

18.11.2014 r.

## Opinia Rady Polityki Pieniężnej do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2015*

Ocena zamierzeń rządu dotyczących sposobu prowadzenia polityki fiskalnej ma kluczowe znaczenie ze względu na konieczność jej skoordynowania z polityką pieniężną w sposób możliwie najbardziej sprzyjający utrzymywaniu gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu i powrót inflacji do wyznaczonego celu.

RPP w swojej *Opinii* uwzględnia konsekwencje przyjęcia rozwiązań fiskalnych opisanych w projekcie *Ustawy budżetowej* dla całej gospodarki. Ponieważ jednak, podobnie jak w poprzednich latach, projekt ten nie obejmuje ogółu jednostek sektora finansów publicznych, niniejsza opinia opiera się także na innych dokumentach rządowych, oficjalnych wypowiedziach członków rządu oraz szacunkach i prognozach NBP.

### I. Założenia makroekonomiczne projektu *Ustawy budżetowej*<sup>1</sup>

Zgodnie z *Uzasadnieniem* do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2015*, tempo wzrostu gospodarczego w 2015 r. wyniesie 3,4% r/r, do czego przyczyni się przyspieszenie wzrostu gospodarczego za granicą w stosunku do roku obecnego. Wprawdzie lipcowa projekcja inflacji NBP przyjmowała podobne tempo wzrostu, to jednak w świetle ostatnich danych i dostępnych prognoz wzrosło prawdopodobieństwo, że wzrost gospodarczy na świecie, a w konsekwencji również w Polsce, ukształtuje się w przyszłym roku poniżej założeń przyjętych w *Uzasadnieniu*.

Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w przyszłym roku, zgodnie z *Uzasadnieniem*, będzie popyt krajowy – w szczególności spożycie prywatne i nakłady brutto na środki trwałe, natomiast wkład eksportu netto pozostanie ujemny. Dominująca rola popytu krajowego we wzroście PKB nie budzi istotnych zastrzeżeń Narodowego Banku Polskiego i wydaje się być obecnie scenariuszem najbardziej prawdopodobnym.

<sup>1</sup> Podstawą oceny założeń makroekonomicznych projektu *Ustawy budżetowej* jest listopadowa projekcja inflacji i PKB z modelu NECMOD.

Niemniej, biorąc pod uwagę dużą niepewność w gospodarce światowej, w szczególności w strefie euro, a także pogorszenie perspektyw globalnego popytu, dynamika inwestycji w polskiej gospodarce może ukształtować się poniżej poziomu przyjętego w *Uzasadnieniu*.

Przedstawiona w *Uzasadnieniu* prognoza wzrostu nakładów brutto na środki trwałe opiera się głównie na założeniu o wzroście inwestycji prywatnych. Przyspieszenie dynamiki inwestycji prywatnych w przyszłym roku uzasadniane jest relatywnie wysoką konkurencyjnością kosztową polskich przedsiębiorstw, spadkiem kosztu pozyskania kapitału i pozytywnym wpływem programów rządowych. Czynniki te rzeczywiście powinny sprzyjać wzrostowi inwestycji, niemniej w ostatnich miesiącach napłynęło szereg negatywnych informacji z polskiej gospodarki, wskazujących na pogorszenie koniunktury w przemyśle i budownictwie. Należy również podkreślić, że liczne sygnały świadczące o słabnącym wzroście gospodarczym w strefie euro, w tym również w Niemczech, najprawdopodobniej będą miały negatywny wpływ na inwestycje polskich przedsiębiorstw włączonych do europejskiego systemu technologicznych powiązań produkcyjnych. W ocenie Narodowego Banku Polskiego, dane te zmniejszają prawdopodobieństwo przyspieszenia tempa wzrostu inwestycji w 2015 r. do zakładanego przez Ministerstwo Finansów poziomu 7,4%.

Zgodnie z założeniami do *Ustawy budżetowej na 2015 rok*, w przyszłym roku nastąpi nieznaczne przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej (do 3,0%), obniży się natomiast tempo wzrostu spożycia publicznego (do 2,2%). W ocenie NBP założenia te są realistyczne i kierunkowo spójne z prognozami banku centralnego. Dalszy wzrost spożycia prywatnego wspierany będzie przez rosnące, dzięki niskiej inflacji, realne dochody gospodarstw domowych z tytułu pracy najemnej oraz wzrost zatrudnienia i płac. Konsumpcję wzmacniać będzie także zmiana zasad waloryzacji rent i emerytur oraz zmiany w uldze na wychowanie dzieci. Nieco niższa dynamika spożycia publicznego wynika natomiast z realizacji planu konsolidacji finansów publicznych.

Zgodnie z *Uzasadnieniem*, w 2015 r. nastąpi przyspieszenie importu, które ma wynikać ze wzrostu popytu krajowego. Jednocześnie założono stabilizację tempa wzrostu eksportu z uwagi na umiarkowaną skalę poprawy koniunktury za granicą, co przyczyni się do utrzymania w przyszłym roku wkładu eksportu netto do wzrostu na ujemnym poziomie. Jakkolwiek prognoza wkładu eksportu netto do wzrostu nie budzi zastrzeżeń, to w ocenie NBP wolumeny handlu zagranicznego mogą ukształtować się w przyszłym roku na niższym poziomie. Przyczynić się może do tego z jednej strony

niższa dynamika inwestycji, a z drugiej – słabsza niż przyjęto w *Uzasadnieniu* koniunktura gospodarcza za granicą, ograniczająca dynamikę eksportu.

W *Uzasadnieniu* przyjęto umiarkowaną poprawę sytuacji na rynku pracy w 2015 r., na co złoży się dodatnia, choć słabsza niż w bieżącym roku, dynamika zatrudnienia oraz stopniowo rosnąca dynamika nominalnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Skalę tej poprawy będzie natomiast ograniczać zamrożenie nominalnego funduszu wynagrodzeń w sektorze centralnym finansów publicznych. W świetle bieżących prognoz NBP, podobnie jak w *Uzasadnieniu*, tempo poprawy na rynku pracy ulegnie wyhamowaniu, a dynamika funduszu płac w gospodarce w 2015 r. będzie zbliżona do obserwowanej w roku bieżącym.

Zgodnie z *Uzasadnieniem*, silny spadek inflacji w bieżącym roku spowodowany był w dużym stopniu szokami podażowymi na rynku żywności i energii, przy niskiej presji popytowej, co odzwierciedla niska inflacja bazowa. W 2015 r. wraz z oczekiwanym ożywieniem gospodarczym oraz ustąpieniem szoków podażowych inflacja CPI wzrośnie, choć wciąż kształtować się będzie na niskim poziomie. Założenia te są spójne z prognozami NBP, zgodnie z którymi utrzymywanie się przez dłuższy czas ujemnej luki popytowej będzie oznaczało brak presji inflacyjnej.

## II. Polityka fiskalna w 2015 r.

Od 2011 r. sytuację finansów publicznych determinuje proces ograniczania nadmiernego deficytu, którego tempo stopniowo spowalnia. W latach 2011-2012 przeprowadzono głębokie dostosowania fiskalne, które przyczyniły się do osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego, w szczególności w efekcie ograniczenia inwestycji publicznych. Restrykcyjna polityka fiskalna była kontynuowana na mniejszą skalę w 2013 r.

W 2014 r. saldo sektora finansów publicznych ulegnie poprawie – zgodnie z prognozą Ministerstwa Finansów zawartą w jesiennej notyfikacji fiskalnej, deficyt w ujęciu ESA2010<sup>2</sup> zmniejszy się z 4,0% PKB w 2013 r. do 3,3% PKB w 2014 r. Poprawa ta

---

<sup>2</sup> Dokonana jesienią br. zmiana systemu rachunków narodowych z ESA95 na ESA2010 przyczyniła się do niewielkiej poprawy obrazu sytuacji finansów publicznych. Średnia wielkość nominalnego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2010-2013 (w notyfikacji fiskalnej z października br. w porównaniu z notyfikacją z kwietnia br.) została zrewidowana w dół o 1,8 mld zł (przy czym rewizja danych za rok 2013 obejmowała nie tylko efekty wprowadzenia systemu ESA2010, ale także aktualizacji danych źródłowych), podczas gdy poziom nominalnego PKB w tych latach został zrewidowany w górę

będzie jednak w głównej mierze wynikała ze zmian przeprowadzonych w systemie otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Zaprzestanie przekazywania składek do OFE przez 83% ich dotychczasowych uczestników spowoduje wzrost dochodów Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, zaś dokonany w lutym br. transfer aktywów OFE do FUS przyczynia się do spadku kosztów obsługi długu publicznego.

Według szacunków NBP, polityka fiskalna, w części wpływającej na zagregowany popyt w gospodarce (tj. skorygowana o wpływ zmian w OFE), powinna mieć w 2014 r. nieomal neutralny wpływ na koniunkturę. Restrykcyjność polityki fiskalnej jest tym samym mniejsza niż wskazywały szacunki NBP z jesieni 2013 r., co w dużej mierze wynika z niższej od zakładanej inflacji. Powoduje ona, że przy danym poziomie nominalnym wydatków budżetowych wyznaczonym w *Ustawie budżetowej na rok 2014*, ich realny poziom jest wyższy, co przekłada się na wyższy poziom deficytu finansów publicznych, a także deficytu strukturalnego. Według szacunków NBP, różnica pomiędzy wcześniej prognozowanym a obecnie spodziewanym tempem wzrostu cen w 2014 r. przyczynia się do zmniejszenia skali zacieśnienia fiskalnego w br. o 0,3 pkt proc. PKB.

Kształt polityki fiskalnej w 2015 r. wynikający z projektu *Ustawy* jest bardzo zbliżony do tego w 2014 r. Zaplanowany w projekcie wzrost kwoty kasowego deficytu budżetu państwa jest głównie konsekwencją jednorazowej płatności raty za samoloty F-16 oraz zwiększenia dotacji do FUS.

Obydwa wyżej wymienione czynniki nie wpływają jednak na poziom salda sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010<sup>3</sup>. W przyszłym roku można oczekiwać dalszej stopniowej poprawy tego salda, przy czym ponownie będzie ona wynikała ze zmian w funkcjonowaniu OFE, powodujących wzrost wpływów FUS ze składek oraz spadek kosztów obsługi długu. Ponieważ zmiany te weszły w życie w trakcie 2014 r., ich pełen skutek będzie widoczny w przyszłym roku. Zgodnie z prognozami Ministerstwa Finansów, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych – w ujęciu ESA2010 – ma zostać obniżony do poziomu 2,5% PKB.

---

średnio o 1,5%. W konsekwencji, relacja deficytu do PKB obniżyła się średnio o ok. 0,2 pkt proc., zaś relacja długu publicznego do PKB – o 1,3 pkt proc.

<sup>3</sup> System rachunków narodowych ESA oparty jest na zasadzie memoriałowego rejestrowania transakcji, zgodnie z którą zakupy sprzętu wojskowego rejestrowane są w momencie jego dostawy, a nie płatności. Oznacza to, że zakup samolotów F-16 powiększył wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2007-2009. Natomiast wzrost dotacji do FUS w 2015 r. wynika w istotnej mierze z niższych (o ponad 7 mld zł) niż w 2014 r. wpływów FUS związanych ze zmianami w systemie emerytalnym (tzw. „pożytki” od aktywów przekazanych z OFE oraz „suwak bezpieczeństwa”).

W ocenie NBP, ryzyko realizacji mniej korzystnego od założonego scenariusza makroekonomicznego może przełożyć się na nieco wyższy poziom deficytu finansów publicznych. Niemniej, obniżenie w 2015 r. deficytu sektora poniżej 3% PKB, zgodnie z wymogami procedury nadmiernego deficytu, nie wydaje się zagrożone.

Zmiana pierwotnego salda strukturalnego finansów publicznych, skorygowanego o wpływ zmian w systemie emerytalnym, będzie ponownie zbliżona do zera. W kierunku obniżenia deficytu finansów publicznych będzie oddziaływało: utrzymanie zamrożenia płac w sferze budżetowej, wygaśnięcie krajowych dopłat obszarowych dla rolników oraz wprowadzenie niewielkiej skali zmian uszczelniających system podatkowy. Efekty te będą jednak osłabione działaniami powiększającymi deficyt – zwiększeniem wskaźnika waloryzacji świadczeń dla większości emerytów i rencistów, zmianą zasad odliczania ulgi na dzieci w podatku dochodowym od osób fizycznych, a także niewielkim wzrostem wydatków na współfinansowanie środków UE, w związku z nałożeniem się w 2015 r. wykorzystania funduszy z dwóch perspektyw unijnych.

### III. Ocena skutków makroekonomicznych polityki fiskalnej

Opisane w części II *Opinii* zmiany w polityce fiskalnej będą w latach 2015-2016 bliskie neutralnych dla wzrostu gospodarczego, inflacji CPI oraz produktu potencjalnego. Działania te przyczynią się do niewielkich zmian struktury popytu krajowego. Symulacje przeprowadzone przez NBP<sup>4</sup> wskazują, że będą one oddziaływały w kierunku podwyższenia nakładów brutto na środki trwałe, przy jednoczesnym negatywnym wpływie na spożycie indywidualne i publiczne.

W kierunku ograniczenia dynamiki popytu krajowego oddziaływać będzie utrzymanie zamrożenia płac w sferze budżetowej w 2015 r. Wpływać będzie ono bezpośrednio na zmniejszenie spożycia zbiorowego, a pośrednio – poprzez obniżenie dochodów z pracy – również na wielkość spożycia indywidualnego. W 2015 r. polityka fiskalna będzie także oddziaływała w kierunku wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Wraz z rozpoczęciem absorpcji środków napływających z nowej perspektywy finansowej UE 2014-2020 lekko wzrosną inwestycje publiczne współfinansowane transferami UE. Różnokierunkowe, a przy tym niewielkie co do skali, oddziaływanie wymienionych powyżej zmian polityki fiskalnej na popyt krajowy będzie się w dużym

<sup>4</sup> Przy założeniu braku dostosowań po stronie polityki monetarnej.

stopniu bilansowało, nie zmieniając w istotnym stopniu przyszłej ścieżki wzrostu gospodarczego.

Ponieważ działania fiskalne zapowiedziane w projekcie *Ustawy* pozostają niemal neutralne dla krajowej koniunktury, a więc i dla presji popytowej w gospodarce, nie wpływają także istotnie na inflację CPI w średnim okresie.

W ocenie NBP wpływ zmian w polityce fiskalnej na potencjał produkcyjny polskiej gospodarki będzie niewielki. Z jednej strony, wyższe inwestycje publiczne z opóźnieniem zwiększać będą zasób kapitału w gospodarce. Ten pozytywny wpływ zrównoważony będzie jednak negatywnym oddziaływaniem na rynek pracy wzrostu tzw. klina podatkowego w wyniku zamrożenia progów PIT (co może doprowadzić do wzrostu stopy bezrobocia równowagi w gospodarce).

#### IV. Poziom nierównowagi fiskalnej w 2015 r. i spójność z regułami fiskalnymi

Przy tworzeniu projektu *Ustawy* po raz pierwszy zastosowana została tzw. stabilizująca reguła wydatkowa (SRW). Reguła ta jest skonstruowana w taki sposób, by oddziałując antycyklicznie, stabilizować deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 1% PKB oraz utrzymywać państwowy dług publiczny na poziomie poniżej 43% PKB.

Można wyróżnić dwa warianty dyscyplinującego działania reguły. Jeśli deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych przekracza 3% PKB lub relacja długu publicznego do PKB jest wyższa niż 48%, obowiązuje wariant bardziej restrykcyjny. W takiej sytuacji dopuszczalne realne tempo wzrostu wydatków publicznych musi być o co najmniej 2 pkt proc. niższe od wieloletniego średniego tempa wzrostu PKB, niezależnie od bieżącego stanu gospodarki. Wariant łagodniejszy ma zastosowanie w sytuacji, gdy deficyt sektora jest niższy niż 3% PKB, zaś dług publiczny przekracza 43% PKB, ale jest poniżej 48% PKB, a także wówczas gdy dług jest niższy niż 43% PKB, ale stan tzw. konta kontrolnego<sup>5</sup> jest niższy niż -6% PKB. W takich warunkach, wymagana korekta realnego tempa wzrostu wydatków wobec wieloletniego średniego tempa wzrostu PKB wynosi 1,5 pkt proc., przy czym korekta ta jest zawieszana

<sup>5</sup> Na koncie kontrolnym rejestrowane są przeszłe odchylenia wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych od wyznaczonego celu wynoszącego -1% PKB.

w sytuacji gdy gospodarka znajduje się w fazie wyraźnego spowolnienia (prognozowane tempo wzrostu PKB jest o co najmniej 2 pkt proc. niższe od wieloletniej średniej).

Ponieważ w 2013 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych przekroczył 3% PKB, przy konstruowaniu budżetu na 2015 r. obowiązuje restrykcyjny wariant reguły i tempo wzrostu wydatków musi być o 2 pkt proc. niższe niż wieloletnie średnie tempo wzrostu PKB. Zgodnie z *Uzasadnieniem* do projektu *Ustawy*, założony w niej poziom wydatków spełnia ten wymóg<sup>6</sup>.

Spełnienie SRW w 2015 r. zostało istotnie ułatwione przez wprowadzone w 2014 r. zmiany w systemie emerytalnym, skutkujące wzrostem przychodów FUS. Przy wyznaczaniu limitu wydatków w ramach SRW, ten wzrost przychodów został potraktowany jako dyskrejonalna zmiana po stronie dochodowej sektora finansów publicznych, zwiększająca dopuszczalny poziom wydatków<sup>7</sup>. Ponadto, jednorazowe obniżenie długu publicznego w związku z przekazaniem aktywów OFE do ZUS, spowodowało spadek kosztów obsługi długu publicznego, umożliwiając relatywnie szybszy wzrost innych kategorii wydatków. Koszty obsługi długu w latach 2014-2015 dodatkowo obniżają się także w związku z obserwowanym od 2012 r. spadkiem rentowności obligacji skarbowych.

Oprócz zmian w systemie emerytalnym, także inne zmiany dyskrejonalne, wchodzące w życie w latach 2014-2015, wpływały na poziom limitu wydatków na 2015 r., przy czym łączny szacunek ich skutków zaprezentowany w *Uzasadnieniu* do projektu jest wyższy niż wskazują szacunki NBP<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Projekt Ustawy nie zawiera szczegółowych informacji o wydatkach wszystkich jednostek objętych regułą, w tym w szczególności jednostek samorządu terytorialnego, Narodowego Funduszu Zdrowia oraz Krajowego Funduszu Drogowego i pozostałych funduszy znajdujących się w BGK.

<sup>7</sup> Zgodnie z art. 112aa ustawy o finansach publicznych, limit wydatków w ramach SRW jest korygowany o „prognozowaną wartość ogółem działań dyskrejonalnych (...) w zakresie podatków i składek na ubezpieczenia społeczne.”

<sup>8</sup> Różnica ta wynika np. z uwzględnienia w *Uzasadnieniu* skutków uchwalonych w kwietniu br. zmian ograniczających możliwość odliczania podatku VAT od samochodów służbowych i paliw do ich napędu, bez uwzględnienia efektu poszerzenia możliwości stosowania tych odliczeń na początku br., w związku z wygaśnięciem z końcem 2013 r. derogacji dotyczącej stosowania ograniczeń w odliczaniu podatku VAT od nabywanych samochodów.

Opisane powyżej czynniki ułatwiające realizację zaleceń reguły<sup>9</sup> powodują, że w 2015 r. jest ona spełniona pomimo braku faktycznego zacieśnienia polityki fiskalnej (por. część III Opinii). Czynniki te mają jednak charakter przejściowy, co oznacza, że w przyszłości spełnienie SRW będzie zdecydowanie trudniejsze. Przy poziomie państwowego długu publicznego na koniec 2014 r. wynoszącym 46,5% PKB<sup>10</sup>, obniżenie relacji długu do 43% PKB będzie wymagało systematycznego zacieśniania polityki fiskalnej przez co najmniej cztery-pięć najbliższych lat. W okresie tym może wystąpić szereg nowych źródeł presji na wzrost wydatków publicznych, utrudniających spełnienie reguły.

W efekcie prowadzonych dostosowań fiskalnych, w 2013 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) osiągnęły wynik budżetowy zbliżony do zera, a tym samym najlepszy od 2007 r. W nadchodzących latach można jednak oczekiwać wzrostu wydatków samorządów, który przełoży się na obniżenie tzw. sublimitu wydatkowego w ramach stabilizującej reguły wydatkowej i utrudni przygotowanie projektów budżetów spełniających regułę. Do wspomnianego wzrostu wydatków może przyczynić się realizacja wydatków współfinansowanych z unijnej perspektywy finansowej 2014-2020. Biorąc pod uwagę aktualny stan przygotowań do absorpcji tych środków, a także przebieg realizacji perspektywy 2007-2013, można oczekiwać, że wykorzystanie środków przez samorzady na znaczącą skalę rozpocznie się w roku 2016.

Wzrostu wydatków związanego ze współfinansowaniem środków UE z perspektywy 2014-2020 można oczekiwać także na szczeblu centralnym, w szczególności w efekcie realizacji inwestycji przewidzianych w Programie Budowy Dróg Krajowych i Autostrad. Wśród innych czynników, które mogą utrudnić spełnienie SRW w przyszłości, należy wymienić: presję płacową, związaną z zamrożeniem od 2011 r. wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, wygaśnięcie w 2017 r. tymczasowej podwyżki stawek VAT o 1 pkt. proc. oraz rosnący udział osób w wieku emerytalnym w ogólnej liczbie ludności.

<sup>9</sup> Na poziom wydatków w 2015 r. oddziałuje także czynnik jednorazowy utrudniający spełnienie SRW – płatność raty za samoloty F-16 w kwocie 5,4 mld zł. Niemniej, skala tego efektu jest wyraźnie mniejsza od wspomnianych w tekście czynników sprzyjających spełnieniu SRW.

<sup>10</sup> Zgodnie ze *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych na lata 2015-2018*, relacja państwowego długu publicznego do PKB na koniec 2014 r. ma wynieść 47,7%. Jednak wykorzystywana na potrzeby SRW wielkość zadłużenia sektora finansów publicznych stanowi kwotę państwowego długu publicznego na koniec danego roku: przeliczoną w odniesieniu do zadłużenia zagranicznego średniorocznymi kursami średnimi NBP poszczególnych walut obcych, a następnie pomniejszoną o wolne środki, służące finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku (por. art. 38a pkt 4 oraz 112aa ust. 4 ustawy o finansach publicznych).



Wprowadzone w 2014 r. zmiany w funkcjonowaniu OFE oraz spadek oprocentowania polskiego długu publicznego, wynikający w istotnej mierze z czynników globalnych, stworzyły pewne dodatkowe pole manewru w finansach publicznych. Jak wynika z szacunków NBP przedstawionych w cz. III Opinii, zostało ono wykorzystane do tego, by w latach 2014-2015 osiągnąć umiarkowaną poprawę wyniku budżetowego bez potrzeby zacieśniania polityki fiskalnej. Przyjęcie takiej strategii można rozpatrywać w dwóch płaszczyznach.

Po pierwsze, należy rozważyć, na ile odłożenie dostosowań fiskalnych na przyszłość jest uzasadnione aktualną sytuacją gospodarczą w Polsce i na świecie. Argumentem przemawiającym przeciwko bardziej restrykcyjnej polityce są słabe perspektywy wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki, które przyczyniają się do utrzymania ujemnej luki popytowej. Oznacza to, że ewentualne zacieśnienie polityki fiskalnej miałyby charakter procykliczny. W podobnej sytuacji znajduje się większość krajów rozwiniętych, spośród których, jak wskazują prognozy MFW, znaczna część zdecydowała się w latach 2014-2015 na antycykliczną ekspansję fiskalną. Z drugiej jednak strony, skala nierównowagi polskich finansów publicznych pozostaje względnie wysoka. Poziom deficytu strukturalnego w 2015 r. (ok. 2,5% PKB) nadal będzie zbyt wysoki, by zapewnić redukcję relacji długu publicznego do PKB. Co więcej, moment powrotu światowej gospodarki na ścieżkę szybszego wzrostu pozostaje niepewny i może ulec dalszemu opóźnieniu. Strategia odkładania dostosowań fiskalnych w czasie wiąże się tym samym z ryzykiem pojawienia się w przyszłości trudności z utrzymaniem relacji długu publicznego do PKB na bezpiecznym poziomie.

Drugi aspekt oceny przyjętej strategii dotyczy implikacji spełniania reguły wydatkowej dzięki zaistnieniu sprzyjających czynników o charakterze przejściowym. Jak wskazano powyżej, stabilizująca reguła wydatkowa narzuca dość ambitny wzorzec prowadzenia polityki fiskalnej, który w przeszłości rzadko był w Polsce realizowany. Wiarygodność nowej reguły wydatkowej będzie zależała od jej ścisłego i przejrzystego wypełnienia w przyszłości.

## V. Dług publiczny i finansowanie potrzeb pożyczkowych

Przeprowadzony w 2014 r. transfer aktywów z OFE do FUS spowodował obniżenie relacji państwowego długu publicznego do PKB o ok. 7,7% PKB, zaś zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych o 8,6% PKB. Jednocześnie wzrósł udział długu

denominowanego w obcych walutach, przy czym *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015-2018* przewiduje jego ponowne obniżenie w średniej perspektywie do poziomu poniżej 30%.

Projekt *Ustawy* przewiduje, że w 2015 r. potrzeby pożyczkowe netto Skarbu Państwa wyniosą 54,0 mld zł (3,0% PKB), zaś potrzeby pożyczkowe brutto – 154,8 mld zł (8,7% PKB). Potrzeby pożyczkowe będą tym samym wyższe, niż ich przewidywana realizacja w 2014 r. (odpowiednio – 47,4 mld zł oraz 126,8 mld zł), którą obniżają jednorazowe efekty związane ze zmianami w systemie emerytalnym. Poziom potrzeb pożyczkowych brutto będzie jednak relatywnie niski na tle wcześniejszych lat oraz innych krajów. Według danych MFW, potrzeby pożyczkowe brutto sektora finansów publicznych w Polsce wyniosą w 2015 r. 8,5% PKB i będą niższe od średniej dla krajów UE – 12,5% PKB<sup>11</sup>, nieco wyższe niż na Słowacji (6,1% PKB) i w Czechach (7,8% PKB), a znacznie niższe niż na Węgrzech (19,6% PKB)

W ostatnich latach na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa istotny wpływ miał zwiększony napływ inwestorów zagranicznych na krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych. Wspomniany powyżej transfer aktywów z OFE do FUS spowodował zwiększenie się udziału obligacji skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Jak wskazują badania, omawiane zjawisko wiąże się z obniżeniem średniego poziomu rentowności papierów skarbowych, ale może także prowadzić do większej zmienności tej rentowności<sup>12</sup>. Niezależnie jednak od krótkookresowych wahań rynkowej wyceny skarbowych papierów wartościowych, dla bezpiecznego finansowania potrzeb pożyczkowych decydujące znaczenie mają czynniki fundamentalne. Polska należy do grupy krajów wysoko ocenianych w tym aspekcie, ze względu na brak istotnych nierównowag w gospodarce, relatywnie wysokie tempo wzrostu i niski dług publiczny na tle innych krajów Unii Europejskiej. Potwierdzeniem tego są wysokie i stabilne oceny agencji ratingowych. Od początku światowego kryzysu finansowego, rating polskiego długu uległ relatywnej poprawie w stosunku do średniej dla krajów UE.

<sup>11</sup> Średnia arytmetyczna wielkości dla 22 państw dla których dostępne są dane (bez krajów bałtyckich, Luksemburga oraz krajów objętych programami pomocowymi – Grecji i Cypru).

<sup>12</sup> Efekt ten był widoczny w Polsce w połowie 2013 r., kiedy na skutek obaw o wycofywanie się Rezerwy Federalnej z programu luzowania ilościowego, nastąpił odpływ kapitału z rynków wschodzących.