



wtorek, 3 kwietnia 2018

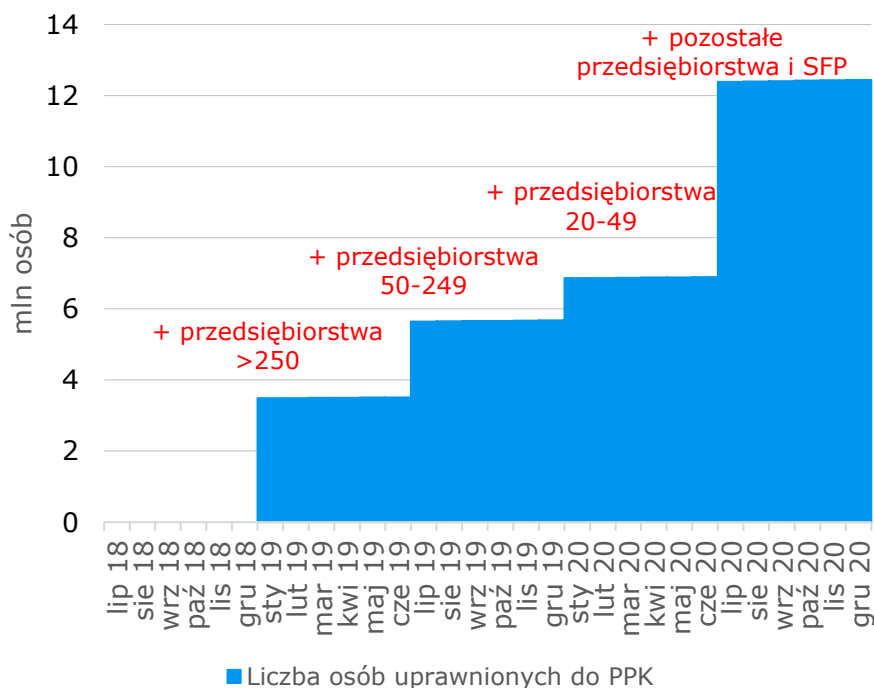
## Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

W tym wydaniu postanowiliśmy się przyjrzeć Pracowniczym Programom Kapitałowym. Przyjmujemy szeroki punkt widzenia, nierzadko prezentując dość abstrakcyjne pomysły, a rozważania prowadzimy holistycznie, uwzględniając interakcje pomiędzy sektorem gospodarstw domowych, firm i finansów publicznych. Naszym celem jest przede wszystkim próba wychwycenia efektów programu na podstawowe agregaty ekonomiczne: konsumpcję, inwestycje, oszczędności. Koncentracja na sferze popytowej gospodarki pozwala na ucieczkę od arbitralności założeń odnośnie do produktywności inwestycji, które dzięki PPK mogą się pojawić. Takie założenia niepotrzebnie wprowadzałyby do dyskusji pierwiastek ideologiczny - wszak starcie dwóch szkół ekonomii na tym polu jest nieuniknione - i zapewne odwiodłyby uwagę czytelnika od meritum.

W rozsądnym horyzoncie analizy (5-10 lat) następować będzie prawie wyłącznie akumulacja środków i ich inwestowanie. Kwestię wypłat można zaniedbać, gdyż będą one bardzo skromne z uwagi na krótki okres zbierania kapitału. Główny wniosek, jaki nasuwa się po wielopłaszczyznowej analizie PPK, sprowadza się w zasadzie do tego, że będzie to program ułatwiający mobilizację oszczędności o mało atrakcyjnej inwestycyjnie naturze, które mogą uruchomić efekty związane z międzyokresową substytucją konsumpcji i wygenerować (utrzymać) inwestycje publiczne o społecznie dodatniej stopie zwrotu. Międzyokresowa substytucja konsumpcji (efekty związane z dochodem permanentnym) zależy oczywiście od tego, czy gospodarstwa domowe uwierzą we wzrost swojego dochodu permanentnego (program PPK wydaje się być skonstruowanym w sposób sprzyjający takiej wierze). Oprócz tego, program dokona przesunięcia środków od podmiotów o niskiej skłonności do inwestowania do podmiotów o większej skłonności do inwestowania. Niebagatelne znaczenie może mieć w tym kontekście szybkie uruchomienie programu, aby nie dopuścić do dziury finansowania, która wzorem lat 2012/2013 oraz 2016 naturalnie pojawi się na styku perspektyw finansowych UE.

### Założenia

Wynajdowanie prochu na nowo nie jest naszym celem, dlatego część założeń przejęliśmy wprost z OSR do projektu ustawy. Wzorem MF zakładamy, że PPK może w chwili obecnej być objętych 11,4 mln osób (strukturę tej populacji wraz z harmonogramem objęcia PPK, uwzględniającą prognozowane zmiany zatrudnienia w gospodarce narodowej, przedstawia wykres poniżej). W kwestii partycypacji w programach zakładamy, że w PPK pozostanie 80% uprawnionych do tego osób - wartość 20% świadomie rezygnujących jest zbliżona do odsetków osób dotychczas podejmujących świadome decyzje w kwestii [emerytur](#), [donacji organów](#), itp. Analogicznie zakładamy, że 20% spośród uczestników wybierze opcję zwiększenia składki.



Z uwagi na silne efekty dystrybucyjne wprowadzenia programu wszelkie szacunki efektów jego wpływu powinny być w naszej ocenie przeprowadzane na poziomie grup dochodowych - my nasze obliczenia przeprowadzaliśmy na poziomie decyli rozkładów



dochodów z pracy najemnej (na podstawie wyników Badania Struktury Wynagrodzeń GUS z 2016 r.). Dystrybucyjne efekty dotyczą nie tylko zróżnicowania poziomu płac, ale również zróżnicowania bodźców ekonomicznych i reakcji gospodarstw domowych na nie. Można bowiem założyć, że odsetek osób pozostających w PPK będzie różnił się w zależności od grupy dochodowej (im niższa, tym niższy), podobnie jak odsetek osób decydujących się na zwiększenie odprowadzanej składki. Silnie dystrybucyjny charakter, będący odbiciem zróżnicowanych stóp oszczędności, będzie mieć [efekt wypierania istniejących oszczędności](#) przez oszczędności emerytalne generowane przez PPK. W skrajnych przypadkach PPK może wyprzeć zero lub całość oszczędności (co implikuje pełne lub zerowe przełożenie na konsumpcję bieżącą). W dalszej części opracowania przedstawiamy szereg koncepcji z tym związanych, a część z nich podsumujemy w języku ilościowym, z przedstawieniem wpływu na poszczególne agregaty ekonomiczne.

## Zmiany generowane przez PPK w poszczególnych sektorach

### 1. Sektor gospodarstw domowych

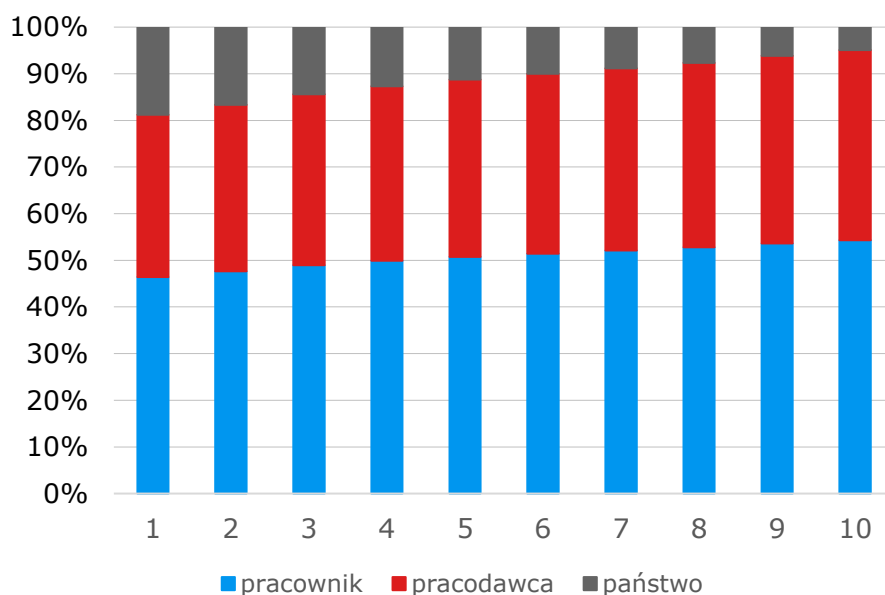
Odprowadzana przez pracowników składka będzie obniżać wypłacaną pensję dwoma kanałami<sup>1</sup>. W ujęciu statycznym powinno to oczywiście implikować obniżenie konsumpcji, adekwatne do skali obniżenia strumienia bieżącego dochodu. Takie stricte statyczne podejście może w tym przypadku być naiwne.

Po pierwsze, zwiększenie oszczędności emerytalnych powoduje efekt wypierania prywatnych oszczędności. Średnia szacunków tego efektu (cytujemy za opinią NBP do ustawy o PPK) wynosi około 50%, przy czym [eksperyment naturalny na Tajwanie](#) dowiódł, że właśnie w tym zakresie należy szukać skali tego efektu<sup>2</sup>. Efekt wypierania sprawia, że negatywny wpływ uruchomienia programu na konsumpcję indywidualną należy co najmniej obniżyć o połowę (o tyle samo należy obniżyć masę dodatkowych oszczędności w gospodarce). Co ciekawe jednak, z efektem wypierania lub bez, dojdzie z pewnością do pewnej transformacji terminów i formy oszczędzania w gospodarce. Wyparte zostaną z dużym prawdopodobieństwem oszczędności płynne i krótkoterminowe (depozyty bankowe), zaś zbudowane oszczędności długoterminowe, z przeważeniem w kierunku rynku kapitałowego (patrz struktura portfeli towarzystwa zarządzających oszczędnościami w ramach PPK). Księgowo to 1:1 na poziomie strumieni, ekonomicznie niekoniecznie - z większym potencjałem tych drugich. Istnieje jeszcze jedna istotna kwestia. Z niezerowym prawdopodobieństwem wyparte mogą zostać oszczędności (majątek) zarządzane przez inwestora nieprofesjonalnego i spekulacyjnego i przeniesione do zarządzania inwestorom profesjonalnym. To może też przerwać błędne koło napływów do funduszy inwestycyjnych (słaba stopa zwrotu – wypływy – jeszcze słabsza stopa zwrotu). Pojawiający się efekt majątkowy może mieć pozytywny wpływ na konsumpcję.

<sup>1</sup> Do tego negatywnego efektu należałoby dodać podatek PIT płacony od składki przekazywanej przez pracodawcę, jednak wartość tego efektu to ledwie około 20% efektu ubytku płacy netto w wyniku wprowadzenia składki pracownika. Z tego względu ten efekt wygląda na zanedbywalnie mały.

<sup>2</sup> Efekt wypierania zależy wprost proporcjonalnie od dochodu uczestnika systemu, jego wiedzy o jego funkcjonowaniu oraz indywidualnego przeświadczenia o trwałości systemu. Pracownicy mniej zamożni, mało świadomi ekonomicznie i słabo wierzący w system potraktują go tylko jako dodatkowy koszt i z ich strony należy oczekiwać obniżenia konsumpcji (łącznie nawet z obniżeniem oszczędności realizowanych w inny sposób z uwagi na spadek dochodu do dyspozycji). Jest to jednak grupa, która najprawdopodobniej wypisze się z systemu – nie zbudują oni oszczędności emerytalnych, ale też nie wystąpi przez to część negatywnych efektów dla bieżącej konsumpcji na szczeblu makro.

### Struktura składki do PPK wg decyli dochodu (bez opcji zwiększenia składki)



Po drugie, idea PPK zawiera w sobie wiele zachęt (=egzogeniczny dopływ pieniędzy do gospodarstw domowych) w postaci dopłaty do składki ze strony pracodawcy (to już jest w I i II filarze) oraz dopłaty ze strony rządu w postaci dopłaty corocznej i składki powitalnej (tego już w II filarze nie ma). Opłaty te powodują, że pracownik odkłada na indywidualnym koncie więcej niż 1 zł za każdy 1 zł odjęty od pensji, zakładając oczywiście dodatnią stopę zwrotu<sup>3</sup> generowaną przez fundusz zarządzający środkami. W takim wypadku dochód oczekiwany w czasie trwania życia rośnie, co może prowadzić do powiększenia konsumpcji względem tej liczonej stricte z efektu statycznego. Zwiększenie konsumpcji i oszczędności tylko na pierwszy rzut oka jest ze sobą sprzeczne. Czując wyższy dochód trwały konsumenci mogą w większym stopniu wykorzystać rynki kredytowe, aby skonsumować więcej dziś kosztem przyszłej konsumpcji (teoretycznie wyższej, bo pojawia się dochód z PPK). Jako że rynki kredytowe funkcjonują dzięki podmiotom nadwyżkowym (dawcy oszczędności, z reguły bogatsi), łatwiejsze przesunięcie środków do uboższych gospodarstw domowych samo w sobie powinno generować pozytywny efekt konsumpcyjny<sup>4</sup>. Pozostaje niezbadane, czy efekt wypierania dotyczy tylko i wyłącznie efektu statycznego, czy też pracujący biorą pod uwagę też ten drugi efekt.

Po trzecie, nie bez znaczenia są prawdopodobnie efekty dystrybucyjne generowane przez różne bodźce osób uczestniczących bądź rezygnujących z systemu. Efekt wypierania oszczędności będzie bowiem dotyczył w pierwszej kolejności najzamożniejszych gospodarstw domowych. Z kolei pracownicy o najniższym dochodzie z pracy, którzy odczuliby zapewne największy wpływ na swoją konsumpcję, będą z większym prawdopodobieństwem rezygnować z systemu. Mogą to być jednocześnie gospodarstwa domowe, którym ciężko wyliczyć/zrozumieć kwestie wpływu na ich dochód w trakcie trwania życia, więc decyzja o pozostaniu w systemie zapewne nie wpłynęłaby na ich konsumpcję w ujęciu dynamicznym. Tym samym, samoselekcja do programu powinna ograniczać negatywny wpływ na konsumpcję za pośrednictwem kanału dochodu bieżącego (w tym duchu patrz też przypis 2 i 4), bo osoby których efekt ten dotyczył najbardziej najprawdopodobniej z systemu PPK nie będą korzystać. Licząc efekt wypierania w ujęciu statycznym łącznie z efektem płynącym z dochodu trwałego możemy osiągnąć dużo mniejsze ograniczenie konsumpcji niż wydawać by się mogło przy statycznym ujęciu problemu. Co więcej, uwzględniając możliwość zwiększenia transferów międzypokoleniowych w przyszłości, wypłacane z PPK kwoty mogą trafiać za pośrednictwem beneficjentów systemu do konsumentów młodszych, o dużo wyższej krańcowej skłonności do konsumpcji – ten wpływ ujawni się dopiero w fazie wypłat i będzie prowadził do dodatkowego zmniejszenia negatywnego efektu składki na konsumpcję.

Podsumowując, negatywny wpływ wprowadzenia PPK na konsumpcję może być znacząco niższy niż powszechnie się uważa. Może nie będzie go wcale?

<sup>3</sup> Trudno się spodziewać, że stopy zwrotu będą się różnić w sposób systematyczny od wyników TFI o odpowiednio dobranym profilu działalności, czy też od stóp zwrotu z OFE. Będzie to ta sama stopa zwrotu, którą konsument mógłby osiągnąć gdzie indziej. Implikuje to automatycznie, że dopłata od rządu i pracodawcy musi zwiększać *ex ante* stopę zwrotu z funduszu względem każdego innego produktu inwestycyjnego o podobnym profilu bez dopłat.

<sup>4</sup> Sceptycy poruszają tu ważką kwestię, że gospodarstwa domowe, które są ograniczone kredytowo (tj. nie mogą wziąć kredytu i tym samym rozsmarowywać konsumpcji w czasie) tylko i wyłącznie ograniczą konsumpcję w wyniku wprowadzenia programu. Jak dowodzimy dalej, wcale nie muszą się oni w tym programie znaleźć (samoselekcja), a jeśli już się znajdują, dodatkowy popyt na obligacje skarbowe na rynku generowany przez PPK może powodować, że prowadzona odpowiednio polityka społeczna będzie stanie wesprzeć gospodarstwa ograniczone kapitałowo. Jest to w literaturze efekt dość dobrze rozpoznany. Jeśli konsument nie może pożyczyć sam, robi to za niego państwo (zdecydowanie lepszy rating) i pożycza jemu lub za niego wydaje dostarczając transferów bądź usług publicznych.

## 2. Sektor przedsiębiorstw

Firmy dopłacają do składki płaconej do pracownika. To w naturalny sposób zwiększa klin podatkowy i zwiększa problem z zatrudnieniem osób o niskiej produktywności, zarabiających naturalnie mało. Z tytułu odprowadzanej składki pojawiają się po stronie firmy niewielkie oszczędności podatkowe, gdyż składkę można zaliczać do kosztów i zmniejsza ona podstawę opodatkowania. Opinia NBP sugeruje, że jego efektem będzie niewielkie obniżenie rentowności przedsiębiorstw, co uwzględniając efekty kompozycyjne doprowadzi do tego, że część przestanie być rentowna w ogóle. Jest to oczywiście efekt, którego na poziomie mikro nie można wykluczyć, jednak nie powinien mieć on znaczącego przełożenia na skalę makro. Od dłuższego czasu lansujemy tezę, że z uwagi na trudności w kształtowaniu cen, część przedsiębiorstw będzie musiała upaść, uwalniając w ten sposób rzadkie zasoby (głównie pracy) i zwiększając zagregowaną produktywność sektora, zwłaszcza MSP. W warunkach silnego popytu – zarówno wewnętrznego jak i zewnętrznego – dostosowanie tego typu nie powinno powodować zawirowań w gospodarce na poziomie makro. Wprowadzenie PPK może w praktyce nawet przyspieszyć ten proces. Możemy sobie także wyobrazić, że równolegle zwiększy się presja na konsolidację przedsiębiorstw – biorąc pod uwagę specyfikę rynku pracy oraz przenoszenie konkurencyjności na poziomy poza-cenowe, konsolidacja małych przedsiębiorstw byłaby czynnikiem pozytywnym i być może doprowadziłaby nawet do zwiększenia inwestycji w gospodarce oraz zwiększenia wydatków na badania i rozwój – w tych wydatkach małe i mikro-przedsiębiorstwa znajdują się absolutnie w ogonie. Jednocześnie, jeśli wspomniane upadłości będą skoncentrowane w grupie przedsiębiorstw małych, nisko marżowych i nieproduktywnych, to wpływ PPK na zagregowane inwestycje sektora przedsiębiorstw będzie bliski zeru, bo przedsiębiorstwa te i tak nie inwestowałyby.

W dyskusji nad wprowadzeniem PPK pojawiają się też sugestie, że pracodawcy obniżą pracownikom pensje w celu obniżenia klina do poprzedniego poziomu. Przy bieżącej bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy (która w najbliższych latach się nie zmieni, bo od tego momentu struktura demograficzna będzie trwale się pogarszać) stwierdzenie wydaje się wręcz absurdalne, co potwierdzą praktycy mający jakąkolwiek styczność z rekrutacją. Nawet w normalnych warunkach sztywność wynagrodzeń w dół (rzadkość cięć pensji) czyni taki scenariusz mało prawdopodobnym. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne wydaje się wystąpienie zjawiska, w którym pracujący będą dążyć do skompensowania niższej wypłacanej pensji podniesieniem stawki brutto.

Co przedsiębiorstwa dostają „w zamian”? Wygląda na to, że przynajmniej dla części z nich otwiera się perspektywa łatwiejszego finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego. Aby jednak przypisać temu czynnikowi pozytywny efekt należałoby założyć, że w chwili bieżącej przedsiębiorstwa mają ograniczenia w dostępie do kredytowania. Nie widać jednak tego ani w ankietach koniunktury, ani w ankietach dotyczących sektora bankowego. Pogłębienie rynku kapitałowego mogłoby iść w parze ze zwiększeniem dostępu do finansowania realizowanego poza sektorem bankowym, jednak pozostaje to póki co tylko w obszarze spekulacji (odnośnie polityki inwestycyjnej PPK wypowiadamy się w dalszych akapitach).

Problem PPK przedstawia się ciekawie w kontekście zmian w finansowaniu ze środków unijnych po 2022 roku. Od lat wiadomo, że napływ środków UE w ramach kolejnej perspektywy będzie niższy zarówno w ujęciu brutto, jak i netto (tu dochodzi wyższa składka do budżetu UE). Arytmetyka dostępności finansowania dla sektora przedsiębiorstw (liczona potencjałem sektora bankowego do kredytowania) nie sugeruje – jak już wcześniej wspomniano – że strumień środków dla przedsiębiorstw może okazać się niewystarczający. Inaczej mogą jednak przedstawiać się względy psychologiczne w tym zakresie. Choć dziś możliwości finansowania rozwoju są w przedsiębiorstwach oceniane dobrze, lada chwila może się to pod wpływem (nawet nieuzasadnionej) zmiany nastrojów zmienić. W tym kontekście obecność PPK, czy pogłębienie rynku kapitałowego, o którym wspominaliśmy wcześniej, mogłoby być czynnikiem zapobiegającym eskalacji negatywnych oczekiwań i blokowałaby mechanizm samospełniającej się przepowiedni, który ograniczyłby wydatki inwestycyjne na długo zanim faktyczne problemy z pozyskaniem środków by się pojawiły. Trudno nam ocenić jak ważny kanał oddziaływania PPK na gospodarkę mogłoby to stanowić. Do powyższego rozumowania należałoby też dołożyć łyżkę dziegciu, gdyż kredyt bankowy, czy środki pozyskane z rynku kapitałowego to dla firmy nie to samo, co unijny kredyt z dopłatą. Ten problem można jednak też rozwiązać, o czym piszemy w dalszej części raportu.

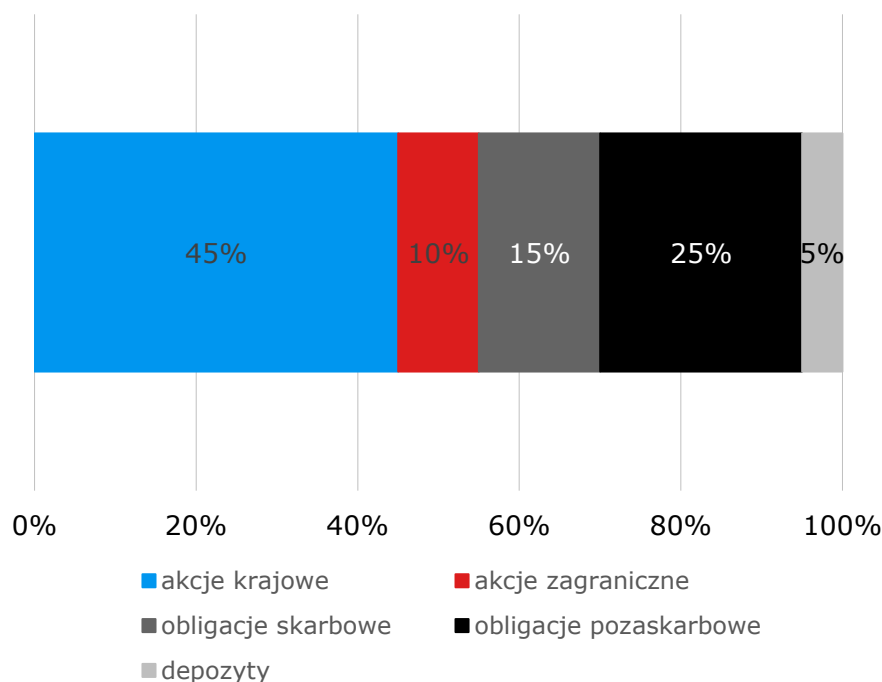
## 3. Wpływ PPK na sektor finansów publicznych

Dla SFP PPK jest statycznie kosztem poprzez: bezpośrednie dopłaty do programu, wpłaty do programu realizowane w sektorze publicznym jako dopłaty do składek pracowników, obniżenie podatków z sektora przedsiębiorstw. Dynamicznie rośnie jednak stopa zastąpienia z całości systemu emerytalnego, odraczana jest siła nabywcza, która w przyszłości może przynieść dodatkowe wpływy podatkowe (kwestia wydatków samych beneficjentów plus środków dystrybuowanych w ramach transferów międzygeneracyjnych, którą poruszaliśmy przy okazji konsumpcji). Dodatkowo, wśród korzyści wprowadzenia PPK można sobie wyobrazić zmniejszenie kosztów transferów społecznych (zmniejszenie zagrożenia ubóstwem w przyszłości) oraz zmniejszenie obciążenia służby zdrowia (nie tylko dlatego, że beneficjenci systemu będą mieli więcej środków prywatnych, aby o siebie zadbać, ale będą mogli to zrobić w wieku, w którym stan zdrowia można jeszcze poprawić i przez to ściąć koszty publiczne opieki w czasie zaawansowanej starości – warto potraktować to zjawisko jako interesującą hipotezę do weryfikacji). Wreszcie, co jest

argumentem mało oczywistym w toczącej się dyskusji, utworzenie PPK generuje korzyści dla sektora finansów publicznych rozumiane jako wsparcie dla inwestora, którym ten sektor przecież jest. Zwiększenie oszczędności w gospodarce oraz transformacja terminów oszczędności otwierają, w połączeniu z polityką inwestycyjną towarzystw zarządzających środkami z PPK (patrz niżej) pole inwestycji publicznych o społecznie dodatniej stopie zwrotu, które nie zostałyby zrealizowane w ani indywidualnie, ani w sektorze przedsiębiorstw. Częściowo rozwiązuje to też problem 2022+, ale o tym poniżej.

#### 4. Polityka inwestycyjna PPK

O ile bezpośrednio PPK będą dla sektora publicznego kosztem, w szerszej perspektywie można sobie wyobrazić wiele korzyści. W tym kontekście naturalne jest pytanie o politykę inwestycyjną PPK. W naszej opinii najbardziej racjonalnym byłoby założenie, że cały sektor PPK będzie inwestować tak, jak w przeszłości inwestowały podmioty zajmujące się zarządzaniem długoterminowymi oszczędnościami emerytalnymi, nieobjęte ścisłymi limitami co do struktury aktywów. Podmioty te to... PTE przed reformą z 2013/14 r. Jako podstawę prognozowanej alokacji PPK przyjęliśmy zatem strukturę aktywów OFE z końca 2013 r. z jedną istotną modyfikacją. Zakładamy, że w alokacji PPK istotny udział będą miały obligacje infrastrukturalne, a więc quasi-skarbowe papiery wartościowe emitowane przez spółki celowe (np. zawiązana celem budowy Centralnego Portu Lotniczego) lub BGK. Ostatecznie, docelowo 45% aktywów PPK będą stanowić krajowe akcje, 15% SPW, 25% quasi-skarbowe papiery wartościowe, a pozostała część aktywów będzie przypadać na instrumenty rynku pieniężnego i inwestycje zagraniczne. W pierwszych latach funkcjonowania systemu można oczekiwać większego przeważania w kierunku instrumentów o większym ryzyku.



Taka polityka inwestycyjna będzie mieć szereg korzyści z punktu widzenia finansowania inwestycji publicznych<sup>5</sup>: pozwala na kierowanie środków od podmiotów dysponujących nadwyżką oszczędności nad inwestycjami (przedsiębiorstw prywatnych) do podmiotów inwestujących; umożliwi najprawdopodobniej wypchnięcie części inwestycji publicznych poza sektor rządowy i samorządowy, poprawiając tym samym jego wynik fiskalny; stworzy niemały rynek dla nowej klasy aktywów (szacujemy, że przy takiej alokacji napływy na rynek obligacji wyniosą ok 10 mld zł w 2021 roku); zwiększy stabilność zwrotów z zarządzanych środków relatywnie do alokacji opartej całkowicie na akcjach. Wreszcie, dodatkowy strumień finansujący inwestycje publiczne powinien stanowić sposób na uzupełnienie braków powstałych w wyniku zmniejszenia skali napływu środków w ramach funduszy UE (zakładamy, że w nowej perspektywie napływ netto będzie mniejszy o ok. 25-30% niż w latach 2014-2020). Naturalnym rozwinięciem polityki inwestycyjnej PPK jest rynek listów zastawnych, czy finansowanie nieruchomości na innych zasadach.

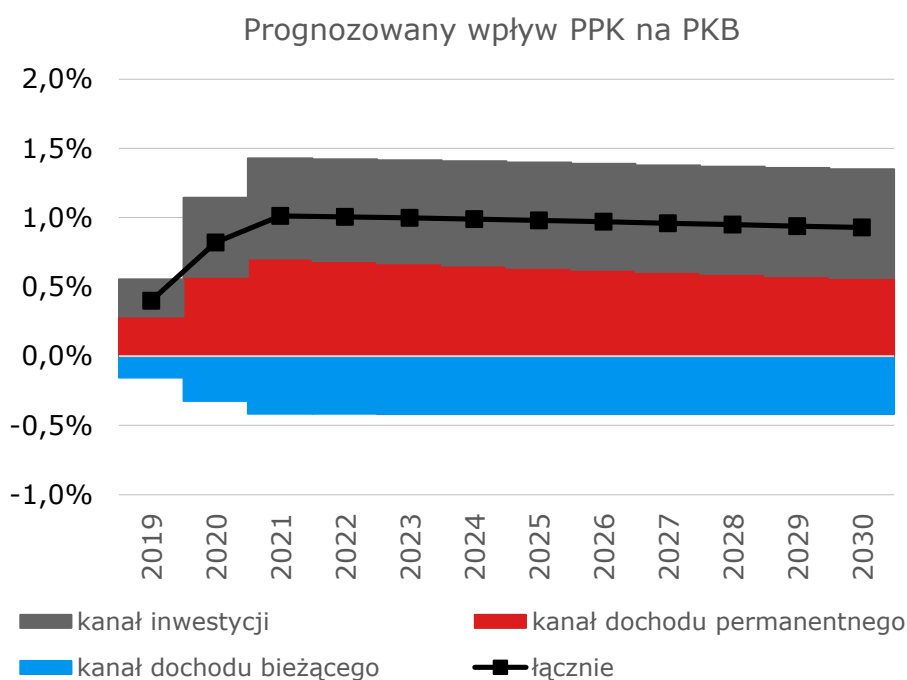
<sup>5</sup> Uwaga! Zakładamy, że dodatkowy popyt na SPW wygenerowany przez PPK nie wpłynie na inwestycje sektora rządowego i samorządowego. Rozszerzenie bazy inwestorów dla SPW nie zmieni ograniczenia budżetowego sektora ani statystyk fiskalnych.



Można sobie także wyobrazić, że część środków w ramach III filara byłaby dedykowana wręcz na udzielanie kredytów po stałej stopie za pośrednictwem banków.

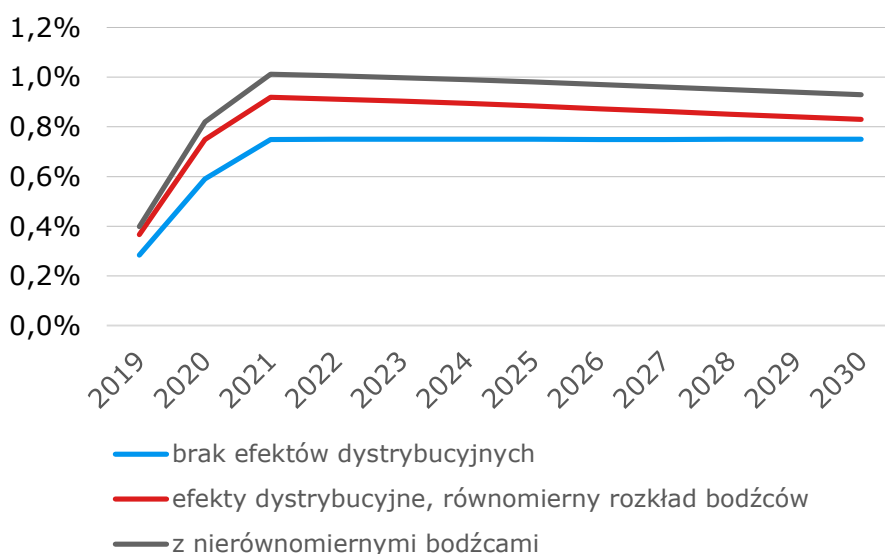
### Zmiany w agregatach ekonomicznych

Omówiwszy kanały oddziaływania PPK, możemy przedstawić szacunki wpływu programu na PKB za pośrednictwem wybranych kanałów (tj. tych, które były łatwiejsze do skwantyfikowania ☺): dochodu bieżącego, dochodu permanentnego i inwestycji publicznych. Z tyłu głowy należy mieć wpływ na inwestycje prywatne za pośrednictwem poprawy możliwości finansowania na rynku kapitałowym (pozytywny) oraz poprzez kanał pogorszenia rentowności przedsiębiorstw (negatywny). Szacowany wpływ PPK na gospodarkę jest pozytywny i sięga w szczytowym momencie 1% PKB. Wynika to z dominacji kanałów dochodu permanentnego i inwestycji nad kanałem dochodu bieżącego.



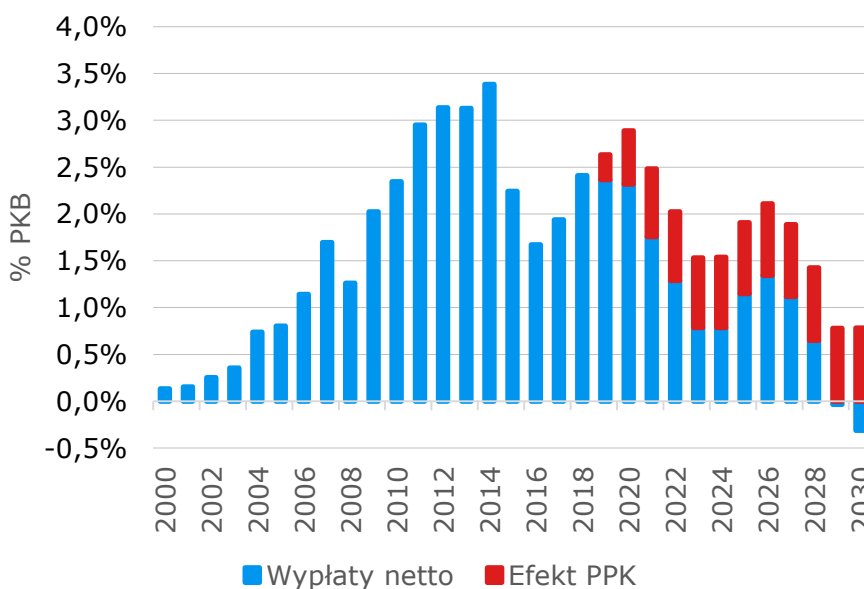
Zakładamy, że średnio rzecz biorąc pozostanie 80% uprawnionych do uczestnictwa w PPK. To pozwala na wygenerowanie wpływu PPK na agregaty w ujęciu średnim oraz z efektami dystrybucyjnymi, ale z równomiernym rozkładem bodźców. W wariacie, w którym reakcja gospodarstw domowych na bodźce jest nierównomierna zakładamy, że w pierwszym decylnie będzie to 66% gospodarstw domowych (odsetek może zostać zwiększony chociażby degresywną dopłatą do składki ze strony państwa), w ostatnim zaś – 95%. Pozostałe decyle są interpolowane liniowo na podstawie tych dwóch punktów. Analogicznie w przypadku efektu wypychania – PPK nie wypycha żadnych oszczędności w przypadku gospodarstw domowych z pierwszego decyla, 100% dla najbogatszych, pozostałe decyle interpolowane liniowo. Wzrost dochodu permanentnego liczymy zawsze jako prostą konsekwencję kontrybucji pracodawcy i państwa do wpłaty na PPK relatywnie do składki płaconej na pracownika. W praktyce efekty dyskontowania i stopy zwrotu w dużej mierze się znoszą, dlatego w pierwszym przybliżeniu prosta proporcja części składki nie-kontrybuowanej przez pracownika do wynagrodzenia wystarcza. W każdym z wariantów zakładamy, że dodatkowe inwestycje są równe zakupom obligacji quasi-skarbowych. Poniżej prezentujemy wyniki obliczeń dla tych 3 przypadków.

Całkowity wpływ na PKB wg trzech wariantów



Jak już wspomniano, dodatkowe finansowanie inwestycji publicznych możliwe dzięki PPK powinno uzupełnić lukę powstałą w wyniku zmniejszenia skali napływu środków UE (uwaga – lukę w wartościach bezwzględnych; wzrost PKB Polski i sprzężony z nim wzrost składki sprawia, że napływy netto środków z UE będą tak czy owak spadać w relacji do PKB). Pod kątem tej analizy zakładamy, że w ramach kolejnej perspektywy Polska otrzyma o 25% mniej brutto środków w ramach polityki spójności (w kategoriach napływów netto ubytek powinien być większy). Nie wnikając w dywagacje na temat struktury wydatkowania środków w niezaplanowanej jeszcze perspektywie, można zauważyć, że dodatkowy popyt inwestycyjny związany z PPK (wg kanału zarysowanego wcześniej) będzie większy o ok. 2-3 mld zł rocznie od ubytku środków UE. Co więcej, w przeciwieństwie do naszego prostego modelu, w którym przełożenie strumienia napływów do PPK na dodatkowy popyt inwestycyjny jest stałe w czasie (i zależy tylko i wyłącznie od alokacji środków), w rzeczywistości popyt inwestycyjny może być skoncentrowany w czasie i, do pewnego stopnia, antycykliczny, łagodząc okresy przerw w wydatkowaniu środków UE – zwłaszcza kluczowy rok 2022, w którym większość starego finansowania zostanie już skonsumowana.

Wpłaty netto z budżetu UE do Polski (uwzględnia WPR)





## mBank Research

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA  
główny ekonomista  
tel: +48 22 829 0166  
email: [ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel: +48 22 526 7034  
email: [piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Dr Marcin Mazurek  
analityk  
tel: +48 22 829 0183  
email: [marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel: +48 22 829 0256  
email: [karol.klimas@mbank.pl](mailto:karol.klimas@mbank.pl)

### Uwagi:

Skrzynka pocztowa [research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.