

Raport Specjalny

Ostatnie spowolnienie to dopiero początek

- Przez ponad dwie dekady kraje Europy Środkowej w szybkim tempie zmniejszały dystans dzielący je do bogatszych gospodarek. W ostatnich latach jednak wzrost spowolnił i utrzymuje się na wyraźnie niższym poziomie niż przed 2008 r. Naszym zdaniem jest to początek wieloletniego trendu, który obejmie kraje regionu, w tym Polskę.
- Średnio- i długoterminowe projekcje pokazują, że proces starzenia się społeczeństwa będzie zachodził w Polsce wyjątkowo szybko. Niski wiek emerytalny oraz niewielkie szanse na znaczny napływ migrantów powodują, że tendencje te będzie trudno odwrócić.
- Negatywny wpływ zmian demograficznych na wzrost gospodarczy mógłby zostać złagodzony w przypadku znacznego przyspieszenia inwestycji. Wydaje się to jednak mało prawdopodobne ze względu na niską stopę oszczędności krajowych oraz perspektywę spadku znaczenia funduszy unijnych po 2020 roku.
- Nadzieje na wyraźny wzrost wydajności czynników wytwórczych na razie nie znajdują silnych podstaw. Biorąc pod uwagę dotychczasowe słabe wyniki Polski pod względem innowacyjności, nie spodziewamy się znacznej poprawy w tym zakresie.
- W krótkim okresie dostrzegamy ryzyko, że jeśli słabość wzrostu PKB będzie traktowana przez władze monetarne i fiskalne jako efekt cyklicznego spowolnienia, a nie spowolnienia o charakterze strukturalnym, odpowiedź polityki gospodarczej (np. cięcia stóp procentowych lub wykorzystanie niestandardowych instrumentów) może być zupełnie nieadekwatna.
- Jesteśmy dalecy od sugerowania konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej na tym etapie. Uważamy jednak, że bardziej skutecznym sposobem na pobudzenie wzrostu w krajach regionu byłyby zmiany strukturalne (w tym np. podniesienie wieku emerytalnego, stworzenie bodźców zachęcających do aktywności zawodowej, poprawa infrastruktury przedszkolnej/opiekuńczej tak, aby ułatwić powrót kobiet na rynek pracy).
- Akomodacyjna polityka pieniężna może być dodatkowym wsparciem podczas wprowadzania podobnych reform, ale sama nie wystarczy, aby wprowadzić gospodarkę na ścieżkę szybkiego wzrostu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

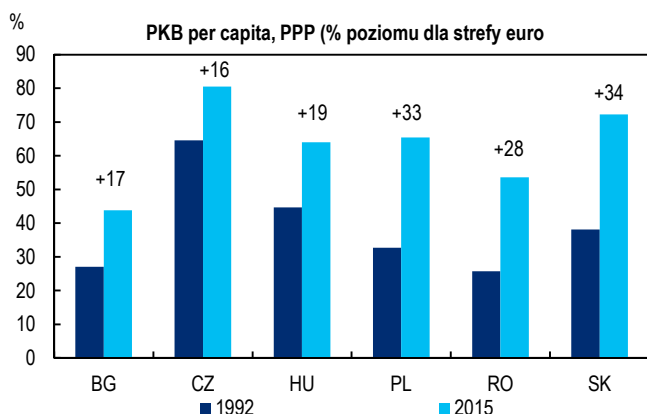
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Ostatnie spowolnienie to dopiero początek

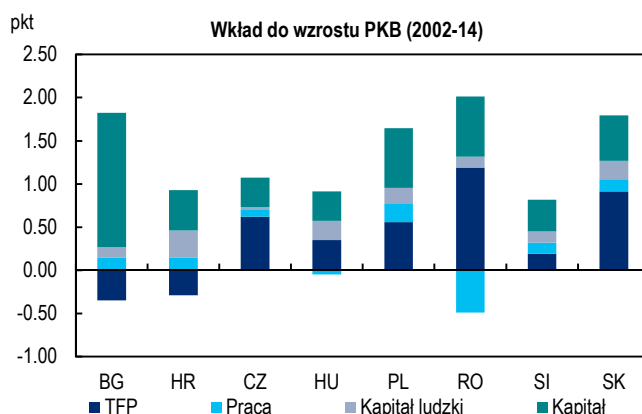
Przez dwie dekady kraje Europy Środkowej rozwijały się w szybkim tempie, zmniejszając dystans do gospodarek rozwiniętych. O ile jeszcze w 1992 PKB przypadający na głowę w Polsce był na poziomie niemal 33% średniej strefy euro, o tyle w minionym roku przekroczył on 65%. Silne wzrosty odnotowano również w innych krajach regionu (Wykres 1). Na początku dynamiczny rozwój był możliwy dzięki napływowi zagranicznych inwestycji, importowi technologii oraz metod zarządzania z bogatszych krajów oraz dzięki przesunięciu zasobów (w tym pracowników) do sektorów bardziej wydajnych. Niepokoić może jednak to, że od światowego kryzysu w 2008 roku korzystny trend wzrostowy wyraźnie osłabł w całej Europie, w tym również w Polsce (Wykres 4). Zmiana ta może być częściowo związana z pogorszeniem potencjału gospodarki strefy euro, największego partnera handlowego regionu. Niemniej naszym zdaniem istnieją czynniki wskazujące, że to spowolnienie nie jest przejściowe.

Wykres 1. Dzięki szybkiemu wzrostowi dochody w krajach regionu zbliżyły się do poziomów notowanych w strefie euro



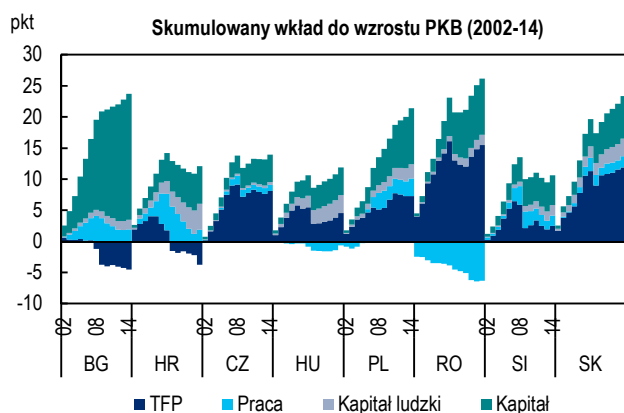
Źródło: Bank Światowy, Citi Handlowy

Wykres 2. Przyrost kapitału oraz poprawa efektywności były głównymi motorami wzrostu



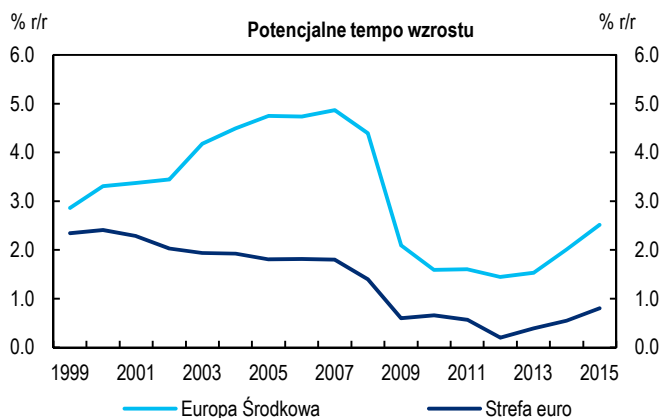
Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie Penn World Table.

Wykres 3. Zasoby pracy początkowo pozytywnie wpływały na PKB, potem jednak ich wpływ wyraźnie osłabł



Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie Penn World Table.

Wykres 4. Potencjalne tempo wzrostu wyhamowało po 2008 roku



Źródło: EC AMECO, Citi Handlowy. Uwaga: Kraje Europy Środkowej obejmują Bułgarię, Czechy, Polskę, Rumunię, Słowację oraz Węgry.

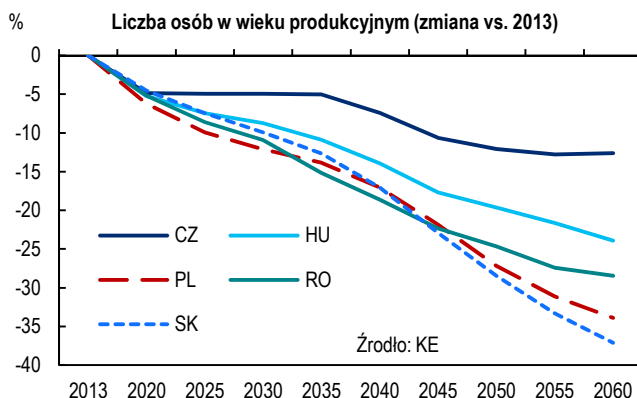
Model gospodarczy stosowany w Polsce (i innych krajach Europy Środkowej) przez ponad dwie dekady powoli się wyczerpuje. Dla przykładu, od początku transformacji do 2007 roku na wzrost gospodarczy w regionie pozytywnie oddziaływały trzy kluczowe czynniki: 1) poprawa efektywności, 2) wzrost

zasobu kapitału (efekt inwestycji) oraz 3) przyrost liczby osób aktywnych zawodowo. Od tego czasu jednak pozytywny wkład rynku pracy praktycznie zniknął, podczas gdy kontrybucja efektywności wyraźnie się zmniejszyła (Wykresy 3 oraz 14). Aby utrzymać silny wzrost gospodarczy w przyszłości konieczne byłoby odwrócenie tych tendencji, co jednak nie będzie łatwe.

1. Kurczący się rynek pracy

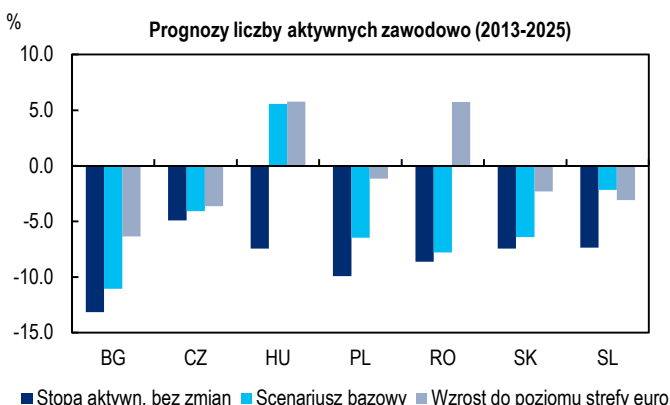
O dalekiej od ideału sytuacji demograficznej w Polsce pisaliśmy już w przeszłości („Komentarz Specjalny: Starzejemy się”, 14 października 2015 r.), jednak poruszane wtedy argumenty tylko zyskały na znaczeniu. Projekcje demograficzne przedstawione przez Komisję Europejską pokazują, że między 2013 a 2025 rokiem liczba osób w wieku produkcyjnym w Polsce spadnie o około 6,5%, a więc prawie 1,2 mln osób. Już od 2008 roku rynek pracy ma w sumie zaniedbywalny wkład na wzrost gospodarczy (Wykres 3 oraz 14), a jeżeli powyższe projekcje okażą się słuszne, zacznie on mieć wręcz negatywny wpływ, obniżając dynamikę PKB w kolejnych latach. Z punktu widzenia prognoz, kluczowe jest to, że procesy demograficzne nie są łatwe do odwrócenia. Nawet jeżeli w najbliższym czasie znacznie poprawi się wskaźnik dzietności w Polsce, nie będzie to miało wpływu na projekcje osób w wieku produkcyjnym w ciągu najbliższych kilkunastu lat.

Wykres 5. Liczba osób w wieku produkcyjnym na ścieżce spadkowej



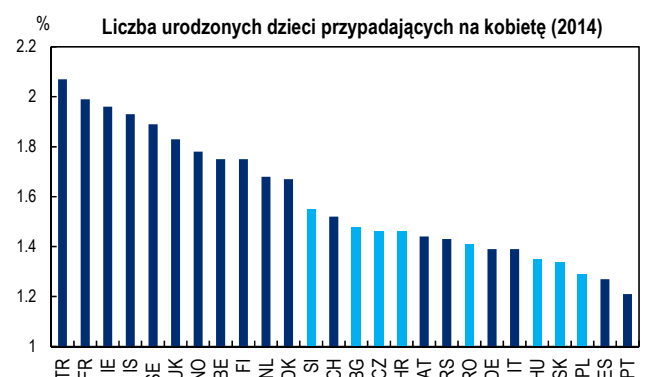
Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

Wykres 7. Nawet wzrost aktywności zawodowej do poziomów strefy euro nie wystarczy



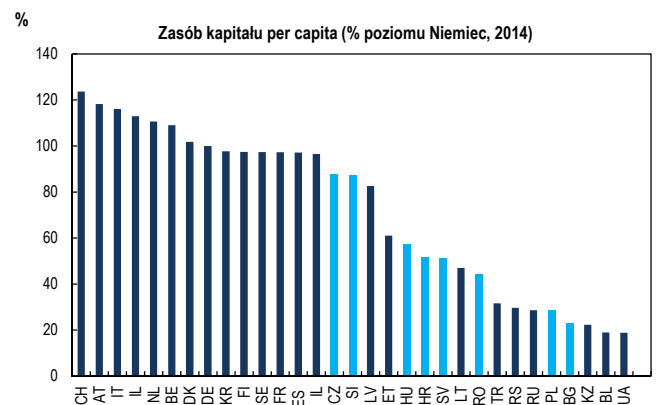
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych KE.

Wykres 6. Współczynniki dzietności znacznie poniżej poziomu stabilizującego populację (2,1)



Źródło: Bank Światowy, Citi Handlowy.

Wykres 8. Pomimo dwóch dekad doganiania Europy Zachodniej zasób kapitału przypadający na głowę jest wciąż niski



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych PWT.

Aktywność zawodowa

Najbardziej oczywistym sposobem zwiększenia puli pracowników w krótkim lub średnim okresie jest podniesienie aktywności zawodowej. Według danych Banku Światowego, około jedna trzecia osób w wieku 15-64 lata w Polsce jest nieaktywna na rynku pracy, czyli ani nie pracuje, ani nie poszukuje pracy. Ankiety Eurostat pokazują, że w 2015 roku 31% z pozostałych poza rynkiem pracy robiło to z powodu przejścia na emeryturę, a 27% z powodu obowiązków rodzinnych, w tym opieki nad dziećmi.

W świetle powyższych danych, działania ukierunkowane na zwiększenie potencjału polskiej gospodarki powinny koncentrować się na dwóch typach działań. Po pierwsze, powinny one zwiększyć udział osób starszych w rynku pracy, poprzez podnoszenie wieku emerytalnego oraz dostosowywanie warunków i modelu pracy do potrzeb osób starszych (ten ostatni element leży po stronie pracodawców). Po drugie, działania powinny koncentrować się na ułatwieniu powrotu kobiet na rynek pracy, na przykład poprzez odpowiednie przygotowanie infrastruktury przedszkolnej, popularyzację pracy na część etatu lub pracy z domu. W krótkim okresie wprowadzenie tych zmian wydaje się jednak mało prawdopodobne, o czym świadczy planowane obniżenie wieku emerytalnego oraz zwiększenie transferów w ramach programu 500+, które może ograniczać aktywność zawodową. Na przykład CenEA szacuje, że około 240 tys. osób (głównie kobiet) może opuścić rynek pracy po wprowadzeniu programu 500+¹.

Należy jednak pamiętać, że sugerowane powyżej zmiany mogłyby zwiększyć odsetek osób aktywnych zawodowo, ale prawdopodobnie nie wystarczyłyby aby zapobiec spadkowi ogólnej liczby osób na rynku pracy. Według naszych szacunków (Wykres 7), nawet gdyby współczynnik aktywności wzrósł do poziomu strefy euro, liczba osób na rynku pracy i tak spadłaby do 2025 roku o nieco ponad 1% (wobec 6,5% w bazowym scenariuszu o i 9,9% w scenariuszu bez żadnych zmian).

Migracja

Innym sposobem poprawy sytuacji demograficznej jest otwarcie się na większy napływ imigrantów. Dyskusja na temat polityki UE wobec uchodźców oraz stanowisko krajów Europy Środkowej w tej sprawie pokazują jednak, że zmiany w tym zakresie będą w najbliższym czasie raczej niewielkie. W przypadku Polski obecnie jedynym liczącym się źródłem napływu pracowników jest Ukraina i choć trend ten może w krótkim okresie być kontynuowany, napływ pracowników netto zapewne będzie wyhamowywał. Doświadczenia polskiej emigracji po 2004 roku pokazują bowiem, że największy odpływ pracowników nastąpił w pierwszych dwóch-trzech latach, a następnie słabnie. Spodziewamy się podobnej ścieżki migracyjnej w przypadku Ukraińców przyjeżdżających do Polski. Oznacza to, że napływ pracowników z zagranicy najprawdopodobniej nie rozwiąże problemów krajowego rynku pracy w najbliższych latach. Dane za ostatnie lata o emigracji z Polski pokazują również, że proces ten bynajmniej się nie zakończył i nie można na razie liczyć na zmasowane powroty do kraju. Biorąc pod uwagę skalę różnic w dochodach między Polską a krajami rozwiniętymi, proces ten może trwać jeszcze długo.

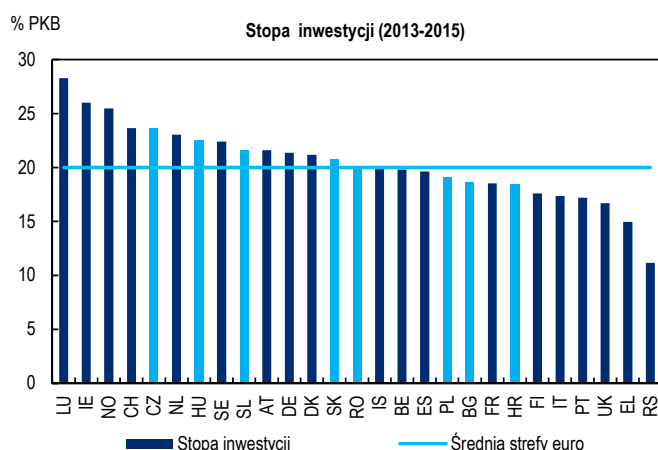
¹ Michał Myck, "Estimating Labour Supply Response to the Introduction of the Family 500+ Programme", CenEA Working Paper 01/16.

2. Wolniejsza akumulacja kapitału

Aby zwiększać produkcję, należy zwiększyć któryś z czynników produkcji (praca lub kapitał), ewentualnie poprawić efektywność, z jakim te czynniki są wykorzystywane. Oznacza to, że nawet przy spadku liczby osób pracujących gospodarka mogłaby rosnąć na dotychczasowym poziomie, gdyby udało się w odpowiednim tempie zwiększać zasób kapitału. Pomimo dwóch dekad doganiania Europy Zachodniej, zasób kapitału przypadający na głowę w Polsce to wciąż mniej niż jedna trzecia zasobu kapitału w Niemczech (Wykres 8), a więc przestrzeń do jego budowy poprzez zwiększenie inwestycji wydaje się bardzo duża. Niemniej taki scenariusz może być trudniejszy w realizacji, niż się powszechnie uważa. Przez lata stopa inwestycji w Polsce była niższa niż w krajach, które przeszły szybki proces doganiania bogatszych gospodarek. Co więcej, w ciągu ostatnich trzech lat była ona nawet niższa niż przeciętnie w strefie euro, a więc w krajach, które Polska miałaby doganiać. Zasób kapitału może zbliżać się do poziomów unijnych, ale będzie to proces bardzo powolny.

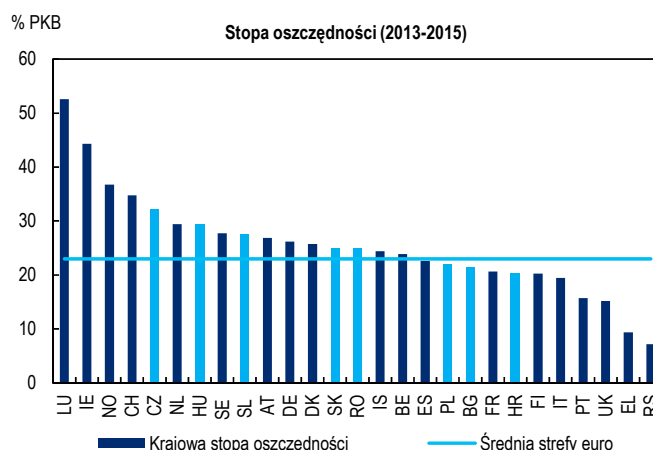
Problem z niską stopą inwestycji jest powiązany z uporczywie niską stopą oszczędności, która w Polsce wynosi około 22% (Wykres 10). Z kolei niska stopa oszczędności to jeden z powodów, dla których w przeszłości inwestycje w Polsce były finansowane przez zagraniczne oszczędności, co miało swoje odbicie w długu zagranicznym, napływie FDI oraz wysokim deficycie w rachunku obrotów bieżących. Od kryzysu w 2008 roku Polska przeszła okres silnego dostosowania w rachunku bieżącym i obecnie ani rząd, ani inwestorzy, nie są gotowi, aby zaakceptować model wzrostu oparty na imporcie kapitału i przyroście zadłużenia zagranicznego. Co prawda, na razie gospodarka nie odczuła boleśnie mniejszej dostępności FDI, ale wynika to głównie z faktu, że w momencie spadku inwestycji zagranicznych po 2008 roku, wyraźnie wzrosły napływy funduszy unijnych do Polski (Wykresy 11-12). Środki z UE zastąpiły więc częściowo ubytek FDI.

Wykres 9. Bardzo niska stopa inwestycji...



Źródło: Eurostat. Citi Handlowy.

Wykres 10. ...to częściowo efekt niewystarczających oszczędności



Źródło: Eurostat, Citi Research.

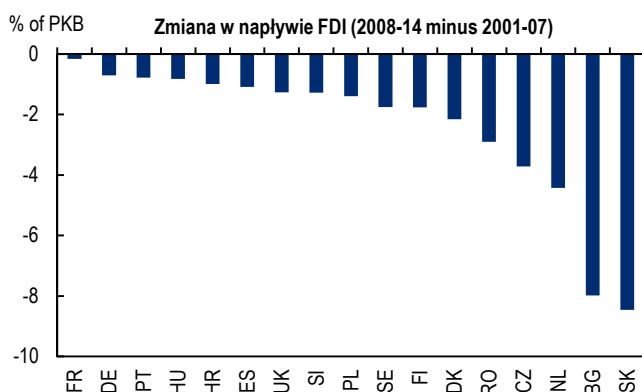
Fundusze EU

Wbrew pozorom dostęp do funduszy unijnych nie jest wcale dany na stałe. Obecna perspektywa finansowa UE sięga 2020 roku i coraz bardziej uzasadnione są obawy o to, czy kolejny budżet będzie równie hojny dla

Polski. Kwota funduszy netto do dyspozycji danego kraju zależy między innymi od jego zamożności, mierzonej PKB na głowę mieszkańca. Od momentu wejścia do Unii nowe kraje członkowskie skutecznie zwiększyły poziom dochodu, co automatycznie daje podstawy do ograniczenia funduszy w przyszłości.

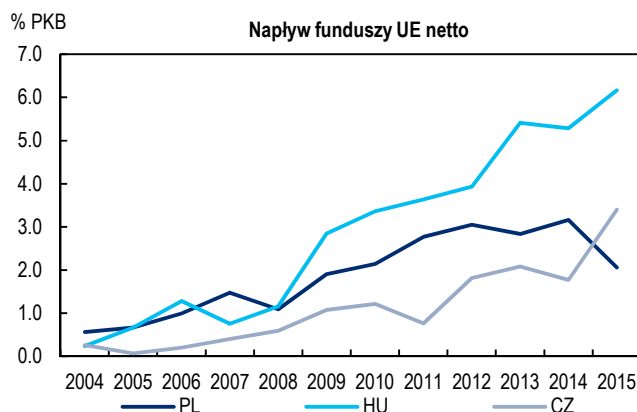
Poza czysto ekonomicznymi argumentami, również polityczne kwestie mogą zapowiadać mniej hojny budżet środków unijnych. Trwające w Europie dyskusje na temat polityki migracyjnej doprowadziły do polaryzacji między krajami Europy Zachodniej a Grupą Wyszehradzką, która sprzeciwia się planom przyjmowania imigrantów. W takiej sytuacji gotowość najbogatszych krajów do zwiększania transferów do Polski w imię europejskiej solidarności stoi pod znakiem zapytania.

Wykres 11. Kraje Europy środkowej nie odczuły w pełni konsekwencji wolniejszego napływu inwestycji zagranicznych...



Źródło: UNCTAD, Citi Handlowy.

Wykres 12. ... ponieważ jednocześnie przyspieszył napływ funduszy unijnych



Źródło: Krajowe banki centralne, Eurostat, Citi Research.

Same negocjacje budżetowe to proces polityczny i trudno w tym momencie przewidywać jego dokładny wynik. Niemniej nawet zamrożenie funduszy na dotychczasowym nominalnym poziomie oznaczałoby w praktyce, że ich wartość w relacji do PKB wyraźnie się obniża. Dodatkowo można spodziewać się wzrostu składki do unijnego budżetu, co dodatkowo zmniejszyłoby wartość funduszy netto. Spadek funduszy o 10% mógłby odjąć z wzrostu około 0,3 punkty proc.

Biorąc to pod uwagę obawiamy się, że okres, gdy dostęp do funduszy UE był jednym z kluczowych motorów wzrostu w kraju, dobiega do końca.

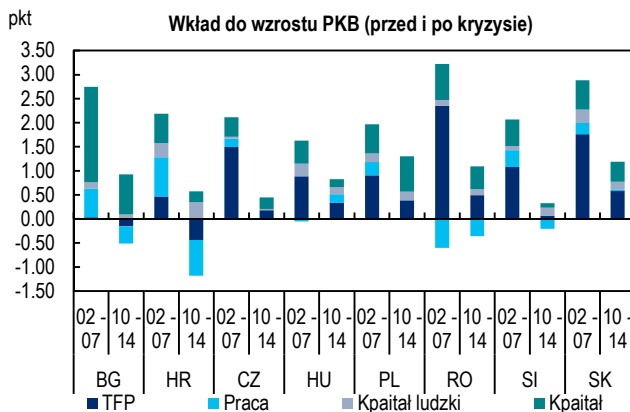
Na miejscu wydaje się też pytanie, czy inwestycje sektora prywatnego są w stanie zrekomensować ubytek inwestycji publicznych finansowanych ze środków UE. Naszym zdaniem w tej kwestii wskazany jest sceptycyzm. Trudno znaleźć przekonujący argument, czemu inwestycje prywatne miałyby rosnąć w przyszłości znacznie szybciej, niż obecnie. Oprócz wspomnianych ograniczeń w postaci niskiej stopy oszczędności w kraju, przeszkodą dla takiego przyspieszenia mogą być między innymi słabości instytucjonalne. Od wielu lat rankingi atrakcyjności inwestycyjnej lub konkurencyjności pokazują, że jedną z poważnych barier dla przedsiębiorców w kraju są przewlekające się sprawy sądowe oraz niepewność dotycząca przyszłego reżimu prawnego. Doświadczenia wielu krajów regionu pokazują, że kwestie te mogą być trudne do poprawy w krótkim czasie. Nawet gdyby doszło do zmian w tym zakresie,

pozostaje pytanie, czy przy perspektywach słabszego wzrostu ograniczenie barier inwestycyjnych będzie wystarczające do pobudzenia szybkiego wzrostu inwestycji. Taki scenariusz trudno uznać za najbardziej prawdopodobny.

3. Poprawa wydajności

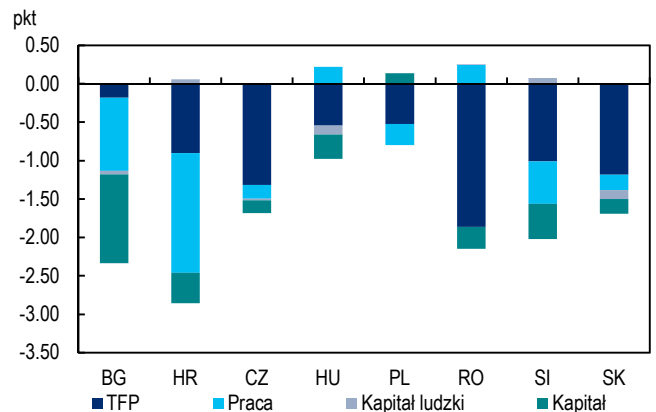
Tak jak wspominaliśmy powyżej, nawet jeżeli zmniejszanie się liczby pracujących nie zostanie zrekompensowane przez znacznie szybsze inwestycje, wzrost mógłby teoretycznie zostać utrzymany na wysokim poziomie dzięki poprawiającej się wydajności. Dane za ostatnie lata pokazują na przykład (Wykresy 13-14), że osłabienie potencjału gospodarczego po 2008 roku było w znacznym stopniu związane z wolniejszym wzrostem łącznej wydajności czynników produkcji (TFP), a więc efektywności, z jaką wykorzystywana jest praca oraz kapitał.

Wykres 13. Co stało za spowolnieniem potencjalnego wzrostu po kryzysie?



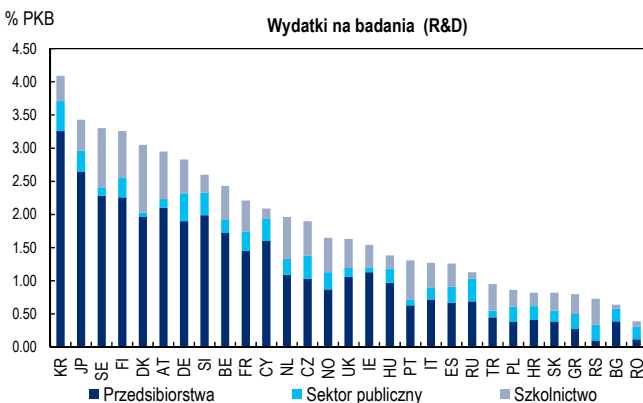
Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych PWT.

Wykres 14. Zmiana wkładu poszczególnych komponentów we wzrost PKB (2010-2014 vs. 2002-2007)



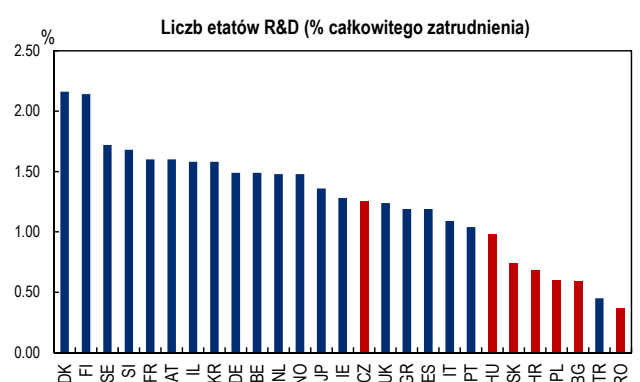
Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych PWT.

Wykres 15. Polska jest jednym z krajów UE o najniższych wydatkach na badania i rozwój...



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 16. ... a podobnie wygląda kwestia pod względem etatów



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Silne wzrosty wydajności, które odnotowywały kraje regionu po 1990 roku, były relatywnie łatwe do osiągnięcia poprzez import technologii z zamożniejszych krajów lub poprzez wykorzystywanie nowoczesnych metod zarządzania. Upraszczając sprawę, na wczesnym etapie doganiania nawet budowa pół-nowoczesnej fabryki mogła wystarczyć, aby pobudzić wzrost i

wydajność. Wykorzystawszy łatwo dostępne źródła poprawy wydajności, ten proces stał się jednak trudniejszy do kontynuowania.

Dostrzegamy trzy sposoby, w jaki można byłoby zwiększyć efektywność polskiej gospodarki. Po pierwsze, może to być osiągnięte poprzez przesuwanie już istniejących zasobów pracy w kierunku bardziej efektywnych sektorów. W krajach o wysokim udziale zatrudnienia w rolnictwie, jakim jest Polska, tego typu zmiany mogą być źródłem poprawy wydajności. W rzeczywistości proces ten już trwa w miarę stopniowego odchodzenia osób od pracy w rolnictwie. Niemniej, nawet pomimo tych zmian, gospodarka już teraz odczuwa ograniczenia w postaci „brakujących rąk do pracy”.

Po drugie, poprawa wydajności byłaby możliwa w przypadku wyeliminowania barier o charakterze instytucjonalnych. Tak jak wspominaliśmy wcześniej, tego typu zmiany następują bardzo wolno i trudno byłoby na tej podstawie budować optymistyczne projekcje dla kraju.

Po trzecie, wydajność pracy może rosnąć między innymi dzięki innowacjom. Zazwyczaj innowacje rozumie się jako wprowadzanie w życie nowych lub istotnie poprawionych produktów, procesów, metod marketingowych lub nawet zmian w organizacji pracy. Używając najpopularniejszych miar innowacyjności gospodarek (wydatki na R&D, liczba etatów w sektorze R&D, indeksy innowacyjności) można dojść do jednego wniosku – Polska, podobnie jak większość krajów Europy Środkowej, charakteryzuje się niską innowacyjnością. Na razie trudno z optymizmem spoglądać na prognozy zakładające szybką transformację Polski w kraj, który dzięki innowacyjności będzie w stanie podtrzymać wzrost na wysokim poziomie.

4. Wpływ na finanse publiczne

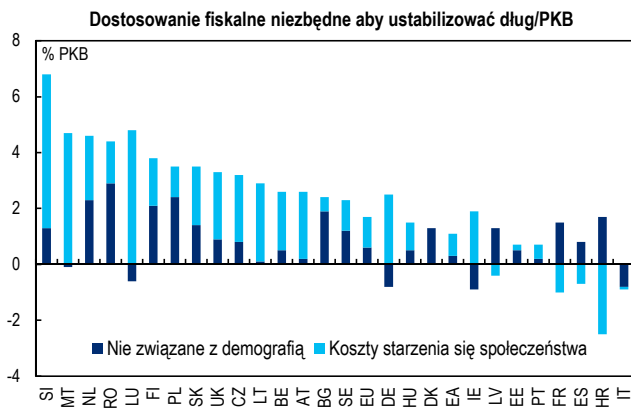
Starzenie się społeczeństwa doprowadzi do presji na wzrost deficytu i długu publicznego. Istniejący w Polsce system emerytalny oznacza w uproszczeniu, że przyszli emeryci otrzymają świadczenia, które będą ściśle powiązane z wartością odłożonych składek. Teoretycznie ogranicza to efekty budżetowe związane ze zmianami demograficznymi i powoduje po prostu, że przyszłe emerytury będą bardzo niskie. Niemniej nie uda się w pełni uniknąć konsekwencji budżetowych związanych ze starzeniem się społeczeństwa. Niski wiek emerytalny oznacza, że znaczna część pracowników prawdopodobnie będzie mogła liczyć tylko i wyłącznie na minimalną emeryturę. Oznacza to, że koszt tych emerytur będzie częściowo spoczywał na barkach podatników. Na przykład GRAPE szacuje², że przy wieku emerytalnym na poziomie 60/65, liczba emerytów pobierających świadczenie minimalne będzie ponad dwa razy większa niż w scenariuszu wieku emerytalnego 67/67. Emeryturę minimalną otrzymałoby około 70% obecnych trzydziestolatków, a aby sfinansować te emerytury, konieczne byłoby dodatkowe podniesienie stawki VAT o 2 punkty procentowe.

Do kosztów związanych z wypłatą emerytur należy doliczyć również koszty związane z rosnącymi wydatkami na zdrowie oraz opiekę nad osobami starszymi. Pewien pogląd na skalę zacieśnienia fiskalnego daje obliczany przez Komisję Europejską wskaźnik S2, który pokazuje, jak duże powinno być zacieśnienie fiskalne, aby ustabilizować dług publiczny. Według tej miary (Wykres 17) Polska należy do grupy krajów o umiarkowanym obciążeniu

² Bielecki, Makarski, Tyrowicz „Obniżenie wieku emerytalnego. Jakie będą jego skutki”, prezentacja GRAPE UW.

fiskalnym związanym ze starzeniem się społeczeństwa, choć szacunki te nie uwzględniają jeszcze obniżenia wieku emerytalnego.

Wykres 17. Koszty związane ze starzeniem się społeczeństw zaciąża na polityce fiskalnej w kolejnych latach



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Wykres 18. Realna stopa procentowa będzie w przyszłości przeciętnie niższa niż dotychczasowa średnia (1,6%)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Na tym etapie bardzo trudno ocenić, jaki wpływ będą miały rosnące koszty budżetowe na decyzje dotyczące polityki fiskalnej. Początkowo władze mogą próbować akceptować nieco wyższy deficyt fiskalny (unikając wymaganego zacieśnienia), jednak istnienie konstytucyjnego limitu długu publicznego na poziomie 60% PKB powoduje, że przestrzeń ta jest bardzo ograniczona. Przypuszczamy, że początkowo gotowość rządu do zacieśnienia fiskalnego będzie ograniczona, jednak z czasem narastające koszty budżetowe wymuszą odpowiednie dostosowanie po stronie fiskalnej. Spodziewalibyśmy się więc lekkiego wzrostu podatków i ograniczenia niektórych wydatków oraz zmian parametrów systemu emerytalnego. Na zmiany te będzie zapewne długo poczekać.

5. Wpływ na rynki finansowe

Zmiany demograficzne oraz stopniowe ograniczenie funduszy unijnych najprawdopodobniej doprowadzą do obniżenia potencjalnego tempa wzrostu. O ile przed kryzysem Polska była w stanie rosnać przeciętnie w tempie około 4%, obecnie potencjalny wzrost znajduje się w okolicach 3%, a niewykluczone, że poniżej tego poziomu. W kolejnych latach wzrost potencjalny będzie stopniowo, ale konsekwentnie, obniżać się. Dla inwestorów na rynku stopy procentowej znaczenie będzie mieć jednak to, jak powyższe zmiany wpłyną na stopy procentowe w kraju. Z jednej strony, zmiany demograficzne najprawdopodobniej przyczynią się do umiarkowanego spadku oszczędności (modelowo starzenie się społeczeństwa powinno prowadzić do znacznego spadku oszczędności, jednak w praktyce chęć pozostawienia spadku oraz niepewność co do długości życia zapewne ograniczy skłonność do konsumpcji starszych pokoleń). Z drugiej strony, starzenie się społeczeństwa i spadek liczby osób pracujących będą prowadzić do wolniejszego wzrostu inwestycji. Po pierwsze dlatego, że przy mniejszej liczbie pracowników część kapitału może być zbędna. Po drugie dlatego, że przy niższej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, nakłady inwestycyjne będą rosły wolniej.

W sumie dostosowanie po stronie inwestycji powinno być nieco większe, niż po stronie oszczędności, a przez to realna stopa procentowa w gospodarce będzie mogła być utrzymywana na odpowiednio niższym poziomie, niż w przeszłości. Na przykład w 2007 roku L. Papdemos z EBC szacował, że starzenie się społeczeństwa mogłoby obniżyć stopy realne o 50-100 pb. Dokładny wpływ na stopy procentowe w Polsce jest na tym etapie trudny do oszacowania, jednak przesłanie jest jasne. Przyszłe realne stopy procentowe będą przeciętnie niższe, niż stopy obserwowane w przeszłości. Powyższy pogląd bynajmniej nie wyklucza podwyżek stóp w kraju z obecnego, historycznie najniższego poziomu. Oznacza on jednak, że podwyżki stóp nominalnych będą stopniowe i opóźnione w stosunku do powoli rosnącej inflacji, tak aby utrzymać realne stopy na niskim poziomie.

6. Wnioski dla polityki gospodarczej

Po dwóch dekadach silnej ekspansji gospodarczej kraje Europy Środkowej weszły w fazę wyraźnie wolniejszego wzrostu. Czynniki demograficzne i strukturalne sugerują, że ten trend może być trudny do wyhamowania bez reform o charakterze strukturalnym. Doświadczenia ostatnich lat pokazują jednak, że niezbędne zmiany mogą być odkładane w czasie i zapewne – przynajmniej początkowo - będą zbyt wolne.

W krótkim okresie dostrzegamy ryzyko, że władze w krajach Europy Środkowej, w tym w Polsce, mogą nie do końca zdawać sobie sprawę, że spowolnienie ma charakter strukturalny. Jeżeli ten trend zostanie błędnie zinterpretowany, a słabość wzrostu będzie traktowana jako efekt cyklicznego spowolnienia, odpowiedź polityki gospodarczej może być zupełnie nieadekwatna. Ponieważ strefa euro i większość gospodarek rozwiniętych starają się pobudzać wzrost poprzez rozluźnienie polityki pieniężnej, banki centralne w regionie mogą mieć pokusę, aby wyłącznie sięgać po obniżki stóp lub niestandardowe rozwiązania. Jeżeli jednak mamy rację i słabość wzrostu wynika ze słabnącego gospodarczego potencjału, działania tego typu nie przyniosą sukcesu. Jesteśmy dalecy od sugerowania konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej na tym etapie. Uważamy jednak, że bardziej skutecznym sposobem na pobudzenie wzrostu w krajach regionu byłyby zmiany strukturalne (w tym np. podniesienie wieku emerytalnego, stworzenie bodźców zachęcających do aktywności zawodowej, poprawa infrastruktury przedszkolnej/opiekuńczej tak, aby ułatwić powrót kobiet na rynek pracy). Akomodacyjna polityka pieniężna może być dodatkowym wsparciem podczas wprowadzania podobnych reform, ale sama nie wystarczy, aby wprowadzić gospodarkę na ścieżkę szybkiego wzrostu.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.