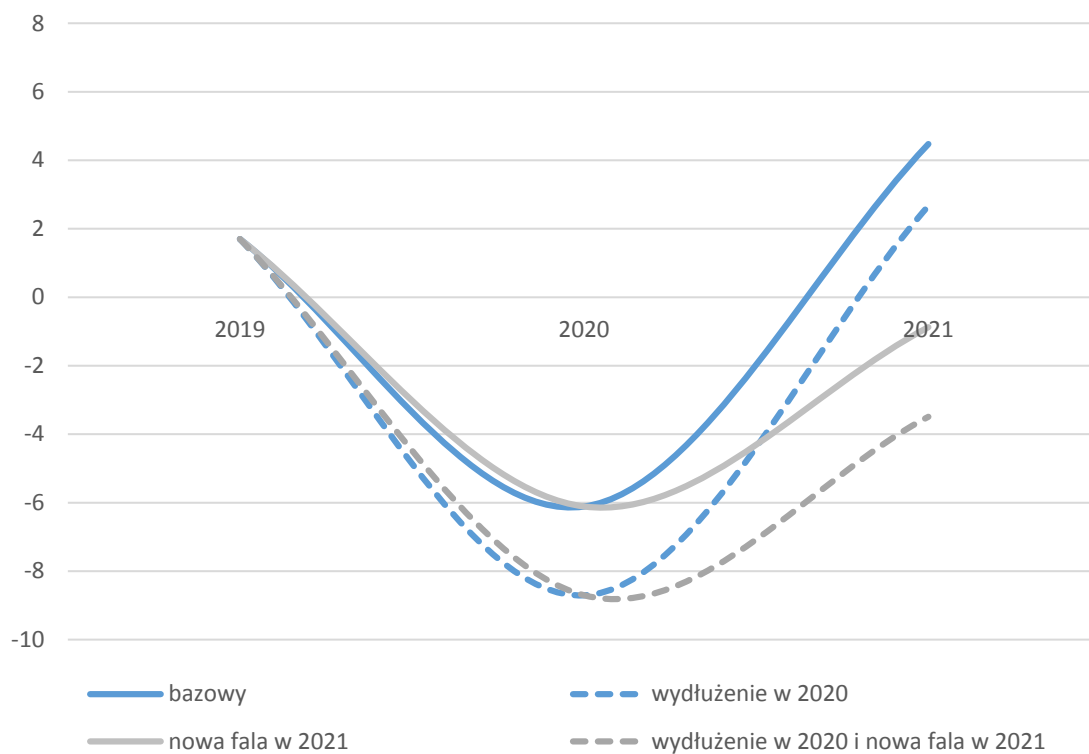


Źródło: MFW

Oczywiście, na tę chwilę MFW przyjmuje, że w następnym roku deficyt, mimo że pozostanie wyższy niż prognozowano jesienią ub. roku, będzie znacząco zredukowany w stosunku do br., podczas gdy według prognoz z kwietnia 2009 roku stan finansów publicznych miał się dalej pogarszać w kolejnym roku. Niemniej owo ograniczenie nierównowagi fiskalnej przewidywane na przyszły rok krytycznie zależy od tego, czy spadek aktywności gospodarczej w następstwie pandemii rzeczywiście będzie krótkotrwały. Jeżeli po pierwotnym wstrząsie wystąpią kolejne, to nierównowaga fiskalna w 2021 roku albo w ogóle nie spadnie, albo nie zmniejszy się w spodziewanej skali.

Wystąpienie takich wstrząsów jest prawdopodobne. W szczególności można spodziewać się następnej fali zachorowań, która z kolei może stać się zarzewiem innych wstrząsów. Mrożenie gospodarki wypląszczyło krzywą epidemiczną. To zmniejszyło liczbę zgonów. Ale skutkiem ubocznym ograniczenia liczby zachorowań jest zmniejszenie liczby ozdowieńców. Im mniejsza zaś jest ta liczba, tym większe jest ryzyko kolejnej fali epidemii. Odwrotność odsetka populacji, który nie przebył choroby, wyznacza minimalny wskaźnik zachorowań wystarczający do jej wywołania (Pindyck, 2020).

Wykres 11. Dynamika PKB w krajach wysoko rozwiniętych w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii

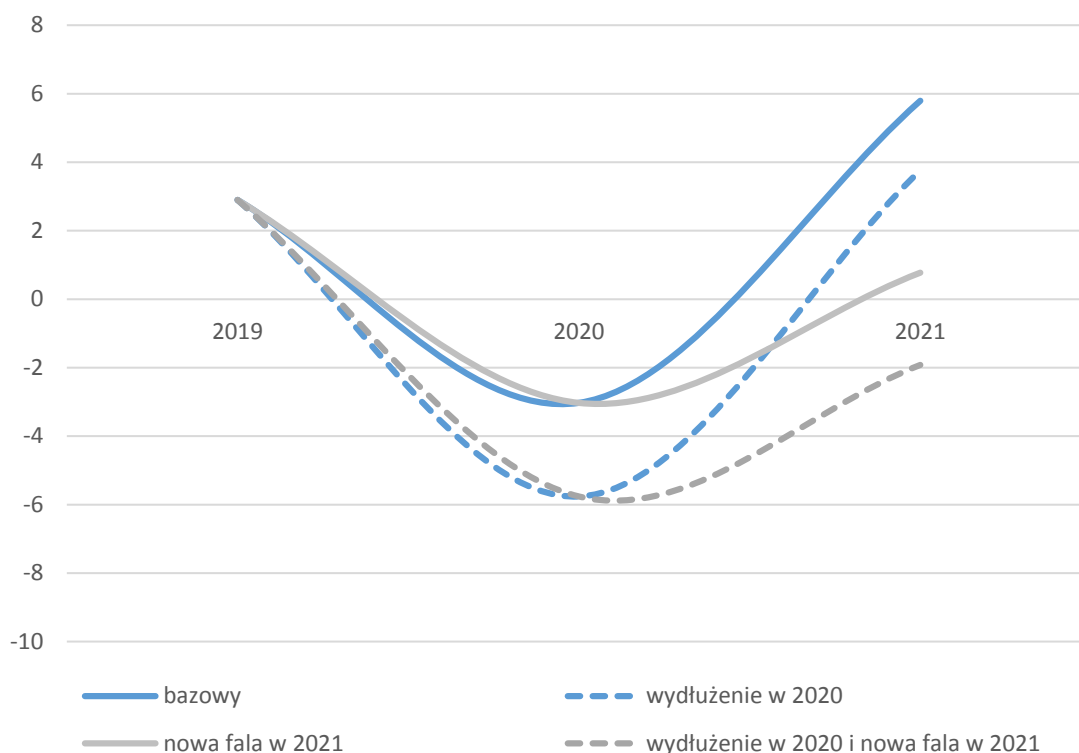


Źródło: MFW

Na bazie symulacji przeprowadzonych w MFW (2020b) można oceniać, że jeżeli pojawi się nowa fala zachorowań, to w krajach wysoko rozwiniętych recesja przedłuży się na przyszły rok (zob. wykres 11). Kraje te są głównymi partnerami handlowymi Polski, a sektor eksportowy napędza wzrost polskiej gospodarki. Krajowa wartość dodana wytworzona na zaspokojenie popytu zewnętrznego odpowiadała w ostatnich dziesięciu latach za ponad dwie trzecie wzrostu PKB w naszym kraju. Ubiegły rok był pierwszym, w którym ten wkład spadł poniżej połowy, co jednak natychmiast obniżyło dynamikę PKB (EY, 2020).

Gdyby jednocześnie obecna fala zachorowań rozciągnęła się na trzeci kwartał, to spadek PKB w przyszłym roku dotyczyłby całej gospodarki światowej (zob. wykres 12). W takim scenariuszu dług publiczny w krajach wysoko rozwiniętych przekroczyłby w przyszłym roku 135% PKB, tj. poziom, który przed pandemią występował we Włoszech, które od lat uginają się pod jego ciężarem (zob. wykres 13). Skądinąd, i bez kolejnej fali zachorowań dług publiczny w wielu z tych krajów osiągnie poziom najwyższe w historii. Dotyczy to w szczególności najważniejszej gospodarki na świecie, tj. Stanów Zjednoczonych. Na koniec br. dług publiczny będzie tam wyższy niż po zakończeniu drugiej wojny światowej (zob. wykres 14). Jeżeli rządy w krajach wysoko

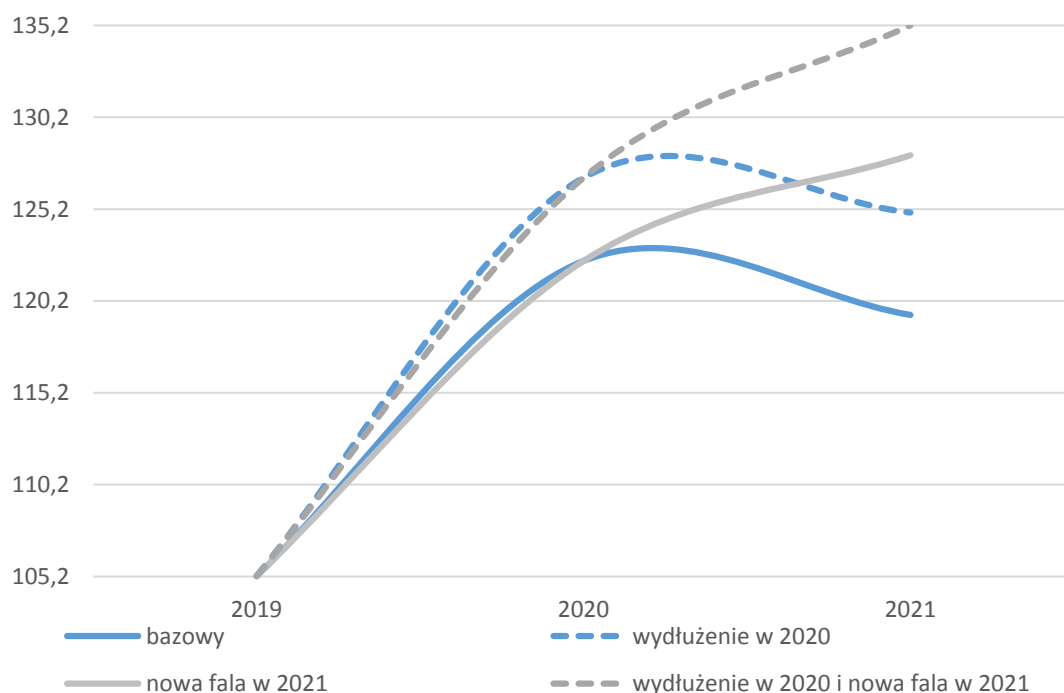
Wykres 12. Dynamika PKB w gospodarce światowej w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii



Źródło: MFW

rozwiniętych będą tak dużo pożyczać, to wzrośnie ryzyko, że wypchną z rynku wiele słabszych krajów. Kryzysy fiskalne, które na razie objęły tylko część krajów o niskim poziomie dochodu na mieszkańca, mogą rozlać się na bardziej rozwinięte gospodarki wschodzące.

Wykres 13. Dług publiczny w krajach rozwiniętych w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii (w % PKB)



Źródło: MFW

Doświadczenia z okresu po globalnym kryzysie finansowym uczą, że za brak pola manewru w finansach publicznych przychodzi droga zapłacić. Z piątki krajów UE, które na ten kryzys odpowiedziały najbardziej agresywną stymulacją fiskalną, wszystkie odnotowały gorsze wyniki gospodarcze po 2009 roku od średniej dla UE. Grecja, która usiłowała podtrzymać aktywność gospodarczą po kryzysie z lat 2007-2008 dużymi dodatkowymi wydatkami z budżetu, mimo że po beztroskiej konsumpcji w tłustych latach nie było jej na to stać, pociągnęła za sobą pozostałą czwórkę. Stały się one bezbronne wobec skutków obaw przed jej niewypłacalnością. Z kolei z piątki krajów starej UE, które zachowały umiar w fiskalnym pobudzaniu gospodarki w czasie tamtego kryzysu lub nawet wzmocniły wówczas swoje finanse publiczne, tylko Włochy rozwijały się po 2009 roku wolniej niż przeciętnie UE, a pozostałe kraje szybciej od tej średniej. Jednocześnie wyniki gospodarcze Włoch były mniej złe niż czwórki krajów, w których stymulacja fiskalna była najsilniejsza (zob. wykres 15 i 16).

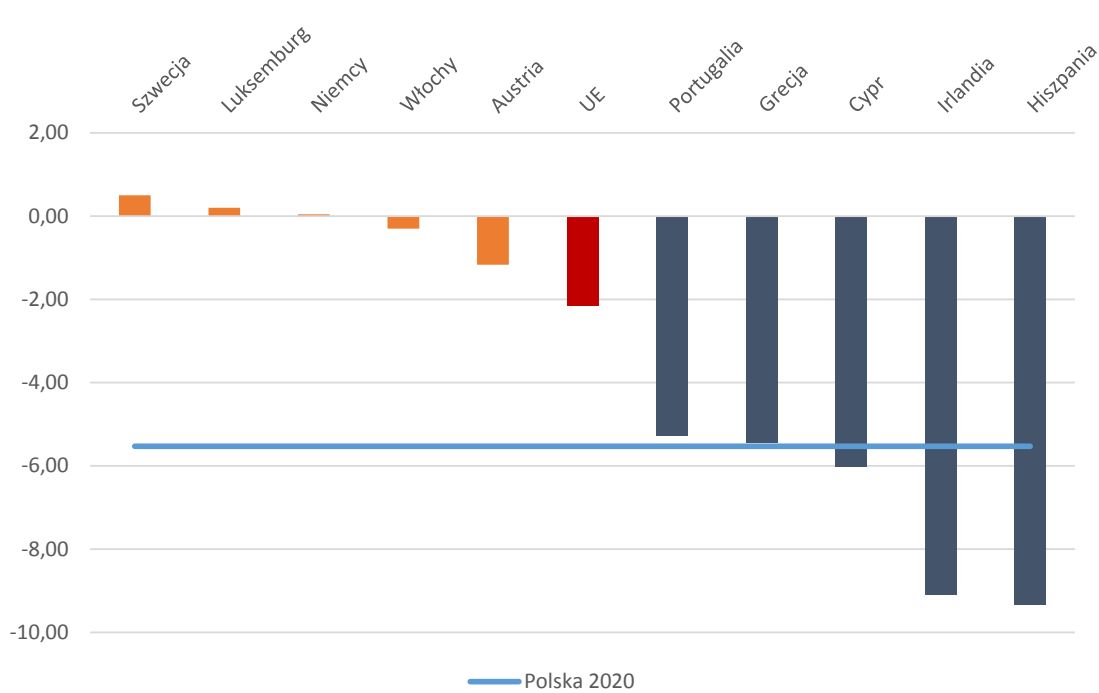
Wykres 14. Dług publiczny w Stanach Zjednoczonych w latach 1800-2021 (w % PKB)



Źródło: KE, MFW

Skala stymulacji fiskalnej w Polsce zaplanowana na 2020 r. jest większa niż w dwóch krajach z tej piątki w latach 2008-2009, tj. Portugalii i Grecji, oraz zbliżona do tej na Cyprze (zob. wykres 15). Rząd nie podjął żadnych z trzech działań, które pozwoliłyby ograniczyć wzrost deficytu i przyrost długu publicznego, a w efekcie, zabezpieczyłyby pole manewru na wypadek kolejnych wstrząsów. Nie zadbano o to, żeby pomoc dla firm (i ich pracowników), których działalność została ograniczona, trafiła do nich na czas. 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 mrożenia gospodarki. Wreszcie, nie rozproszono jej kosztów – tak, żeby jej ciężar był ponoszony przez wszystkich, także beneficjentów wydatków publicznych. Niemal w całości ma być ona finansowana długiem; wydatki socjalne nie zostały w ogóle ograniczone (spośród wydatków publicznych tylko inwestycje mają zostać obcięte – skądinąd nawet w ujęciu nominalnym i to drugi rok z rzędu). Na dodatek rząd wypchnął nowe wydatki do podmiotów nie objętych krajową definicją sektora finansów publicznych. To pozwoli mu zwiększyć dług publiczny powyżej konstytucyjnego limitu 60% PKB, bo będzie utrzymywał, że dotyczy on definicji krajowej. Ale w przypadku kolejnych wstrząsów

Wykres 15. Pięć największych i najmniejszych impulsów fiskalnych w krajach UE w latach 2008-09 (w % PKB)



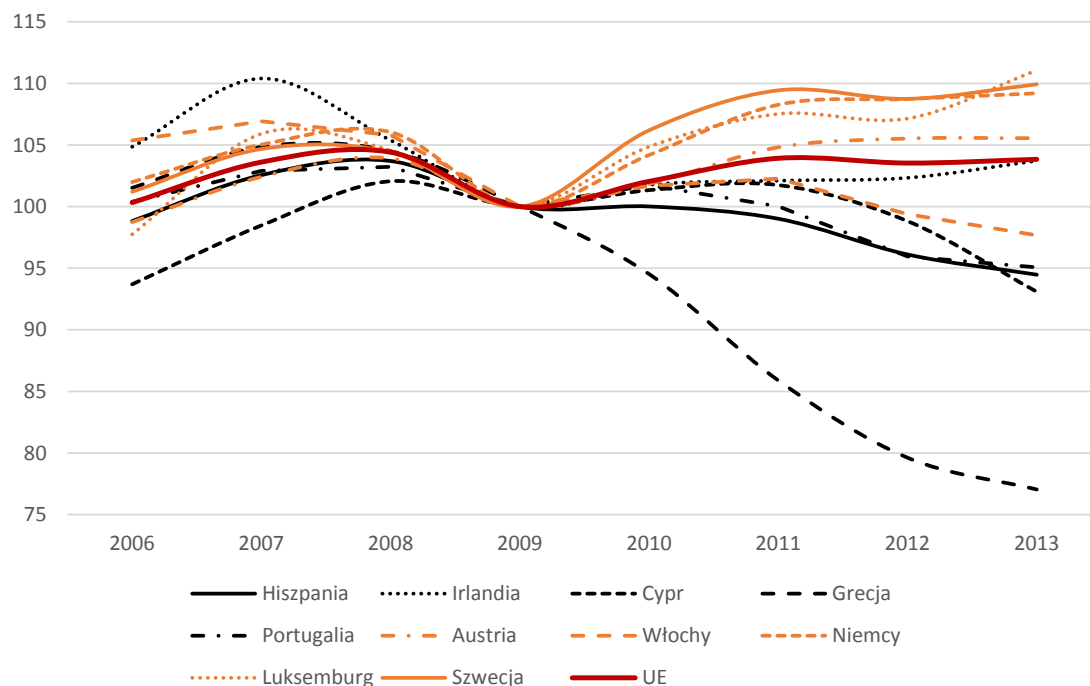
Źródło: KE

wiążącym ograniczeniem może stać się dla rządu skala deficytu fiskalnego, która i bez nich ma sięgnąć (wg Komisji Europejskiej) niemal 10% PKB.

Sytuację rządu będą komplikować zaniedbania w polityce zdrowotnej. Brak systemu masowego testowania, niezabezpieczenie białego personelu przed zachorowaniami i niezwiększenie liczby łóżek intensywnej terapii będą popychać rząd w stronę kolejnego zamrożenia gospodarki w przypadku nowej fali zachorowań. Ale duży deficyt, z którym Polska wejdzie w tę nową falę, (i ewentualna zmiana nastawienia inwestorów do Polski), jak również opór ludzi aktywnych zawodowo, będą go przed tym powstrzymywać. Może pojawić się realne ryzyko, że liczba chorych potrzebujących intensywnej opieki przewyższy możliwości jej zapewnienia. Zarządzanie pandemią stanie się jeszcze bardziej chaotyczne i – w konsekwencji – rodzące większą niepewność, niż jest obecnie.

Rząd zdecydował się na stymulację fiskalną o dużych rozmiarach, mimo że już przed kryzysem banki zostały zapchane skarbowymi papierami wartościowymi. Ich nabywanie nie wymaga od banków kapitału (bo regulator pozwala przykładać do obligacji skarbowych zerową wagę ryzyka) i jest zwolnione z podatku bankowego. W każdym z największych polskich banków ich wartość przekracza wielkość kapitałów własnych (zob. tabelę 3). W efekcie, muszą one, a nie

Wykres 16. PKB w 5 krajach UE-15 w latach 2006-13 o najmniejszym i największym impulsie fiskalnym w latach 2008-09 (2009=100)



Źródło MFW

tylko mogą, wycenić ich portfel po bieżącej cenie rynkowej. To zwiększa ich wrażliwość na ewentualną przecenę polskiego długu. Powiązania z rządem sektora bankowego stanowią drugie podobieństwo do krajów peryferyjnych strefy euro, które za stymulację fiskalną o podobnych rozmiarach w czasie globalnego kryzysu zapłaciły w następnych latach kryzysem fiskalnym. U nas te powiązania dodatkowo wzmacnia dominacja państwa we własności banków, do której jeszcze wrócę.

Stymulacja fiskalna nie byłaby tak silna, gdyby nie agresywne interwencje NBP, które dają rządowi złudne poczucie bezpieczeństwa. W ciągu zaledwie dwóch miesięcy bank centralny skupił obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości przekraczającej 70 mld zł. To więcej niż 3% PKB. Do forsownego skupowania obligacji zachęca NBP to, że banki lokują, póki co, zwiększoną w ten sposób płynność z powrotem w banku centralnym (zob. wykres 17). W efekcie, nie zwiększa się masa pieniądza w gospodarce. Jednak ewentualne wstrząsy w gospodarce światowej, np. kryzysy fiskalne w gospodarkach wschodzących, mogą sprawić, że ta płynność wyleje się na rynek walutowy, powodując głęboką przecenę złotego, którego kurs już jest słaby.

Tabela 3. Skarbowe papiery wartościowe w aktywach największych banków w Polsce w latach 2015-2019

L.p.	Rok Bank	2015	2016	2017	2018	2019	Przyrost w latach 2015-19			
		w mld					w % aktywów	w mld	w %	w % przyrostu sumy bilansowej
1	PKO BP	44,5	51,4	54,1	64,1	80,6	23,2	36,1	81,2	44,5
2	Santander	28,8	32,5	31,8	39,0	43,4	20,7	14,6	50,7	20,9
3	Pekao	18,9	35,9	38,7	39,4	47,2	23,2	28,2	149,0	81,7
4	mBank	31,3	34,4	33,7	34,6	37,2	23,4	5,9	18,8	16,7
5	ING	24,7	28,5	26,4	33,1	35,0	22,1	10,4	42,1	20,9
6	BNP	7,9	12,6	14,0	28,1	26,2	23,8	18,3	231,3	41,0
7	Millenium	14,6	17,7	19,4	22,9	23,0	23,4	8,3	56,8	26,1
8	Alior	4,6	9,8	13,6	13,7	15,8	20,6	11,2	240,2	30,4
9	Citi Handlowy	25,4	22,9	19,6	16,5	21,0	40,4	-4,4	-17,4	

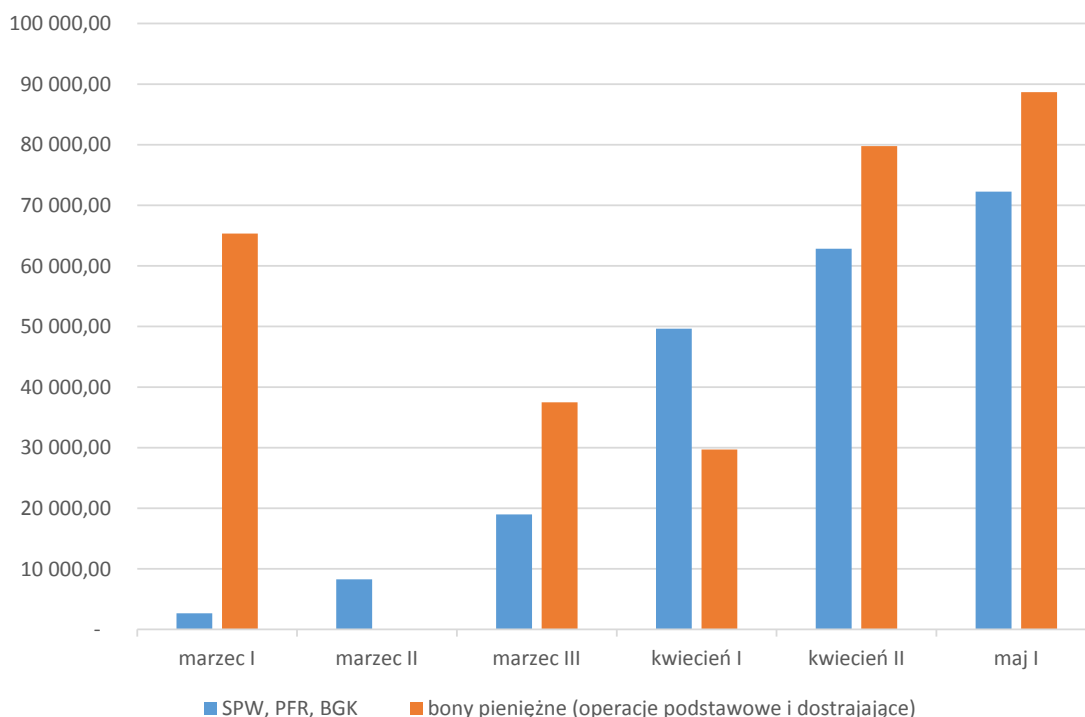
Źródło: Bloomberg

Niekonwencjonalne działania, które wprowadził NBP, były dotychczas 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 je, mimo że nie wystąpiło ryzyko takiego załamania. Ich głównym dotychczasowym skutkiem jest – powtórzmy – rozluźnienie dyscypliny w finansach publicznych. W praktyce służą one omijaniu, przy wykorzystaniu pośrednictwa państwowych banków, konstytucyjnego zakazu pokrywania deficytu budżetu.

Można im co prawda przypisać odblokowanie pomocy dla firm, którą wcześniej markowano (początkowo projektowano ją tak, żeby mogło z niej skorzystać możliwie mało podmiotów, możliwie późno i w możliwie niewielkiej skali). Ale pomoc tę obciąża uznaniowość i nieprzejrzystość, co zwiększa ryzyko, że w dużej części trafi ona do firm kierujących się nie rachunkiem ekonomicznym, a kalkulacją polityczną. Materializacja tego ryzyka dodatkowo osłabiłaby potencjał wzrostu polskiej gospodarki, a tym samym ograniczyłaby szanse na odbicie możliwie zbliżone do V-kształtne.

W ten sposób dotarliśmy do kolejnego zagrożenia, powodowanego przez agresywną politykę makroekonomiczną. Nawet jeżeli nie skończy się ona zawirowaniami, bo do czasu jej normalizacji

Wykres 17. Skumulowana wartość obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa skupionych przez NBP vs. przyrost bonów pieniężnych (w mln zł)



Źródło: NBP i Bloomberg

zacji na świecie nie wystąpią żadne dalsze wstrząsy¹, to będzie osłabiać długofalowy wzrost. W szczególności może nasilić zombifikację gospodarki. Zjawisko to polega na tym, że gospodarka przestaje być oczyszczana z nieefektywnych firm, co hamuje rozwój zdrowych przedsiębiorstw i utrudnia wchodzenie na rynek nowym podmiotom. Spadek odsetka nowych firm zmniejsza z kolei natężenie innowacji, które w dużej części są wprowadzane albo przez nie, albo pod wpływem presji konkurencyjnej z ich strony na podmioty funkcjonujące na rynku (Rzońca, 2014).

Polska nie jest wolna od firm zombi. Jeżeli zdefiniować je jako te firmy, w których stopa zwrotu z kapitału (ROE) przez co najmniej trzy lata nie wystarczała do pokrycia kosztu wynajmu kapitału, to ich odsetek obniżał się co prawda do 2007 roku. Jego spadek odzwierciedlał drugą falę restrukturyzacji polskich firm uruchomioną przez kryzys rosyjski. Jednak od wybuchu globalnego kryzysu finansowego ponownie stopniowo się podnosi. Udział tych firm w kapitale

1 Realność tego założenia jest wątpliwa, gdyż do momentu wystąpienia wstrząsów ani rząd, ani bank centralny nie będą miały bodźców, żeby zacząć normalizować politykę makroekonomiczną. Przeciwnie, jej negatywne skutki dla długofalowego wzrostu będą traktowane jako argument za jej kontynuowaniem.

i długu może sięgać jednej trzeciej (Ciżkowicz, Parosa i Rzońca, 2020).² Po pandemii ich znaczenie może wzrosnąć.

Pomoc publiczna może trafić nie tylko do zdrowych firm osłabionych w następstwie pandemii, ale też do przedsiębiorstw, które popadłyby w problemy finansowe i bez niej. Dotyczy to w szczególności skrajnie upartyjnionych spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Stopy procentowe bliskie zera będą ułatwiać obsługę zadłużenia firmom zombie. Przy takim poziomie stóp niemal każdy podmiot staje się zdolny do spłaty przynajmniej odsetek. Jednocześnie stopy procentowe bliskie zera osłabiają banki, w tym zwłaszcza te w najłabszej kondycji, które muszą konkurować o depozyty wysokością oprocentowania, a dużą część ich kredytobiorców stanowią podmioty niemogące uzyskać finansowania w innych bankach. Odnawianie im finansowania może stać się sposobem na maskowanie własnej słabości.

Skądinąd sektor bankowy przestał być siłą polskiej gospodarki. Upaństwowienie Alior Banku i Pekao S.A. poszerzyło partyjne władztwo nad polityką kredytową banków do poziomów występujących w Białorusi, czy Rosji, co dodatkowo podnosi ryzyko zombifikacji. Zyskowność sektora spadła poniżej kosztów kapitału – jest niższa niż sektora przedsiębiorstw niefinansowych i dużo niższa niż innych instytucji finansowych. Od 2016 roku odstaje od zyskowności banków w innych krajach naszego regionu, a od 2018 roku już tylko nieznacznie przewyższa niż w strefie euro. Za to efektywne opodatkowanie banków należy w nas do najwyższych w Europie i to nawet jeśli pominąć podatek bankowy (z jego uwzględnieniem wynosi niemal 50% (NBP, 2019)).

Quasi-gwarancje NBP dla cen obligacji skarbowych będą zachęcać osłabione banki do dalszego zwiększania portfela skarbowych papierów wartościowych, kosztem rozwijania akcji kredytowej. Są bowiem dla nich sygnałem, że nie muszą się obawiać konieczności wyceny obligacji po bieżących cenach rynkowych (w związku z przekroczeniem przez ich portfel wielkości kapitałów własnych). Nabywanie obligacji będzie miało dla nich, obok dotychczasowych, dodatkowe korzyści. Zapewni strumień dochodów bez restrukturyzacji portfela kredytów, zmniejszenia płynności aktywów oraz ponoszenia kosztów identyfikacji zyskownych projektów.

Będzie więc słabnąć pozytywny wpływ sektora bankowego na jakość alokacji kapitału w gospodarce i – w rezultacie – efektywność jego wykorzystania, a narastać uzależnienie sektora bankowego od stanu finansów publicznych. Z kolei na stan ten negatywnie będzie wpływać osłabienie dyscyplinującego działania rynków finansowych na skutek zniekształcenia wyceny ryzyka przez interwencje NBP.

2 W analizie skorzystano z bazy danych Orbis. Liczba uwzględnionych firm wahała się od 2645 w 2002 roku do 31251 w 2016 roku. Firmy zombie zdefiniowano jako przedsiębiorstwa o ROE utrzymującym się poniżej (minimalnego) kosztu kapitału przez trzy kolejne lata. Minimalny koszt wynajmu kapitału zdefiniowano jako koszt kapitału przy wartości beta na poziomie 0,5.

5. Podsumowanie

Po wybuchu pandemii COVID-19 nastąpiło załamanie aktywności gospodarczej. Doświadczenia z poprzednich pandemii wskazują, że było ono głównie skutkiem ubocznym działań rządów mających na celu ograniczenie kosztów zdrowotnych.

Polska gospodarka ma cechy, które powinny ograniczać skalę spadku PKB w następstwie tych działań (m. in. brak uzależnienia od pojedynczego sektora, w szczególności turystycznego i surowcowego, płynny kurs walutowy, silny sektor eksportowy i nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących). Jednak dostępne prognozy wskazują, że po odmrożeniu gospodarki dynamika PKB w naszym kraju nie poprawi się na tyle, żeby straty wywołane zamrożeniem zostały w pełni lub przynajmniej w istotnym stopniu nadrobione. Siła odbicia, jeżeli mierzyć ją rewizją prognoz, ma być w naszym kraju najslabsza w całej Unii Europejskiej. Wstrząs wywołany przez pandemię uwidacznia nadwątlenie fundamentów wzrostu polskiej gospodarki przez antyrynkowe działania podejmowane w ostatnich latach (np. obniżenie wieku emerytalnego, nacjonalizowanie i upartyjnianie firm, wprowadzanie nowych podatków i komplikowanie istniejących, nakładanie kolejnych biurokratycznych barier ograniczających konkurencję, upolitycznienie wymiaru sprawiedliwości).

Co gorsza, zaniedbania w polityce zdrowotnej oraz agresywna polityka makroekonomiczna prowadzona poza ramami zapewniającymi jej długookresową stabilność grożą tym, że Polska okaże się silnie wrażliwa na skutki kolejnej fali pandemii lub inne wstrząsy (w szczególności kryzysy fiskalne w gospodarkach wschodzących). W takich warunkach, zamiast U-kształtnego odbicia (z krótszym prawym ramieniem), które można dziś uznać za scenariusz bazowy, nastąpiłoby pogłębienie załamania i wzrost ryzyka, że gdy w końcu dojdzie do odbicia, będzie miało ono kształt litery L.

Żeby polska gospodarka miała szanse na odbicie możliwie zbliżone do V-kształtnego, polityka gospodarcza musiałaby zostać nakierowana na wzmacnianie potencjału wzrostu (bodźców do pracy, oszczędzania, inwestowania i innowacji). Samo ogłoszenie planów sprzyjających temu działaniom (np. radykalnego uproszczenia podatków, zatrzymania nadprodukcji prawa, prywatyzacji, przywrócenia niezależności wymiarowi sprawiedliwości) wzmacniałoby zaufania inwestorów do polskiej gospodarki. To z kolei zmniejszałoby jej wrażliwość na ewentualne dalsze wstrząsy.

Bibliografia

- Balcerowicz L., Rzońca A. (red) (2015). *Puzzles of Economic Growth*, Washington, DC.: World Bank
- Barro R. J., Ursúa J. F., Weng J. (2020). "The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the "Spanish Flu" for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity," *NBER Working Paper*, 26866
- Broadberry S., Wallis J. (2017). "Growing, Shrinking and Long Run Economic Performance: Historical Perspectives on Economic Development", *CEPR Discussion Paper*, 11973
- Ciżkowicz P., Parosa G., Rzońca A. (2020). *Interest rates close to zero and zombie firms*, (mimeo)
- EY (2020). *Znaczenie popytu zagranicznego dla wzrostu gospodarczego w Polsce*, Warszawa: EY
- EBOiR (2020). *Regional Economic Prospects in the EBRD Regions. May 2020 update. Covid-19: From shock to recovery*, London: European Bank for Reconstruction and Development
- KE (2019). *European Economic Forecast. Autumn 2019*, Brussels: European Commission
- KE (2020). *European Economic Forecast. Spring 2020*, Brussels: European Commission
- Keogh-Brown M., Wren-Lewis S., Edmunds W. J., Beutels P., Smith R. D. (2010). "The possible macroeconomic impact on the UK of an influenza pandemic," *Health Economics*, 19(11): 1345-1360
- Ljungqvist L, Sargent T. J. (2008). "Two Questions about European Unemployment," *Econometrica*, 76(1): 1-29
- MFW (2019). *World Economic Outlook. October 2019: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*, Washington DC: International Monetary Fund
- MFW (2020a). *Fiscal Monitor*, Washington DC: International Monetary Fund
- MFW (2020b). *World Economic Outlook. April 2020: The Great Lockdown*, Washington DC: International Monetary Fund
- Montenovo L., Jiang X., Rojas F. L., Schmutte I. M., Simon K. I., Weinberg B. A., Wing C. (2020). "Determinants of Disparities in Covid-19 Job Losses," *NBER Working Paper*, 27132
- NBP (2019). *Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2019 r.*, Warszawa: Narodowy Bank Polski
- Pindyck (2020). "COVID-19 and the Welfare Effects of Reducing Contagion", *NBER Working Paper*, 27121
- Rzońca A. (2014). *Kryzys banków centralnych. Skutki stóp procentowych bliskich zera*, Warszawa: C.H. Beck

Spis tabel i wykresów

Tabela 1. Dynamika PKB na mieszkańca w wybranych krajach w okresach pandemii.....	6
Tabela 2. Przeciętna dynamika PKB na mieszkańca w okresach wzrostu i kurczenia się gospodarki w krajach o określonym poziomie rozwoju w latach 1950-2011	10
Tabela 3. Skarbowe papiery wartościowe w aktywach największych banków w Polsce w latach 2015-2019	26
Wykres 1. PKB na mieszkańca (z uwzględnieniem parytetu siły nabywczej) w krajach Unii Europejskiej w latach 1990-2019 (Niemcy = 100)	8
Wykres 2. Tempo wzrostu polskiej gospodarki w latach 1992-2019 i jego prognozy międzynarodowych organizacji na 2020 rok (w %).....	9
Wykres 6. Siła automatycznej stabilizacji dochodu i konsumpcji po wstrząsie w krajach europejskich, USA, w strefie euro i UE (w ocenie MFW/ w % pierwotnego wstrząsu)	15
Wykres 10. Impuls fiskalny w 2009 i 2020 r. w wybranych regionach gospodarki światowej (w % PKB).....	19
Wykres 13. Dług publiczny w krajach rozwiniętych w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii (w % PKB).....	22
Wykres 3. Skala rewizji prognoz dynamiki PKB na 2020 i 2021 r. po wybuchu pandemii COVID-19 (w pkt proc.).....	12
Wykres 4. Okres, po którym dany kraj nadrobiłby stratę w poziomie PKB z 2020 r., gdyby wzrost w kolejnych latach przyspieszył tak, jak przewiduje się na 2021 r. (w latach)	13
Wykres 5. Impuls fiskalny w 2020 i 2021 r. w krajach UE (w % PKB)	14
Wykres 7. Ścieżka PKB w Polsce w latach 2015-2023 w kolejnych prognozach MFW (2015 rok = 100).....	16
Wykres 8. Udział inwestycji prywatnych w PKB w krajach UE w latach 1960-2020 (w %)	17
Wykres 9. Skala rewizji prognoz poziomu PKB w t+1 po wybuchu globalnego kryzysu oraz pandemii COVID-19 (w %).....	18
Wykres 11. Dynamika PKB w krajach wysoko rozwiniętych w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii.....	20
Wykres 12. Dynamika PKB w gospodarce światowej w przypadku wydłużenia lub nowej fali pandemii.....	21
Wykres 14. Dług publiczny w Stanach Zjednoczonych w latach 1800-2021 (w % PKB).....	23

Wykres 15. Pięć największych i najmniejszych impulsów fiskalnych w krajach UE w latach 2008-09 (w % PKB).....	24
Wykres 16. PKB w 5 krajach UE-15 w latach 2006-13 o najmniejszym i największym impulsie fiskalnym w latach 2008-09 (2009=100)	25
Wykres 17. Skumulowana wartość obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa skupionych przez NBP vs. przyrost bonów pieniężnych (w mln zł).....	27