

Komentarz Specjalny

Dług nie musi wywoływać interwencji FX

- **Uwaga na dług publiczny** - Temat długu publicznego w Polsce po raz kolejny trafił na pierwszy plan za sprawą osłabienia PLN. Biorąc pod uwagę, że 30,6% długu publicznego w Polsce jest denominowana w walutach obcych, zmiany kursów mają bezpośredni wpływ na wskaźniki długu do PKB. Ustawa o finansach publicznych zawiera szereg reguł fiskalnych, a jedna z nich stanowi, że jeśli dług wzrośnie powyżej 55% PKB, rząd jest zobowiązany rozpocząć proces zacieśnienia fiskalnego. Takie zacieśnienie byłoby bolesne dla gospodarki i miałyby charakter procykliczny, pogłębiając skalę spowolnienia gospodarczego.
- **Podstawowy scenariusz** - Nasze prognozy pokazują, że przy kursie EUR/PLN bliskim 4,25 (tj. blisko obecnego poziomu) dług publiczny osiągnąłby poziom 54,6% PKB do końca tego roku (zakładając, że tym razem prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych będzie mniejsze niż w 2012 r). Co prawda byłoby to wciąż poniżej prognozy 55% PKB, jednak bufor bezpieczeństwa byłby bardzo niewielki.
- **Ryzyko uruchomienia reguł fiskalnych niewielkie** - Zmiany w polskim prawie dokonane w ubiegłym roku sprawiają, że polityka fiskalna jest mniej „wrażliwa” na zmiany kursu walutowego. Według znowelizowanej ustawy o finansach publicznych jeśli dług publiczny przekroczy 55% PKB (na podstawie kursu walutowego z końca roku), to rząd powinien przeliczyć dług publiczny według kursu średniorocznego i pomniejszyć go o wolne środki finansowe, służące finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w następnym roku budżetowym. Jedynie w przypadku, gdy tak przeliczona miara długu przekroczy 55% PKB, wówczas procedura dostosowania fiskalnego powinna zostać uruchomiona. Ponieważ wartości kursu w niemal całej I poł. roku są znane, w obecnym momencie kluczowa wydaje się kwestia zachowania złotego w II poł. roku. Nasze szacunki „skorygowanego” długu publicznego (tj. długu publicznego przeliczonego według średniorocznego kursu oraz po odjęciu prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych) zostały przedstawione w Tabeli 1. Pokazują one, że osłabienie złotego musiałoby być bardzo wyraźne, a kurs EUR/PLN musiałby wzrosnąć w okolice 5,0 w II połowie tego roku, aby uruchomić automatyczne dostosowanie fiskalne.
- **Implikacje rynkowe** – Naszym zdaniem, choć ryzyko wzrostu długu publicznego powyżej 55% w 2013 r. jest stosunkowo wysokie, uważamy, że automatyczne dostosowanie fiskalne wynikające z reguł fiskalnych najprawdopodobniej nie zostanie uruchomione. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że obawy uczestników rynku, iż osłabienie PLN mogłoby zmusić rząd do zdecydowanych interwencji walutowych w celu obrony złotego są przesadzone. Choć MF prawdopodobnie nie chce widzieć nadmiernego osłabienia PLN, resort jest zapewne bardziej elastyczny w tym zakresie niż oczekuje rynek.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Dług publiczny w Polsce w 2013 roku przy różnych scenariuszach kursu walutowego

Średni EUR/PLN w II poł 2013	Dług publiczny (% PKB, skorygowany)		
	EUR/USD=1,50	EUR/USD=1,35	EUR/USD = 1,20
4,25	52,8	53,0	53,2
4,35	53,0	53,2	53,4
4,45	53,2	53,4	53,7
4,55	53,4	53,6	53,9
4,65	53,7	53,9	54,2
4,75	53,9	54,1	54,4
4,85	54,1	54,4	54,7
4,95	54,4	54,6	54,9
5,05	54,6	54,9	55,2

Źródło: Citi Handlowy, MF.

Uwaga: Symulacja została przeprowadzona przy założeniu deficytu sektora rządowego i samorządowego na poziomie 3,9% PKB, wzrostu gospodarczego na poziomie 1,3% oraz średniorocznej inflacji wynoszącej 1% w 2013 r. W przypadku większego deficytu fiskalnego próg 55% zostałby przełamany przy odpowiednio silniejszym złotym.

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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.