

Komentarz Specjalny

Nowelizacja – Po co, o ile i co z tego wyniknie?

- W minionym tygodniu rząd przedstawił pierwsze szczegóły dotyczące rewizji budżetu. Choć częściowo już komentowaliśmy ten temat w raporcie miesięcznym, w poniższej notce podsumowujemy nasze opinie dotyczące wpływu rewizji na wskaźniki fiskalne.
- **Wyższy deficyt niższe wydatki.** Rewizja budżetu zakłada podniesienie deficytu o 16 mld zł, choć naszym zdaniem istnieje szansa, iż ostateczny wynik okaże się nieco lepszy. Rząd planuje również cięcia wydatków na kwotę nieco przekraczającą 8 mld zł, jednak przypuszczamy, że obejmuje to projekty, które i tak nie zostałyby zrealizowane w tym roku.
- **Próg 55% zagrożony?** Od tego roku kwestia wzrostu długu powyżej 55% to nie to samo, co uruchomienie procedur ostrożnościowych. Nasz bazowy scenariusz przewiduje, że dług publiczny może przekroczyć 55% PKB w bieżącym roku o ile złoty nie okaże się mocniejszy niż zakładamy. Niemniej w naszej ocenie rząd nie będzie zmuszony do zacieśnienia fiskalnego, gdyż w znowelizowanej ustawie o finansach publicznych reguły fiskalne są uruchamiane dopiero gdy „skorygowany” dług przekroczy ten próg. Według naszych szacunków mogłoby do tego dojść dopiero w przypadku osłabienia złotego w kierunku 4,75 (przeciętnie w całej II połowie roku).
- **Lekko pozytywne dla wzrostu.** Według naszych szacunków polityka fiskalna jest wciąż zacieśniana, o czym świadczy spadek tzw. pierwotnego deficytu (a więc bez płatności związanych z odsetkami) skorygowanego o wpływ cyklu koniunkturalnego – Tabela 2. Niemniej warto przedstawić te liczby w odpowiednim kontekście – alternatywą dla nowelizacji budżetu byłyby głębsze cięcia wydatków, które zaważyłyby na wzroście PKB. Na tle tego punktu odniesienia zmiany przewidziane w nowelizacji można uznać za lekko pozytywne. Ponieważ jednak były one zbliżone do naszych oczekiwań, pod ich wpływem nie zmieniamy prognoz dotyczących PKB w 2013 roku (1,3%).
- **Implikacje rynkowe.** Naszym zdaniem ogłoszone zmiany w ustawie budżetowej nie są na tyle duże, aby uzasadnić większą reakcję rynkową. Tym bardziej, że wzrost deficytu wydaje się adekwatną odpowiedzią na spowolnienie gospodarcze i brak perspektyw luzowania monetarnego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

*przy współudziale:***Miłosza Gabrysia**

Nasze wnioski z nowelizacji

1. Po co zmieniać budżet?

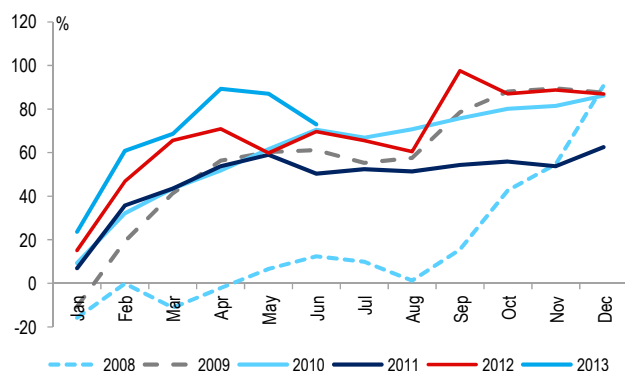
Niedawno ogłoszona rewizja budżetu wynika z faktu, że wzrost gospodarczy okazał się znacznie słabszy od rządowych prognoz, prowadząc do znacznego ubytku po stronie dochodów podatkowych. Spójrzmy jednak na szczegóły. Wzrost PKB najprawdopodobniej będzie o niemal połowę niższy od pierwotnych prognoz, podczas gdy rzeczywista inflacja w 2013 roku może stanowić zaledwie jedną trzecią pierwotnych szacunków (Tabela 1). Ponieważ deficyt i wydatki nie mogą przekroczyć poziomów wyznaczonych w ustawie, jeżeli już dochodzi do znacznego ubytku dochodów rząd bywa zmuszony do bolesnej (przynajmniej w sensie politycznym) rewizji budżetu. Tym razem dochody mają być niższe od planów o około 24 mld zł (tj. około 1,5% PKB), i to już po uwzględnieniu wyższego od planów zysku z banku centralnego.

Tabela 1. Założenia makroekonomiczne w budżecie na 2013 rok oraz aktualne prognozy Citi Handlowy

2013	Prognoza Citi (Lip 2013)	Budżet (Wrz 2012)
PKB (r/r)	1,3	2,2
Konsumpcja indywidualna (r/r)	1,0	2,2
Inflacja (r/r, średnioroczna)	0,8	2,7
Stopa bezrobocia rejestr. (%)	14,2	13,0

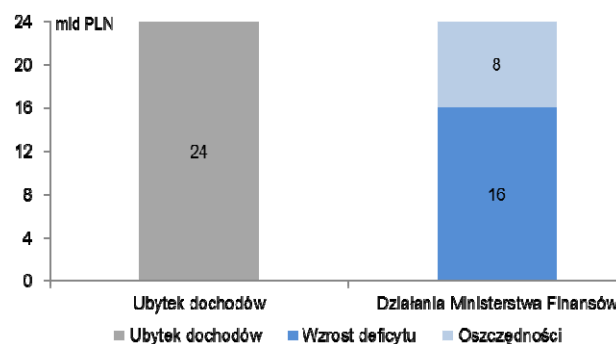
Źródło: Prognozy Ministerstwa Finansów oraz Citi Handlowy.

Wykres 1. Przyrost deficytu w 2013 r. szybszy niż w latach poprzednich



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 2. Ubytek w dochodach rządu 24 mld PLN tylko częściowo będzie skompensowany przez cięcia wydatków



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

2. Jak duża ma być rewizja?

Według zapowiedzi premiera i ministra finansów deficyt budżetowy ma wzrosnąć o 16 mld zł (1% PKB), a więc do około 51 mld. Pozostała część ubytku dochodów (nieco powyżej 8 mld zł) ma znaleźć pokrycie w cięciach wydatków, jednak szczegóły dotyczące tych redukcji nie zostały jeszcze podane. Spodziewamy się, że planowane ograniczenie wydatków przynajmniej częściowo dotyczy projektów, które i tak nie byłyby zakończone, gdyż limity wydatków zazwyczaj nie są w pełni realizowane.

Jeżeli tak rzeczywiście jest, zapowiedziane cięcia powinny mieć ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą, gdyż ich znaczenie i tak było częściowo uwzględnione w poprzednich prognozach. Wielkość rewizji deficytu jest nieco większa od naszych oczekiwań, jednak nie na tyle duża by stanowić poważną niespodziankę. W naszej ocenie Ministerstwo Finansów najwidoczniej postanowiło pozostawić sobie pewien bufor bezpieczeństwa i dlatego nowy limit deficytu został zaplanowany na poziomie, który daje przestrzeń do niewielkich pozytywnych niespodzianek. Dostrzegamy szansę, że ostateczny deficyt będzie o około 5 mld zł niższy niż zakłada nowelizacja budżetu.

Tabela 2. Prognozy fiskalne i makroekonomiczne.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Wynik sektora finansów publicznych	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,3	-3,9	-3,5
Wynik strukturalny	-3,0	-5,0	-7,9	-8,3	-5,4	-3,6	-3,5	-3,0	-2,8
Wynik skorygowany o cykliczne odchylenia	-0,7	-2,8	-5,2	-5,6	-2,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3
Luka popytowa (% produktu potencjalnego)	2,9	3,3	1,1	1,1	1,1	-0,7	-2,2	-2,1	-1,7
Dług publiczny (metodologia krajowa)	44,8	46,9	49,8	52,8	53,5	52,7	55,5	55,8	55,2
Wzrost PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,3	2,8	3,3
CPI (% średnio)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,8	1,9	2,5
EUR/PLN (na koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,33	4,15	4,00
EUR/PLN (średnio)	3,78	3,51	4,33	3,99	4,12	4,19	4,23	4,28	4,08

Źródło: Eurostat, AMECO, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Ponieważ szczegółowe informacje na temat rewizji budżetu są wciąż na tym etapie niedostępne, nie można precyzyjnie oszacować jej wpływu na poziom długu publicznego oraz deficytu sektora rządowego i samorządowego (obejmuje on oprócz sektora centralnego również samorządy oraz fundusze ubezpieczeń społecznych). Niemniej Tabela 2 zawiera nasze prognozy w oparciu o opublikowane dotychczas informacje. Zakładamy, że między innymi dzięki nieco wyższemu wzrostowi gospodarczemu w II połowie roku, rzeczywisty deficyt okaże się nieco niższy od tego sugerowanego przez planowaną skalę rewizji budżetu. Niemniej nawet w takim scenariuszu zakładamy wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego do 4,3% PKB w 2013 roku, wobec 3,5% w dotychczasowej prognozie Ministerstwa Finansów. Niemniej fakt, że rząd chętniej wykorzystuje politykę fiskalną aby wspierać gospodarkę sugeruje, że ryzyko dla 2014 roku leży po stronie rozluźnienia polityki budżetowej.

Jeżeli chodzi o potrzeby pożyczkowe, mają one wzrosnąć o 16 mld zł (1% PKB), a więc w kwocie odpowiadającej rewizji deficytu. Przedstawiciele rządowi potwierdzili jednak, że połowa tych dodatkowych potrzeb zostanie pokryta z źródeł pozarynkowych, a więc ze strony międzynarodowych instytucji finansowych (Bank Światowy, EBI).

3. Czy istnieje ryzyko wzrostu długu powyżej 55% PKB

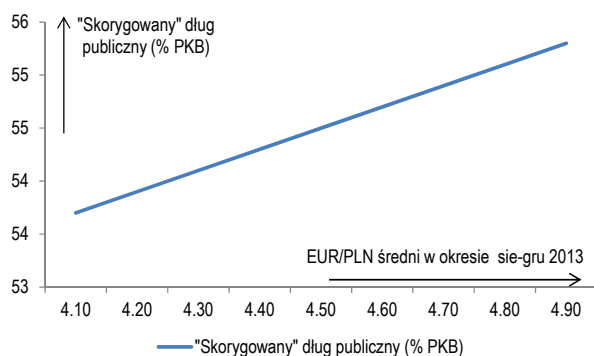
Tak, w naszej ocenie ryzyko przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% w 2013 roku jest relatywnie wysokie, ale nie powinno wywołać uruchomienia sankcji zapisanych w ustawie o finansach publicznych. Uwaga, jaką przywiązuje się do poziomu 55% PKB wynika z faktu, że po przekroczeniu przez dług tego poziomu rząd może być zobowiązany do zacieśnienia polityki fiskalnej (Ramka 1). Założenia stojące u podstaw naszych szacunków są przedstawione w Tabeli 2, jednak jako najbardziej niepewne można uznać założenie dotyczące kursu walutowego (EUR/PLN na poziomie 4,33 w grudniu 2013). Naturalnie jeżeli złoty okaże się

silniejszy, powinno to pomóc w utrzymywaniu długu na nieco niższym poziomie, choć nie zmienia to naszej oceny, że poziom 55% nie jest w żadnym razie poza zasięgiem.

Nawet w naszym bazowym scenariuszu dług publiczny rosnący powyżej 55% PKB nie uruchamia dostosowania fiskalnego zapisanego w polskiej ustawie o finansach publicznych. Wynika to z faktu, że po ubiegłorocznej nowelizacji ustawy obecnie sankcje fiskalne zostają uruchomione tylko gdy próg 55% przekroczy dług „skorygowany” (korekta polega na: a) odjęciu wartości prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych; oraz b) przeliczeniu według średniorocznego kursu walutowego, a nie kursu z końca roku). Zakładając prefinansowanie na poziomie około 1% PKB, według naszych szacunków kurs EUR/PLN musiałby natychmiast wzrosnąć do około 4,75 i pozostać na tym poziomie do końca roku aby uruchomić sankcje fiskalne (Wykres 3). Naszym zdaniem taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny.

Nasze prognozy przyszłorocznego długu również kształtują się powyżej progu 55%, choć w naszej ocenie ostateczny wynik może być w rzeczywistości 6-11% PKB niższy. Wynika to stąd, iż rząd obecnie finalizuje projekt zmian w systemie emerytalnym, który zapewne doprowadzi do transferu części aktywów z OFE do sektora publicznego. Choć ostateczna decyzja zapewne nie została jeszcze podjęta, wydaje się, że rozwiązania mogą doprowadzić nawet do spadku długu o 11% w stosunku do naszego scenariusza.

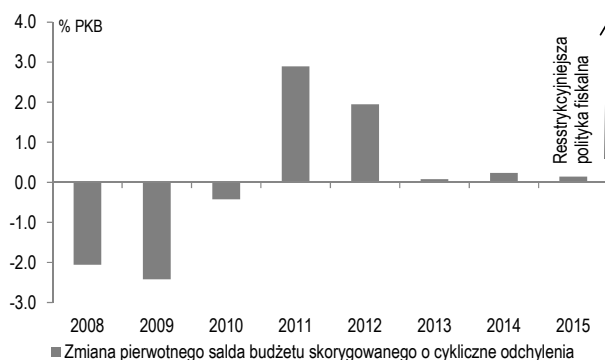
Wykres 3. Złoty musiałby się systematycznie osłabiać aby doprowadzić do naruszenia progów ostrożnościowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy.

Uwaga: „Skorygowany” dług w tym przypadku to dług po odjęciu prefinansowania (w tym przypadku 1% PKB) oraz obliczony na podstawie średniorocznego kursu walutowego.

Wykres 4. Mimo rewizji budżetu polityka fiskalna pozostaje relatywnie restrykcyjna.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Uwaga: Pierwotne saldo budżetu to saldo po odjęciu płatności odsetek.

4. Czy rewizja była jedynym rozwiązaniem?

Naszym zdaniem można było uniknąć rewizji budżetu, ale odbyłoby się to dużym kosztem w postaci słabszego wzrostu PKB. Teoretycznie rząd mógł wypchnąć część wydatków poza budżet i dokonać bardziej agresywnych cięć. Przy założeniu lekkiej poprawy w konsumpcji prywatnej, co potencjalnie przełożyłoby się na wzrost dochodów z tytułu podatków pośrednich w II połowie 2013 r., budżet mógłby się „spiać” w ramach pierwotnych założeń. Jednakże, głębsze cięcie wydatków oznaczające

dalsze zacieśnienie fiskalne spowolniłoby wzrost gospodarczy. Biorąc pod uwagę już zrealizowane znaczące zacieśnienie w poprzednich latach, w naszej opinii dalsze „zaciskanie pasa” byłoby błędem. Taką opinię wspiera dodatkowo stanowcza postawa RPP w sprawie końca cyklu obniżek stóp procentowych, która oznacza, że polityka monetarna najprawdopodobniej nie będzie dodatkowo stymulować gospodarki..

Ramka 1. Reguły fiskalne w Polsce

W Polsce obowiązuje pakiet reguł fiskalnych, które mają na celu ograniczanie zadłużenia i deficytu. Najważniejsze to tzw. progi ostrożnościowe zadłużenia wiążące się z poziomem długu publicznego według krajowej definicji, która nieco różni się od metodologii ESA95 stosowanej przez Eurostat (dług publiczny według metodologii krajowej wyniósł 52,7% PKB w 2012 r., wg. Eurostat: 55,6%). Ustawa o finansach publicznych definiuje trzy takie progi: 50%, 55%, 60% PKB. Ponadto określa sankcje jakie są wdrażane w sytuacji, kiedy relacja długu publicznego do PKB przekracza wymienione poziomy. Próg 60% zapisany jest także w Konstytucji, co oznacza, że jego zmiana, bądź zawieszenie, jest bardzo trudne z prawnego punktu widzenia.

Próg 50%. Jeżeli dług publiczny przekracza poziom 50% PKB, to relacja deficytu do dochodów w Ustawie budżetowej na kolejny rok nie może wzrosnąć w porównaniu do budżetu z bieżącego roku. W praktyce, poziom ten spełnia funkcję sygnału ostrzegawczego, który mobilizuje rząd do podjęcia działań na rzecz uniknięcia przekroczenia progu 55%. Niemniej jednak w tym roku, pierwszy próg ostrożnościowy odgrywa istotniejszą rolę, gdyż uniemożliwia przeprowadzenie zaplanowanej rewizji budżetu. Aby ją przeprowadzić, rząd zdecydował się zawiesić dwa pierwsze progi na dwa lata (2013-2014), co w naturalny sposób rodzi pytanie, czy ta tymczasowa zmiana nie będzie miała charakteru bardziej długotrwałego.

Progi 55% i 60%. Bardziej restrykcyjne konsekwencje wiążą się z naruszeniem dwóch kolejnych poziomów zadłużenia. W przypadku przekroczenia progu 55%, rząd jest zobowiązany do zaprezentowania na następny rok budżetu, który zapewnia stabilizację lub poprawę relacji długu do PKB. W praktyce oznacza to budżet zrównoważony lub z tylko niewielkim deficytem. Ponadto w wariancie zakładającym przekroczenie poziomu 60% zadłużenia w stosunku do PKB, rząd przedstawia program sanacyjny zmierzający do redukcji zadłużenia. Jest to równoznaczne z głębokimi cięciami wydatków i zamrożeniem płac w sektorze publicznym (wysokie procykliczne środki zaradcze).

Ważną kwestią jest również sposób wyliczania stosunku długu publicznego do PKB. Przed 2012 r. wartość zadłużenia zagranicznego wliczana do całkowitego długu publicznego była kalkulowana w oparciu o kurs walutowy obowiązujący w ostatnim dniu roboczym roku. Jednak takie rozwiązanie rodziło ryzyko tego, że tymczasowa deprecjacja waluty w grudniu mogłaby doprowadzić do przekroczenia przez dług 55% i spowodować konieczność realizacji bolesnego zacieśnienia fiskalnego. Aby ograniczyć tego rodzaju ryzyko, rząd zmienił zasady wyliczania wartości długu. Obecnie dostosowanie fiskalne ma miejsce wtedy, gdy dług obliczony przy pomocy średniorocznego kursu walutowego i pomniejszony o prefinansowanie na rzecz przyszłorocznego deficytu przekracza 55% lub 60% PKB.

Nowa reguła fiskalna

Rząd planuje wprowadzenie nowej reguły wydatkowej, która ma na celu zapewnienie, że wydatki publiczne będą rosły w tempie średnioterminowego wzrostu gospodarczego powiększonego o oczekiwaną inflację. Takie rozwiązanie gwarantuje, że w okresie słabszej dynamiki PKB rząd będzie miał przestrzeń do aplikowania bodźców stymulacyjnych (wydatki będą rosły szybciej niż PKB), podczas gdy w okresie lepszej koniunktury wydatki będą redukowane w celu ograniczenia deficytu. W przeciwieństwie do obecnego mechanizmu, nowa reguła obejmie swoim działaniem zdecydowaną większość wydatków publicznych i będzie obowiązywała cały czas (nie tylko w sytuacji gdy UE uruchamia Procedurę Nadmiernego Deficytu wobec Polski). Nową regułę fiskalną postrzegamy pozytywnie, gdyż w naszej opinii pozwoli ona rządowi prowadzić bardziej elastyczną politykę fiskalną przy jednoczesnym ograniczaniu dynamiki przyrostu długu w średnim okresie.

5. Jak rewizja budżetu wpłynie na wzrost gospodarczy?

Choć brak bardziej szczegółowych informacji na temat rewizji budżetu utrudnia ocenę skutków tego rozwiązania, to wydaje się, że w ostatecznym rozrachunku wpływ będzie pozytywny. Dlaczego? Alternatywny scenariusz zakładał głębsze cięcia wydatków oraz podwyżki podatków w celu zrównoważenia niedoboru dochodów. Naszym zdaniem takie działanie negatywnie oddziaływałoby na wzrost gospodarczy i nie byłoby optymalnym wariantem w kontekście słabego popytu wewnętrznego, słabego eksportu i zakończenia procesu rozluźniania polityki monetarnej.

Według naszych prognoz deficyt strukturalny obniży się nieznacznie lub pozostanie stabilny w 2013 r. (brak potencjału na duży bodziec fiskalny). Jednakże, z uwagi na to, że deficyt strukturalny w scenariuszu bez rewizji spadłby do ok 0,5-0,7% PKB, zapowiedziana korekta budżetu może być postrzegana jako środek wspierający wzrost. Opierając się na standardowych mnożnikach fiskalnych sądzimy, że zmiana polityki fiskalnej może przyspieszyć wzrost gospodarczy o ok 0,2-0,3% w porównaniu do wariantu bez rewizji. Analizowane rozluźnienie fiskalne powinno pomóc rządowi utrzymać dynamikę PKB w tym roku nieznacznie powyżej 1%. Oczekujemy, że ostatecznie będzie to ok 1,3% w 2013 r.

Implikacje rynkowe

Rewizja budżetu nie powinna stanowić zaskoczenia dla rynków, ponieważ była zapowiadana i - co do skali - zbliżona do oczekiwań. Również, jak wspomniano powyżej, wzrost deficytu wydaje się właściwą strategią postępowania biorąc pod uwagę: a) słaby popyt wewnętrzny; b) koniec cyklu rozluźniania polityki monetarnej; c) znaczące zacieśnienie fiskalne w ciągu ostatnich dwóch lat. W tym kontekście, nie dziwi fakt, że rynek nie zareagował emocjonalnie na doniesienia o rewizji. Co się tyczy kształtu przyszłej polityki monetarnej, wydaje się, że wyższy deficyt wzmocni stanowisko RPP, żeby pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie (nie dokonywać kolejnych obniżek). Dlatego uważamy, że scenariusz sugerowany przez krzywą FRA (stopy na niezmiennym poziomie do II kwartału 2013 r.) jest prawdopodobny, chociaż dostrzegamy ryzyko, że pierwsza podwyżka nastąpi jeszcze później.

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

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.
