

# Komentarz ekonomiczny

## Budżet: Zero po raz pierwszy

Na 2020 r. rząd zaplanował zerowy deficyt budżetu centralnego. Było to możliwe dzięki wzrostowi niektórych podatków i danin oraz dużym wpływom jednorazowym, ale także dzięki ograniczonemu wzrostowi wydatków, zgodnemu ze Stabilizującą Regułą Wydatkową. Brak deficytu to dobra wiadomość dla rynku, sugerująca niską podaż obligacji skarbowych i potwierdzająca fiskalną odpowiedzialność rządu. Warto jednak zauważyć, że część poprawy parametrów fiskalnych wynika z czynników jednorazowych a ogólny kierunek zmian struktury wydatkowej może budzić pewne wątpliwości, gdyż generuje tymczasowe ożywienie konsumpcji kosztem stałego obciążenia wydatkami. Ponadto, znaczna część założonych nowych dochodów budżetowych nie doczekała się jeszcze zakończenia procesu legislacyjnego. Istotnym ryzykiem dla polskich finansów pozostaje głębsze spowolnienie gospodarcze, zwłaszcza że zaplanowane dochody podatkowe i tak wydają się dość ambitne. Tymczasem, rosnąca presja kosztowa na firmy i ograniczanie innych wydatków niż społeczne może mieć negatywny wpływ na długookresowy potencjał wzrostu gospodarczego i odporność na globalne szoki gospodarcze.

### Założenia makro: może nie konserwatywne, ale realistyczne

Budżet na 2020 powstał przy założeniu lekkiego spowolnienia wzrostu PKB do 3,7% w 2020 r. z 4,0% w 2019 r. przy przyspieszeniu inflacji z 1,8% w 2019 r. do 2,5% w 2020 r. Naszym zdaniem te założenia nie są kontrowersyjne. Prognoza inflacji wydaje się dość zachowawcza, my spodziewamy się średnio 3,5% w 2020 r. Wzrost PKB został założony nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego, ale ponieważ inflacja jest względnie niska, to razem wzięte te dwie prognozy są wciąż konserwatywne – nasza prognoza nominalnego PKB jest o ok. 2% wyższa niż rządowa. Widzimy też pewne ryzyko w górę dla prognozy konsumpcji prywatnej, gdyż stymulacja fiskalna może pomóc rozpędzić się jej mocniej niż do 3,8% założonych przez rząd, co z kolei będzie wspierało bazę podatkową. Z drugiej strony, widzimy ryzyko w dół dla eksportu (4,8% r/r) ze względu na słabe globalne perspektywy gospodarcze. Oczekiwania co do rynku pracy (spowolnienie płac do 6,0% r/r z 7,6% r/r i zatrudnienia do 0,5% r/r z 2,2% r/r) również wydają się racjonalne. Rządowe prognozy pozostałych zmiennych uważamy za realne, a większość wskazuje na lekkie spowolnienie.

### Budżet na 2019: deficyt znowu niżej od planu

Rząd prognozuje, że w 2019 r. dochody budżetowe będą o 17 mld zł wyższe niż zaplanowane w ustawie budżetowej, a wydatki będą zgodne z planem. To oznacza, że **deficyt budżetu może wynieść w 2019 r. ok. 12 mld zł wobec planu 28,5 mld zł**.

Plan ma zostać przekroczony najbardziej w przypadku VAT, CIT i dochodów niepodatkowych (w każdej z tych kategorii o ok. 5-6 mld zł). Nie widzimy tutaj kontrowersji. Nasz model oparty na efektywnej stawce VAT, który bierze pod uwagę jej cykliczność, wskazuje niemal taką samą liczbę jak prognozy rządu. Dochody niepodatkowe również są na dobrej drodze do przekroczenia planu (to m.in. zasługa sprzedaży uprawnień do emisji CO2). Wpływy z CIT mogą nawet okazać się jeszcze wyższe niż założył rząd ze względu na odbicie marż w firmach, ale ten efekt zostanie prawdopodobnie zrównoważony przez mniejsze wpływy z PIT z uwagi na zmiany wprowadzone w sierpniu (zerowa stawka dla młodych) i zaplanowane na październik (niższa pierwsza stawka, wyższe koszty uzyskania przychodu), które będą miały natychmiastowe przełożenie na dochody podatników.

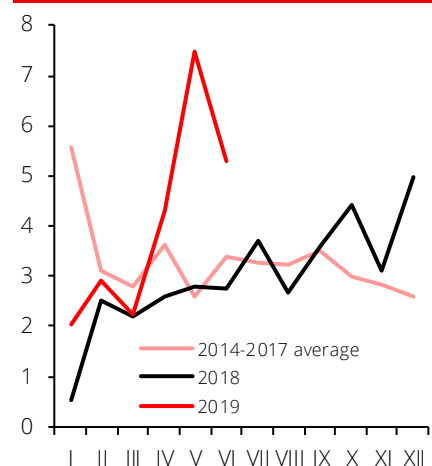
Ciekawszym zagadnieniem jest jak rząd planuje utrzymać wydatki w ustawowym limicie pomimo dużych dodatkowych kosztów, które pojawiły się w trakcie roku: wypłaty trzynastek emerytury (10,8 mld zł), rozszerzenia 500+ na wszystkie dzieci (10 mld zł), zamrożenia cen energii (4,3 mld zł). Naszym zdaniem miejsce w budżecie uda się wygospodarować dzięki zaplanowanej zbyt wysokiej dotacji do FUS. W 2019 r. przeznaczono na ten cel 49 mld zł, a do lipca wypłacono 28 mld zł. Mocne przycięcie dotacji w dalszej części br. umożliwiłoby rządowi przerzucenie kosztów 13. emerytury na FUS i odciążenie budżetu centralnego. Inna opcja to poszukiwanie oszczędności w różnych sektorach (np. wydatki bieżące jednostek budżetowych, współfinansowanie projektów UE). Nie można też zupełnie wykluczyć, że po wyborach parlamentarnych dojdzie do nowelizacji budżetu, w której podniesiony zostanie limit wydatków przy pozostawieniu deficytu bez zmian lub nawet obniżeniu go dzięki wyższym dochodom.

### Budżetowe założenia makroekonomiczne

	2019	2020
Nominalny PKB	2236.5	2373.3
Realny PKB, wzrost	4.0	3.7
Konsumpcja	4.0	3.8
Eksport	5.3	4.8
Import	6.0	5.1
CPI	1.8	2.5
Rachunek bieżący	-1.2	-1.4
Zatrudnienie	2.2	0.5
Bezrobocie	5.5	5.1
Wzrost płac	7.6	6.0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Miesięczne dotacje do FUS, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luźniński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

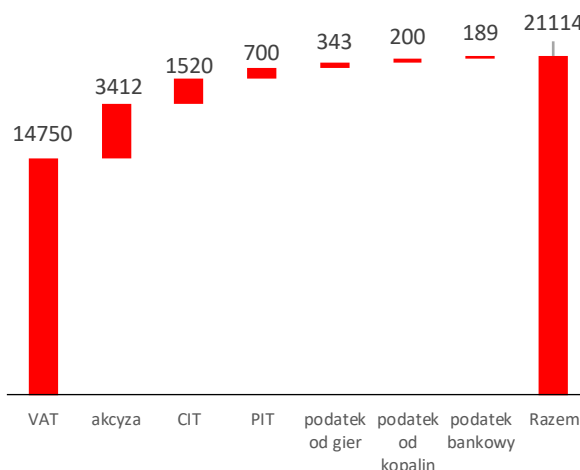
## Główne parametry budżetu w 2020 (mld zł)

	2019 plan (1)	2019 PW (2)	2020 plan (3)	zmiana (3) / (2)
<b>Łączne dochody</b>	<b>387,735</b>	<b>404,248</b>	<b>429,480</b>	<b>6,2%</b>
Dochody podatkowe	359,731	371,393	392,507	5,7%
VAT	179,600	185,400	200,150	8,0%
CIT	34,800	40,280	41,800	3,8%
PIT	64,300	65,815	66,515	1,1%
akcyza	73,000	71,493	74,905	4,8%
podatek bankowy	4,551	4,689	4,878	4,0%
Dochody niepodatkowe	25,806	30,768	34,631	12,6%
<b>Łączne wydatki</b>	<b>416,235</b>	<b>416,235</b>	<b>429,480</b>	<b>3,2%</b>
<b>Saldo</b>	<b>-28,500</b>	<b>-11,987</b>	<b>0</b>	<b>N/A</b>
<b>Saldo GG (% PKB)</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-1,0%*</b>	<b>-0,3%</b>	

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

\* nasza prognoza

## Dekompozycja wzrostu dochodów podatkowych 2020 a 2019 (mln zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Dochody budżetowe 2020: ambitne ale osiągalne

Dochody na 2020 r. zostały zaplanowane na **429,5 mld zł** (wzrost o 6,2% r/r wobec planowanego wykonania 2019). Wzrost dochodów podatkowych wygląda dość ambitnie i zostały oparte o śmiałe założenia dotyczące dalszego domykania luk podatkowych. Z drugiej strony, istnieje niezerowa szansa na wypłatę zysku NBP za 2019 r. (ze względu na słabszego złotego i inwestycje NBP w złoto), która nie pojawia się w projekcie budżetu, więc ryzyka dla dochodów wydają się być w miarę zbilansowane, przynajmniej jeśli chodzi o kwestie makro, bo kilka istotnych pozycji (np. transformacja OFE) nie doczekało się jeszcze zakończenia prac legislacyjnych.

Budżet nie zakłada wprowadzenia podatku handlowego czy cyfrowego, ale uwzględniła podwyżkę akcyzy na alkohol i tytoń, dodatkowe wpływy z opłaty recyklingowej, daniny solidarnościowej i jednorazowe (sprzedaż pozwoleń CO2 i częstotliwości 5G). Rząd zakłada także zlikwidowanie limitu podstawy naliczania składek społecznych (30-krotność średniego wynagrodzenia) oraz zmiany w systemie emerytalnym (likwidacja OFE), które nie zwiększają bezpośrednio dochodów budżetu centralnego, ale podbijają dochody FUS, co też jest istotnym elementem zrównoważenia budżetu w 2020 r. (poprzez niższą dotację).

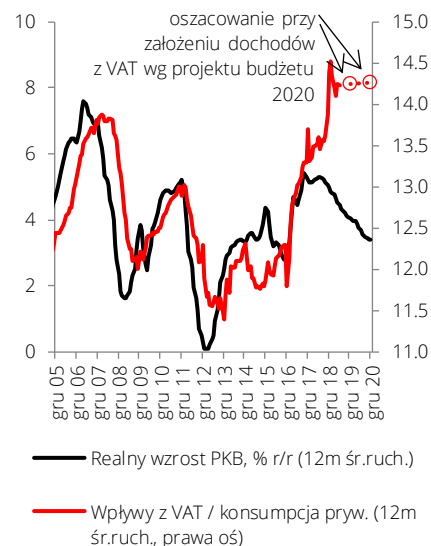
Za wzrost dochodów budżetowych w przyszłym roku odpowiadają w dużym stopniu **dochody z VAT**, które są prognozowane na poziomie 200,1 mld zł (+8,0% r/r lub +15 mld zł r/r wobec planowanej realizacji 2019). Taka skala wzrostu jest naszym zdaniem zbyt optymistyczna – przy spowalniającym wzroście PKB i konsumpcji wpływy mają rosnąć szybciej niż w tym roku (6% i +10 mld zł). To przyśpieszenie trudno też w pełni wyjaśnić dalszym uszczelnianiem systemu, bo rząd założył dodatkowe wpływy z tego tytułu na 7,9 mld zł w 2020 r. w porównaniu do 7,4 mld zł w 2019 r. Według naszych szacunków, prognozy rządu zakładają dalszy lekki wzrost efektywnej stawki VAT w 2020 r., pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wydaje się to ryzykownym założeniem.

**Akcyza** ma zgodnie z projektem wzrosnąć o 4,3% do 74,9 mld zł z 71,5 mld zł. Wzrost akcyzy na alkohol i tytoń ma przynieść 1,1 mld zł.

**Dochody z PIT** założono na poziomie 66,5 mld zł w 2020 r. wobec planowanej realizacji 65,8 mld zł w 2019 r. (+1,1% r/r). Jakkolwiek takie założenie może wyglądać bardzo konserwatywnie, to warto pamiętać, że dochody z PIT będą pod negatywnym wpływem obniżki pierwszej stawki, wzrostu kosztów uzyskania przychodów, zerowej stawki dla młodych i zniesienia limitu podstawy naliczania składek. Razem te działania odejmą od budżetowych dochodów PIT ok. 7 mld zł. Gdyby skorygować prognozę o tę wartość, to okazało by się, że rząd zakłada wzrost dochodów z PIT o ok. 9% r/r, co wydaje się dość optymistyczne w obliczu prognozowanego wzrostu funduszu płac o 6,5% i funduszu świadczeń społecznych o 5,0%.

**Dochody z CIT** mają wzrosnąć do 41,8 mld zł z 40,3 mld zł (3,8%). Naszym zdaniem ta prognoza jest realna, chyba że spowolnienie gospodarcze okaże się głębsze, a wyniki sektora bankowego będą pod dużą presją.

### Cykliczność efektywnej stawki VAT i jej szacunek wynikający z projektu budżetu na 2020



Uwaga: szacunek oparty o rządowy plan przychodów VAT i naszej prognozy PKB i konsumpcji

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

**Inne podatki:** podatek od gier ma przynieść 2,55 mld zł (2,2 mld zł w 2019 r.), podatek od kopalni 1,7 mld zł (1,5 mld zł w 2019 r.), podatek bankowy 4,9 mld zł (4,7 mld zł w 2019 r.).

**Dochody niepodatkowe** mają wzrosnąć do 34,6 mld zł z 30,85 mld zł (12,6%), co jest możliwe głównie ze względu na wpływy ze sprzedaży praw do emisji CO2 (ok. 6 mld zł).

### Budżet 2020: Wzrost wydatków w ryzach

Łączne wydatki budżetu mają wynieść **429,5 mld zł**, tj. 13 mld zł (3,2%) więcej niż planowane tegoroczne wykonanie. Według szacunków rządu relacja wydatków do PKB obniżyłaby się w takim przypadku do wieloletniego minimum 18.1% wobec tegorocznych 18.6%. W naszej ocenie, współczynnik ten może być jeszcze niższy (17,7%) bowiem zakładamy, że nominalny PKB będzie wyższy od oczekiwań rządu.

Na pierwszy rzut oka wzrost wydatków w stosunku do br. wygląda na zaskakująco mały i rodzi pytania, jak rząd zamierza zrealizować wszystkie zapowiedziane działania, zarówno te wynikające z obowiązujących przepisów jak i przedwyborczych obietnic. Według dokumentu wydatki związane kluczowymi inicjatywami są uwzględnione, włącznie z rozszerzonym programem 500+, podwyżkami płac o 6% w sektorze publicznym, indeksacją emerytur o 3,24%, wyższymi wydatkami na obronność, szkolnictwo i naukę. W dużym stopniu zagadkę tę wyjaśnia **znaczna redukcja dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych** – do 26 mld zł w 2020 z 49 mld zł planowanych w tym roku. To kompensuje znaczną część (i tak stosunkowo skromnego) wzrostu wydatków w innych obszarach i w efekcie łączne wydatki rosną zaledwie o 13 mld zł w stosunku do 2019. Tabela obok podsumowuje planowane zmiany wybranych kategorii wydatkowych.

W projekcie budżetu nie ma ani słowa o środkach na wypłatę 13. emerytury, chociaż przedstawiciele rządu wielokrotnie obiecywali, że zostanie ona ponownie wypłacona jeśli PiS wygra jesienne wybory. Warto jednak pamiętać, że ten wydatek nie był też uwzględniony w tegorocznym budżecie, a i tak został zrealizowany nawet bez podnoszenia planu wydatków. Sądzimy, że rząd wypłaci w 2020 13. emeryturę jeśli będzie chciał, nawet bez zmiany deficytu budżetu centralnego, ale np. poprzez zwiększenie deficytu FUS. Warto podkreślić, że część budżetu centralnego już teraz jest wypychana do innych sektorów, co dobrze widać po tym, że deficyt całego sektora finansów publicznych (GG) wyniesie 0,3% PKB w 2020 mimo zerowego salda budżetu centralnego. Ostatnia aktualizacja Programu Konwergencji zakładała odwrotną proporcję.

W budżecie nie przewidziano środków na przedłużenie zamrożenia cen energii na 2020 rok, co potwierdza naszą tezę, że taryfy energetyczne będą w przyszłym roku ustanawiane rynkowo, przyczyniając się do podniesienia inflacji na początku roku.

W sumie, niski poziom wydatków ogółem (mimo, że częściowo osiągnięty dzięki likwidacji OFE i tym samym obniżeniu dotacji do FUS) dowodzi, że dyscyplina fiskalna zostanie utrzymana a Stabilizująca Reguła Wydatkowa wciąż obowiązuje jako kotwica fiskalna, nawet w sytuacji, gdy rząd próbuje zwiększyć swoje szanse wyborcze poprzez redystrybucję. Uważamy jednak, że sposób, w jaki rząd ustala priorytety dla polityki fiskalnej, jest wyzwaniem dla średnio-terminowych perspektyw wzrostu gospodarczego oraz stabilności fiskalnej. Problem z obecnym podejściem jest taki, że generuje krótkotrwale impulsy dla konsumpcji kosztem długoterminowych obciążeń podatkowych i/lub ograniczeń w wydatkach na inne cele niż społeczne.

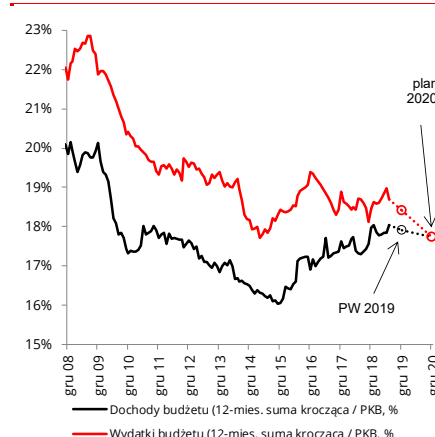
### Fundusz Ubezpieczeń Społecznych: skok przychodów

Jak napisaliśmy powyżej, dużo mniejsza dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w dużym stopniu wyjaśnia niską dynamikę wydatków budżetowych.

Całkowite przychody FUS są planowane na 259,3 mld zł a bez dotacji na 232,2 mld zł. Na 2019 r. dochody bez dotacji zaplanowano na 195,6 mld zł, czyli rząd założył zawrotny wzrost o 19,2%. Taki wzrost jest możliwy dzięki likwidacji limitu 30-krotności składek na ubezpieczenia społeczne (7 mld zł), wpłacie opłaty przekształceniowej z OFE (10 mld zł) i poprawie ściągłości składek na ubezpieczenia społeczne (2,6 mld zł). Ten ostatni czynnik jest prawdopodobnie związany z planowanym 'ozusowaniem' tzw. umów śmieciowych. Przyrost przychodów FUS bez wyżej wymienionych czynników wynosi ok. 10% r/r i jest to wg nas dynamika możliwa do osiągnięcia ze względu na fakt, iż prawdopodobnie realizacja przychodów w br. będzie lepsza od zaplanowanej w budżecie na rok 2019.

Łączne wydatki FUS w 2020 roku oczekiwane są na poziomie 257,9 mld zł a wydatki na świadczenia społeczne 252,2 mld zł w stosunku do oczekiwań na 2019 rok w wysokości, odpowiednio, 246,3 mld zł oraz PLN 240,6 mld zł. Warto zauważyć, że wzrost wydatków na świadczenia społeczne ma wynieść 4,8%, co w naszej ocenie jest kolejnym potwierdzeniem, że rząd nie uwzględnił 13. emerytury w budżecie na rok 2020.

### Dochody i wydatki budżetowe (12-miesięczna suma) jako % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Zmiany wydatków w 2020 w wybranych kategoriach (mld zł)

500+	+10
Płace w sektorze publicznym	+5
Emerytury i renty	+12
Obrona	+5
Nauka i szkolnictwo wyższe	+2,2
Służba zdrowia	+1
Składka UE	+1.1
Dotacja do FUS	-23
Obsługa długu	-0.7
<b>netto</b>	<b>+12.6</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Potrzeby pożyczkowe: niskie, ale wyższe niż w 2019

Potrzeby pożyczkowe netto na rok 2020 zaplanowano w wysokości **19,4 mld zł** a potrzeby brutto na 137,4 mld zł. Są to kwoty wyższe od prognozowanej realizacji na rok 2019 o, odpowiednio, 4,3 mld zł oraz 2,8 mld zł.

Podobnie jak w bieżącym roku, rząd zakłada, że w roku 2020 większa część podaży obligacji zostanie wyemitowana w złotych. Podaż krajowa netto jest planowana na poziomie 35,5 mld zł wobec 31,5 mld zł oczekiwanych w 2019. W tej kwocie 31,5 mld zł to podaż obligacji hurtowych, a 4,0 mld zł obligacji detalicznych.

Dług denominowany w walutach obcych ma się skurczyć o 16,2 mld zł, zgodnie ze strategią Ministerstwa Finansów zmniejszania ekspozycji na rynki zagraniczne. W dokumencie Strategia Zarządzania Długiem na lata 2019-2022 Ministerstwo zapisało, że chce zmniejszyć udział długu denominowanego w walutach obcych do poziomu 30%, a później ten poziom jeszcze stopniowo obniżyć. Na koniec II kwartału udział ten był już na poziomie 28,1%. Zgodnie ze Strategią, przeciętna zapadalność długu powinna wynosić około 5 lat, a na koniec lipca 2019 wynosiła 5,07 (w rozbiciu na dług zagraniczny oraz krajowy, odpowiednio: 6,13 oraz 4,62 lat).

Zgodnie z najnowszymi danymi, w okresie styczeń-czerwiec, całkowita ilość polskich obligacji denominowanych w walucie krajowej wzrosła o 23,6 mld zł. Polscy inwestorzy zakupili obligacje nominalnie za 41,3 mld zł z czego 40,4 mld zł zostało zakupione przez banki komercyjne. Nierezydenci sprzedali dług za 17,7 mld zł, z czego głównie sprzedawały banki centralne (16,4 mld zł).

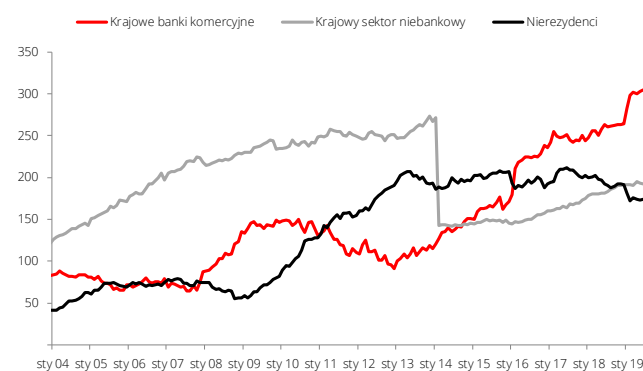
Nie widzimy wielu powodów, dla których wyżej wymieniona struktura nabywców obligacji miałaby się zmienić w 2020 roku. Kwestie regulacyjne oraz podatek bankowy zachęcają polskie banki do zakupów obligacji rządowych i tak długo, jak dynamika depozytów pozostaje solidna (obecnie w okolicach +10% r/r), występować będzie ciągły popyt na obligacje ze strony polskich instytucji finansowych. Widać też dość wyraźny trend wzrostowy w wartości długu skarbowego w portfelach krajowych inwestorów indywidualnych: na koniec czerwca 2019 osoby prywatne były w posiadaniu 22,5 mld zł obligacji hurtowych (wzrost o 2,5 mld zł od początku roku), oraz 22,1 mld zł obligacji detalicznych (+2,4 mld zł od początku roku). W 2018 osoby prywatne zakupiły obligacje hurtowe o wartości 4,0 mld zł oraz obligacje detaliczne o wartości 4,3 mld zł.

#### Finansowanie potrzeb pożyczkowych (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana mld zł (3) - (2)	zmiana % (3) / (2)
<b>Potrzeby pożyczkowe netto</b>	<b>63,32</b>	<b>39,71</b>	<b>45,99</b>	<b>6,28</b>	<b>15,8%</b>
Finansowanie potrzeb pożyczkowych:					
Krajowe, w tym	57,92	37,58	57,05	19,47	51,81%
- obligacje skarbowe	57,92	35,27	57,05	21,78	61,81%
- inne	0,0	2,310	0,0	-2,31	-100,0%
Finansowanie zagraniczne	5,41	2,14	-11,06	-13,20	-642,1%
-obligacje	-1,79	-3,28	-5,57	-2,29	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

#### Krajowe obligacje w posiadaniu wybranych grup inwestorów (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swaich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl