

Na ostatnim szczycie G-20 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) zarekomendował krajom uprzemysłowionym przygotowanie skoordynowanych programów fiskalnej stymulacji o wartości stanowiącej równowartość 1-1,5% PKB w celu ożywienia gospodarki. Ma to związek z utrzymującym się słabym wzrostem gospodarczym i wyczerpywaniem możliwych opcji w zakresie polityki pieniężnej. W powyższą rekomendację doskonale wpisuje się program 500+, który wystartował z początkiem kwietnia br., a jego szacowana wielkość stanowi równowartość 1,5% polskiego PKB. W jakim stopniu taka stymulacja fiskalna może przełożyć się na wzrost PKB?

Wpływ dodatkowej stymulacji fiskalnej na gospodarkę opisuje tzw. mnożnik fiskalny, który informuje o ile wzrośnie PKB w reakcji na wzrost wydatków budżetowych (np. jeśli wydatki wzrosną o 100 USD, a w reakcji na nie PKB zwiększy się o 150 USD, to mnożnik wyniesie 1,5). IMF przeprowadził szereg badań, w ramach których przeanalizowano szereg przypadków stymulacji fiskalnej w różnych krajach i w różnych fazach cyklu koniunkturalnego. Na tej podstawie określono warunki, od jakich zależy skuteczność stymulacji fiskalnej i w jakim stopniu przełoży się ona na wzrost gospodarczy. W efekcie okazało się, że stymulacja fiskalna jest niezwykle skuteczna w przypadku takich krajów, jak USA, czy Chiny, w przypadku których mnożnik fiskalny sięga odpowiednio 1,4 oraz 1,7 (wykres 1). Znacznie gorsze efekty przynoszą wydatki rządowe w krajach strefy euro, Australii, Kanadzie, czy Wielkiej Brytanii. Dlaczego w niektórych krajach stymulacja fiskalna przynosi znacznie lepsze efekty niż w innych? Na podstawie badań IMF, poniżej opisaliśmy najważniejsze czynniki, które wpływają na efektywność stymulacji fiskalnej i gdzie w tym kontekście znajduje się polski program 500+.

1. Wykorzystane narzędzie. Po stronie wydatków najlepsze efekty przynoszą inwestycje, czyli np. wydatki na infrastrukturę, które oprócz krótkoterminowego pozytywnego wpływu na wzrost gospodarczy, zwiększają potencjał gospodarki w długim terminie. Drugą pod względem efektywności grupą wydatków są tzw. bieżące wydatki konsumpcyjne, stanowiące zwykle największą część wydatków rządowych ogółem. Najślabszy efekt przynoszą natomiast transfery i wydatki socjalne. Po stronie przychodowej najsilniej na wzrost gospodarczy oddziałują podatki dochodowe (CIT, PIT), zaś najmniej podatki pośrednie (VAT) – przy czym wzrost obciążeń podatkowych ma negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Niestety program 500+ pod względem opisanych kryteriów wygląda dość słabo, ponieważ należy do grupy wydatków budżetowych o najmniejszej efektywności, a dodatkowo jest częściowo finansowany wzrostem obciążeń podatkowych sektora bankowego oraz sektora handlowego. Tzw. podatek bankowy, który teoretycznie ma charakter majątkowy należy uznać de facto za podatek o charakterze dochodowym, ponieważ pozbawia sektor znacznej części dochodu (większej niż standardowy 19% podatek CIT płacony przez sektor). Jego konstrukcja już wywiera silny negatywny wpływ na akcję kredytową i na inwestycje w sektorze prywatnym.

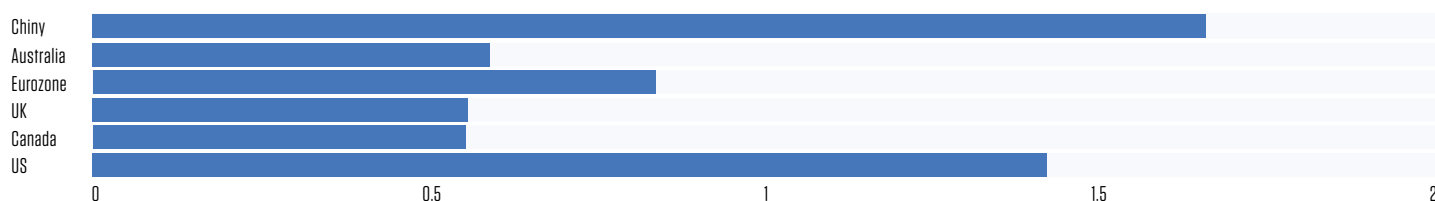
2. Stopień otwartości gospodarki. Gospodarkę określa się, jako relatywnie zamkniętą, jeśli udział importu w PKB jest mniejszy niż 30%. Im mniejszy udział importu w PKB, tym większa skuteczność stymulacji fiskalnej. Większy udział importu w PKB oznacza, że większa część środków z dodatkowej stymulacji jest wydatkowana na towary wyprodukowane za granicą, co ogranicza wzrost gospodarczy w kraju. Czynniki te dobrze tłumaczy dlaczego efektywność stymulacji fiskalnej jest wysoka w takich krajach, jak USA i Chiny (wykres 2). Niestety z tego samego powodu należy oczekiwać, że efektywność stymulacji w ramach programu 500+ będzie raczej niska.

3. Udział tzw. automatycznych stabilizatorów gospodarki. W uproszczony sposób można go opisać, jako udział wydatków rządowych w PKB, czyli im mniej państwa w gospodarce, tym wyższa efektywność wprowadzanej stymulacji fiskalnej. Powyższy wskaźnik również dość dobrze opisuje, dlaczego w Chinach i w USA efektywność stymulacji fiskalnej jest wysoka (wykres 3 – w przypadku USA wskaźnik nie jest do końca porównywalny, ponieważ obejmuje również wydatki budżetów stanowych). W przypadku tego wskaźnika Polska wypada nieco lepiej niż Strefa Euro, ale znacznie słabiej niż Chiny, czy USA.

4. Poziom długu publicznego. Efektywność stymulacji fiskalnej wymaga niskiego długu publicznego bądź uznawanego za bezpieczny przez rynki finansowe. Jako przykład podawane są progi 100% PKB dla krajów rozwiniętych i 40% dla krajów rozwijających się, ale są to tylko przedziały szacunkowe. W rzeczywistości określenie bezpiecznego poziomu długu dla danego kraju jest problemem złożonym i zależy od wielu zmiennych. W tym kontekście dług publiczny Polski przekraczający 50% PKB może bardziej niepokoić inwestorów niż dług publiczny USA przekraczający 100% (wykres 3). Efektywność stymulacji fiskalnej w tym przypadku zależy od różnicy pomiędzy pozytywnym wpływem na gospodarkę, a kosztami związanymi z obniżeniem wiarygodności finansowej kraju w następstwie oczekiwanego wzrostu zadłużenia. Obniżenie ratingu Polski w styczniu br. przez agencję S&P oraz możliwość podjęcia podobnej decyzji lub pogorszenia perspektywy ratingu przez agencję Moody's już w najbliższy piątek (nomen omen 13-tego), pokazują, że ekspansywna polityka fiskalna polskiego rządu jest rozwiązaniem dość ryzykownym.

5. Faza cyklu koniunkturalnego. Badania IMF wskazują, że stymulacja fiskalna przynosi znacznie lepsze efekty w trakcie recesji niż w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Przy pełnym wykorzystaniu mocy w gospodarce efekty stymulacji fiskalnej mogą być nawet negatywne, co oznacza ujemny poziom mnożnika fiskalnego.

Średni mnożnik fiskalny w wybranych krajach (Wykres 1)



Źródło: IMF, Working WP 14/93

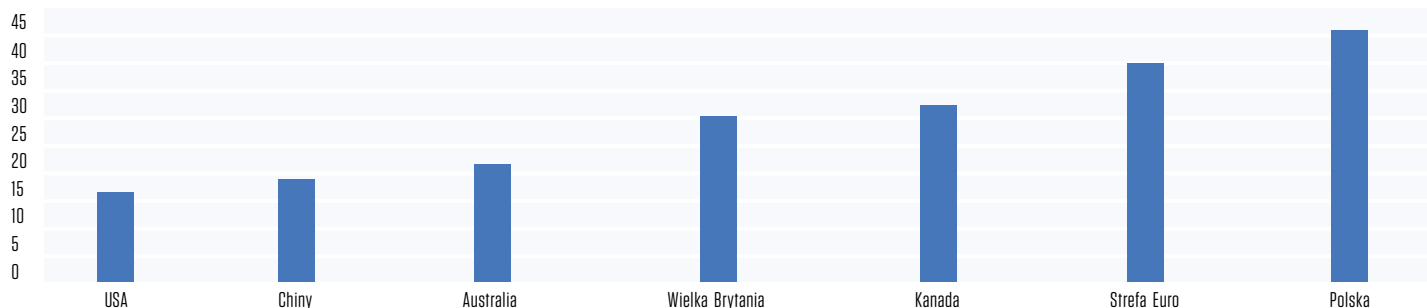


**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

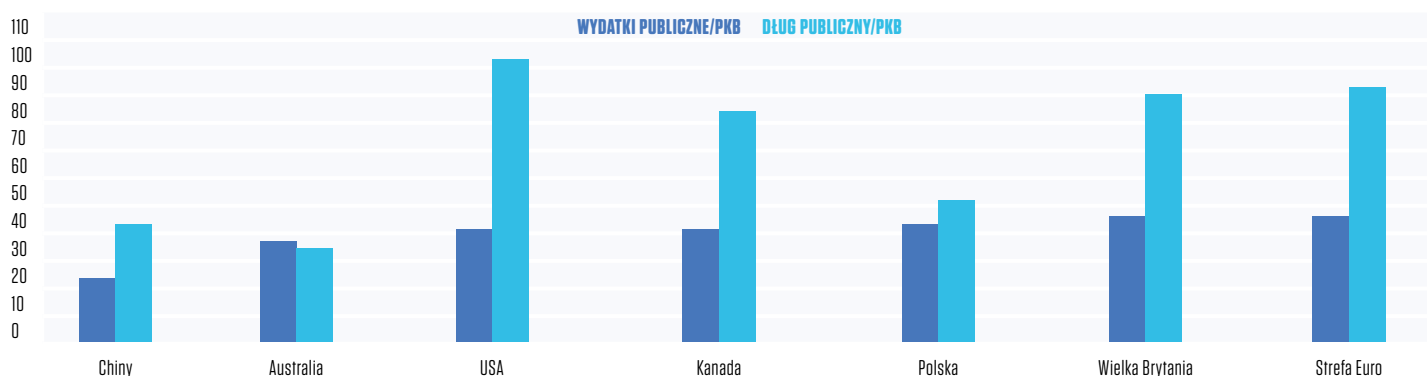
Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl

Udział importu w PKB w wybranych krajach (Wykres 2)



Źródło: World Bank data

Udział wydatków i długu publicznego w PKB w wybranych krajach (Wykres 3)



Źródło: Index of Economic Freedom 2014 by The Heritage Foundation and The Wall Street Journal, tradingeconomics.com

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, efektywność program 500+ w skali makroekonomicznej, może być mniejsza, niż mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka. Będą spółki, które na wprowadzeniu programu skorzystają oraz takie, które na nim stracą. Z punktu widzenia giełdowych inwestorów oznaczać to może jedynie zmiany w strukturze portfela. Rozczarowani mogą być natomiast ci inwestorzy, którzy liczą na silny pozytywny wpływ programu 500+ na wzrost gospodarczy w Polsce i na jego przełożenie na wyceny giełdowych spółek. Na horyzoncie mamy jeszcze kilka istotnych czynników ryzyka związanych bezpośrednio z polskim rynkiem. Chodzi o ewentualne przewalutowanie kredytów frankowych, które – jak wynika z opinii KNF – może w negatywnym scenariuszu zagrozić stabilności polskiego systemu finansowego, niewiadomą przyszłość OFE oraz ewentualne obniżenie ratingu Polski bądź jego perspektywy przez agencję Moody's. To głównie ze względu na te czynniki ryzyka polski rynek akcji od kilku tygodni zachowuje się relatywnie słabo na tle innych rynków wschodzących. Czy w tej sytuacji jest szansa na powrót lepszej koniunktury? Tak, jeśli analogia ze stycznia miałyby się powtórzyć. Wówczas zaledwie kilka dni po obniżeniu ratingu przez agencję S&P na giełdzie warszawskiej rozpoczęła się fala wzrostowa, w wyniku której wartość indeksu WIG zwiększyła się o ponad 15%. Czy tak będzie także tym razem? Czas pokaże, jednak wydaje się, że bez kapitału z zagranicy, polski rynek akcji skazany jest na marazm.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.). Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych. Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SF10 mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2014, poz.157 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe). Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.



**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl