
RAPORT - KIERUNKI 2017
NEGATYWNE SZOKI GOSPODARCZE
STRESS-TESTY POLSKIEJ GOSPODARKI W 2017 ROKU

DNB Bank Polska S.A.



Deloitte.

Warszawa, grudzień 2016

Po prawie 10 latach od wybuchu globalnego kryzysu finansowego 2007/08 sytuacja gospodarcza, społeczna i polityczna na świecie staje się coraz mniej przewidywalna. Trudności ekonomiczne zarówno krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się, zaczynają skutkować wzrostem napięć społecznych i politycznych. W raporcie *Kierunki 2017* skoncentrowaliśmy się na przedstawieniu najistotniejszych zagrożeń w świecie polityki i ekonomii oraz analizie *stress-testów* wybranych sektorów polskiej gospodarki na negatywne wydarzenia zewnętrzne.

1. Po referendum w sprawie Brexitu oraz wyborach prezydenckich w USA kalendarium polityczne nadal jest bardzo bogate. Sytuacja polityczna w państwach europejskich jest bardzo dynamiczna. Kluczowe dla (dez)integracji UE, w tym zwłaszcza strefy euro będą wybory prezydenckie we Francji, i parlamentarne w Niemczech, odpowiednio na wiosnę i jesienią 2017 r. Nie można wykluczyć przedterminowych wyborów parlamentarnych w innych państwach UE w najbliższym roku. Praktycznie wszystkie partie opozycyjne w Zachodniej Europie łączy sprzeciw wobec federalizacji UE i dalszego napływu imigrantów, zwłaszcza z krajów islamskich, ale także wola współpracy i zacieśniania więzów z Rosją. Na procesy polityczne w wyborczych latach 2017-18 istotnie będzie wpływało skrajne zróżnicowanie opinii nt. UE wśród starych i nowych członków wspólnoty – unijny sceptycyzm w pierwszych *versus* unijny entuzjazm w drugich.
2. Proces dezintegracji UE został rozpoczęty i nie można wykluczyć, że to samo czeka strefę euro. Wyjście ze strefy euro lub jej podział pojawiają się w politycznych postulatach opozycyjnych kandydatów z Austrii, Włoch, Francji, a nawet Niemiec. Realizacja scenariuszy zmian systemowych w strefie euro musiałaby rozpocząć się od wyjścia z niej jednego lub grupy krajów. Końcowy rezultat będzie i tak zero-jedynkowy: wzmocnienie albo osłabienie strefy euro. Reakcja rynków finansowych w poszczególnych krajach UE i strefy euro początkowo będzie typową ucieczką kapitału do jakości, jednak na koniec zadecyduje odporność firm i gospodarek na szoki zewnętrzne.
3. Świat doświadcza obecnie ostrej konkurencji krajów demokratycznego kapitalizmu i reżimów autorytarnej oligarchii, a wynik tej konfrontacji może zadecydować o nadchodzących dziesięcioleciach. Obok problemów UE, globalne zagrożenia wiążą się z Turcją czy Rosją, które już obecnie objawiają się konfliktem w Syrii i na Ukrainie. Niepokój budzą przemiany w strategii politycznej i militarnej Chin, a w rezultacie ryzyko wojny handlowej USA-Chiny po wyborze Trumpa na prezydenta USA. Potencjalnych punktów zapalnych globalnego konfliktu jest obecnie niestety zbyt wiele; skutkiem jest obserwowany obecnie wyścig zbrojeń. Sytuacja polityczna jest jednak pochodną sytuacji ekonomicznej, a perspektywy analizowanych gospodarek, choć są różne, to wykazują kilka istotnych zbieżności.
4. Tempo wzrostu gospodarczego w analizowanych krajach jest rachityczne. Po prawie dekadzie od kryzysu PKB per capita w ponad połowie spośród analizowanych gospodarek jest niższy od tego sprzed kryzysu, albo uległ niewielkiej tylko poprawie. Przy jednoczesnym braku dostosowania jednostkowych kosztów pracy (pomimo wzrostu bezrobocia), konkurencyjność wielu z tych gospodarek uległa obniżeniu. Znaczne pogorszenie sytuacji fiskalnej (wzrost deficytów i poziomu

zadłużenia) staje się szczególnym wyzwaniem w sytuacji podnoszenia stóp procentowych w USA. Kryzys finansowy uważa się za zakończony dopiero, gdy podwyżki stóp procentowych nie wywołają kolejnego – czy test taki zdadzą gospodarki europejskie?

5. Choć kryzys i delewaryzacja w bankach doprowadziły do spadku lub stabilizacji poziomu zadłużenia podmiotów gospodarczych, różnice w poziomach zadłużenia pomiędzy krajami są znaczące. Ryzyko dla sektora bankowego ekspozycji na zadłużenie sektora prywatnego i publicznego jest wyraźne w tych krajach strefy euro, które mogą zdecydować się ją opuścić. Z analizy przepływów międzynarodowych wynika, że kryzys finansowy 2007/08 umocnił tylko globalne trendy – najwięksi wierzyciele (Chiny, Niemcy i Rosja) mają więcej należności, a dłużnicy zobowiązań. Otwarte pozostaje pytanie, czy prognozowany wyższy wzrost gospodarczy (najpierw w USA, a potem w innych krajach) pozwoli na redukcję zadłużenia, czy świat nadal będzie tkwić w stagnacji (rachityczny wzrost i niska inflacja), co wymagać będzie kontynuacji polityki niskich (a nawet ujemnych) stóp procentowych. Długoterminowym zagrożeniem jest sytuacja demograficzna: implozja w krajach rozwiniętych, eksplozja w rozwijających się, z których – z jednej strony – wynikają szokowe zmiany od rynku pracy (deficyt siły roboczej), przez finanse publiczne (w tym w funduszach ubezpieczeń emerytalnych i zdrowotnych), po wyceny nieruchomości mieszkalnych. Z drugiej strony sytuacja demograficzna wywołuje ruchy migracyjne, które już obecnie prowadzą do napięć społecznych i politycznych.
6. Spośród wielu kanałów transmisji zewnętrznych szoków do Polski głównym kanałem w sferze realnej jest handel zagraniczny i FDI. Eksport stanowi obecnie już ponad 51 proc. PKB, a Polska handlowo najsilniej powiązana jest z UE (79 proc. eksportu i 71 proc. importu). Spośród krajów, z których negatywne szoki na polską gospodarkę zostały uwzględnione w symulacjach, najważniejszą rolę odgrywają Niemcy (27 proc. eksportu, 28 proc. importu), Wielka Brytania (7 proc. eksportu, 3 proc. importu), Francja (6 proc. eksportu, 4 proc. importu) i Włochy (po 5 proc.). Rola Rosji jest niewielka (3 proc. eksportu, 7 proc. importu), podobnie waga bezpośredniej wymiany z USA czy Chinami (udział w eksporcie odpowiednio 2 proc. i 1 proc., a w imporcie 2 proc. i 7 proc.). Struktura eksportu do wszystkich wymienionych partnerów oprócz Chin zdominowana jest przez sprzedaż maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego; relatywnie największy odsetek sprzętu transportowego (pojazdy wraz z częściami) obserwowany jest w eksporcie do Włoch i do Hiszpanii (19-20 proc. sprzedaży do tych krajów). Niemały odsetek eksportu do Wielkiej Brytanii stanowi żywność (15 proc.). Biorąc pod uwagę wielkości nominalne eksportu, spośród branż analizowanych w poprzednich raportach *Kierunki*, dla sektora motoryzacyjnego szczególnie dotkliwy byłby kryzys gospodarczy w Niemczech (sprzedaż o wartości 5,8 mld EUR), a następnie we Włoszech (1,8 mld EUR) i we Francji (1,2 mld EUR). Dla branż związanych z produkcją żywności najdotkliwszy byłby również kryzys w Niemczech (eksport na poziomie 4,8 mld EUR), ale na drugim miejscu – kryzys w Wielkiej Brytanii (2,0 mld EUR), w mniejszym stopniu – we Francji i Włoszech (1,4-1,5 mld EUR). Wartość sprzedaży żywności do Rosji, Chin i USA jest relatywnie niewielka (0,2-0,3 mld EUR), a najmniejsza – na Ukrainę (0,1 mld EUR).

7. Średnio w roku napływa do Polski ok. 40 mld PLN FDI (łącznie 501 mld PLN w latach 2004-15, co stanowiło równowartość 15 proc. nakładów inwestycyjnych w gospodarce). FDI pochodzą niemal wyłącznie z UE (96 proc.) i przewyższyły otrzymane w tym okresie środki unijne strukturalne i spójności; w coraz większym stopniu napływ FDI to reinwestycje osiągniętych w Polsce zysków (60 proc.). Spośród analizowanych w raporcie krajów w największym stopniu napływ FDI ucierpiałby w sytuacji kryzysu w Niemczech i Francji (udział na poziomie odpowiednio 22 proc. i 12 proc. ogółu), ale jeśli wziąć pod uwagę bilans samego roku 2015, istotny negatywny wpływ na strumień FDI miałby – oprócz Niemiec – także kryzys w Wielkiej Brytanii i Hiszpanii. Spośród analizowanych branż nie mała część FDI kierowana była do sektora motoryzacyjnego (9 proc., 2010-15) oraz handlu hurtowego (9 proc.) i detalicznego (6 proc.), zatem w przypadku kolejnego globalnego kryzysu branże te mogłyby odczuć wstrzymanie dopływu i/lub odpływ kapitału zagranicznego.
8. Kanał transmisji zewnętrznych szoków do Polski przez rynki finansowe jest równie istotny, jak wpływy sektora realnego. Biorąc pod uwagę, że złoty jest silnie, dodatnio skorelowany z euro, a także z funtem brytyjskim, obniżkom wartości tych walut w stosunku do dolara towarzyszyłaby deprecjacja złotego względem dolara. Korelacja z juanem jest słabsza, ale również dodatnia. Na rynku obligacji zmiany rentowności polskiego długu wynikają ze zmian rentowności długu analizowanych krajów. W przypadku Niemiec, Francji, Włoch, Hiszpanii, Wielkiej Brytanii, USA i Rosji analiza przyczynowości wskazuje na ich wpływ na obligacje w Polsce, czyli jeśli rośnie rentowność długu rządowego na przykład w Niemczech, to w Polsce też rośnie, ale gdy rośnie w Rosji, to w Polsce koszt pożyczania przez rząd maleje (inwestorzy wychodzący z długu w Rosji kupują za część środków dług w Polsce). Spadek indeksu WIG następuje w ślad za przecenami akcji w analizowanych krajach. Polska po rozlaniu się po świecie kryzysu finansowego 2007/08 doświadczyła negatywnego wpływu rynków finansowych na sektor realny w krótkim okresie, ale decydujące okazały się fundamenty mikro- i makroekonomiczne. Czy tak również będzie podczas kolejnego kryzysu?
9. *Stress-testy* dla polskiej gospodarki wskazują, że najsilniejsze i najdłużej utrzymujące się odchylenie w dół dynamiki polskiego PKB od ścieżki bazowej nastąpiłoby w wyniku negatywnego impulsu z gospodarek globalnych (USA i Chiny). Spośród analizowanych gospodarek UE najsilniejszy jest spadek dynamiki polskiego PKB w odpowiedzi na impuls z Włoch, a następnie z Hiszpanii i Wielkiej Brytanii; negatywna reakcja w odpowiedzi na impuls z tych krajów utrzymuje się najdłużej. W przypadku impulsu z Niemiec i Francji spadek dynamiki polskiego PKB jest słabszy i dotyczy tylko pierwszego roku po zaburzeniu (już w drugim roku gospodarka polska „odreagowuje” i wchodzi na ścieżkę wzrostu), aczkolwiek całkowita absorpcja szoku następuje dopiero po kilkunastu latach – najwcześniej w przypadku impulsu z Niemiec. Wpływ szoku w Rosji i na Ukrainie na gospodarkę Polski jest najslabszy i trwa tylko 1 rok, aczkolwiek pojawiają się po kilku latach efekty drugiej rundy.

10. Precyzyjne prognozowanie kryzysów, w tym przeniesienia kryzysu zewnętrznego poprzez PKB Polski na sytuację w poszczególnych sektorach, należy do zadań niemożliwych, gdyż obarczonych ryzykiem zmiany zachowań uczestników rynku (np. konsument „pozytywny” czy „wstrzemięzliwy” w sytuacji spadku dochodów gospodarstw domowych). Pokazujemy natomiast, poprzez analogie do ostatniego kryzysu, potencjalną skalę szoku dla poszczególnych sektorów. Jeśli skala impulsu zewnętrznego byłaby porównywalna z tą z roku 2009, większość analizowanych branż może obecnie liczyć się z mniejszą skalą osłabienia dynamiki przychodów niż tą, jaka miała miejsce w 2009 r., również dlatego, że w 2008 r. w kilku sektorach obserwowaliśmy bardzo wysokie wzrosty (opieka zdrowotna, telekomunikacja i informatyka, handel hurtowy), więc korekta wyników w kryzysie była znaczna. Wyjątkiem jest produkcja artykułów spożywczych, której dynamika w 2009 r. uległa poprawie, ale przy obecnej strukturze gospodarki uległaby osłabieniu. Działem, który straciłby najwięcej, jest handel detaliczny (spadek dynamik agregatów makroekonomicznych odpowiadający temu z roku 2009 wywołałby pogorszenie dynamiki sprzedaży o blisko 13 punktów procentowych). Z symulacji wynika, że przynajmniej część polskiej gospodarki w zakresie analizowanych sektorów wydaje się odporniejsza na kryzys porównywalny z rokiem 2009. Jednak kryzysy są jak wirusy – mutują i za każdym razem atakują inaczej, wywołując inne skutki.
11. W ramach podsumowania zawartych w Raporcie analiz mikro- i makroekonomicznych poszczególnych krajów powstała mapa zewnętrznego ryzyka ekonomicznego dla Polski na rok 2017, która posłużyła do stworzenia rankingu kryzysowego. W roku 2017 najmniejsze ryzyko wystąpienia kryzysu wykazują: USA, Rosja, Turcja i Chiny, a największe: Hiszpania, Włochy i Ukraina. Średnie ryzyko kryzysu i z bardzo zbliżonymi wynikami występuje w: Niemczech, Wielkiej Brytanii i Francji. Uwzględniając wyniki funkcji reakcji i zagregowany przez 7 lat impuls na Polskę najmniej prawdopodobny jest szok z USA, ale nieco tylko mniej silny szok z Hiszpanii, czy Włoch jest dość wysoce prawdopodobny. Ewentualny kryzys na Ukrainie, choć o dość wysokim prawdopodobieństwie zdarzenia, byłby źródłem pozytywnego szoku dla polskiej gospodarki (niestety ekonomia i biznes bywają bezwzględne). Kryzys w Niemczech i Francji o średnim prawdopodobieństwie wystąpienia nie ma silnie negatywnego wpływu na Polskę, ale już kryzys z Wielkiej Brytanii ma dla Polski dużo większe znaczenie, choć jego ryzyko jest podobne do Niemiec i Francji. Należy jednak pamiętać, że czynniki polityczne, które zostały opisane w pierwszym rozdziale Raportu, nie podlegają kwantyfikacji, więc nie zostały uwzględnione w rankingu a mogą mieć bardzo istotny wpływ na wskaźniki ekonomiczne i zmiany na mapie ryzyka nawet w tak krótkim okresie czasu, jakim jest jeden rok.