



OSPODARKA NARODOWA

1-2
(125-126)
Rok XIII
styczeń-luty
2002

Maciej RELUGA*

Wpływ polityki fiskalnej na saldo bilansu płatniczego**

Wprowadzenie

Szybki wzrost gospodarczy w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, kandydujących do integracji z Unią Europejską, wiązał się z pogarszaniem salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Większa nierównowaga zewnętrzna była wynikiem nie tylko realnej aprecjacji, gdyż powiększanie się deficytu wynikało z braku bilansu pomiędzy krajowymi oszczędnościami i inwestycjami. Ponieważ zasoby „łatwego” wzrostu wyczerpane zostają zwykle w początkowej fazie transformacji, do realizacji scenariusza wysokiego wzrostu gospodarczego konieczne jest zwiększenie stosunku inwestycji do PKB. Wzrost inwestycji natomiast wymaga wzrostu krajowych oszczędności lub zwiększenia niestabilności zewnętrznej w postaci wyższego deficytu bilansu obrotów bieżących. Zwiększenie skłonności do oszczędzania w sektorze prywatnym jest zwykle procesem długofalowym, który w Polsce rozpoczął się dzięki, między innymi reformie emerytalnej czy kontynuowanemu procesowi dezinflacji. Należy jednak poczekać, aby ten stopniowy proces, który zależny jest od wielu czynników (w tym instytucjonalnych) przyniósł efekty w postaci większej równowagi ekonomicznej. Oczywiście zatem wydaje się fakt, że w najbliższych latach Polska skazana będzie na deficyt obrotów bieżących, gdyż konieczne do wzrostu gospodarczego nakłady inwestycyjne będą o wiele większe niż zasób krajowych oszczędności. Aby sfinansować te inwestycje konieczny jest import zagranicznych oszczędności w formie inwestycji bezpośrednich, kredytów i inwestycji portfelowych, które następnie wykorzystywane są na zakup dóbr za granicą.

* Autor jest pracownikiem ING Bank Śląski w Warszawie.

** Rozszerzona wersja tego opracowania powstała w ramach projektu PCZ 003-17, finansowanego przez Komitet Badań Naukowych a realizowanego w INE PAN.

Główną tezę artykułu jest wskazanie deficytu finansów publicznych jako jednej z przyczyn deficytu na rachunku bieżącym, gdyż nadmierne wydatki tego sektora konsumują krajowe oszczędności, pozostawiając mniej oszczędności dla sektora prywatnego, który musi sięgać po kapitał zagraniczny. Dlatego też remedium na zbyt ekspansywną politykę fiskalną pozostaje restrykcyjna polityka pieniężna, ograniczająca deficyt obrotów bieżących poprzez zmniejszenie popytu wewnętrznego, i ograniczająca w ten sposób ryzyko kryzysu walutowego. Oczywiście, efekt polityki pieniężnej może na tyle zwiększyć oszczędności prywatne (ograniczając konsumpcję bieżącą), że będzie on większy od negatywnego wpływu wyższego deficytu fiskalnego. A jeśli nawet oszczędności prywatne nie zmieniają się, restrykcyjna polityka monetarna ogranicza nakłady inwestycyjne, zmniejszając niestabilność zewnętrzną. Z sytuacją taką mieliśmy do czynienia w roku 2001, kiedy to znaczącemu rozluźnieniu polityki budżetowej towarzyszyło ograniczenie nierównowagi zewnętrznej. Tak prowadzona polityka makroekonomiczna ogranicza jednak również potencjał wzrostu gospodarczego. Niska aktywność ekonomiczna w 2001 roku (spowodowana nie tylko przez wysokie stopy procentowe, ale również przez pogarszającą się sytuację zewnętrzną), ukazała kryzys finansów publicznych w całej okazałości: zbyt duży udział wydatków sztywnych w całości wydatków budżetowych powodujący, że nagłe zmniejszenie dochodów podatkowych spowodowało eksplozję deficytu budżetowego. Zaistniała konieczność podjęcia radykalnych działań celem uzdrowienia finansów publicznych, z których część będzie miała zapewne charakter doraźny, a część powinna stanowić element większego planu zbilansowania finansów państwa w średniookresowej perspektywie. O ile założenie niskiego realnego wzrostu wydatków (lub ich zamrożenia) na kolejne lata stanowić ma punkt oparcia dla osiągnięcia drugiego z wymienionych celów, trudno sobie wyobrazić brak celu w postaci zmniejszania deficytu finansów publicznych w obliczu integracji z Unią Europejską. Również niektóre propozycje wygłaszane przy konstrukcji budżetu na rok 2002 mogą budzić kontrowersje. Z punktu widzenia problemu poruszanego w tym artykule, dwie propozycje wymagają szczególnego komentarza: podatek od zysków z oszczędności oraz podatek importowy. Pierwsza z nich może doprowadzić bowiem do zmniejszenia zasobu oszczędności krajowych, zwiększając tym samym ryzyko pogorszenia salda obrotów bieżących. Druga natomiast, mająca w założeniu ograniczyć to ryzyko, może nie spełnić swojego celu, przynosząc w zamian skutki niepożądane poprzez efekty pośrednie – umocnienie waluty krajowej, spadek eksportu, potencjalnie większy deficyt handlowy z powodu mniejszej konkurencyjności.

Wydaje się, że jedyną drogą do ograniczenia negatywnego wpływu niskiej restrykcyjności polityki fiskalnej na saldo obrotów bieżących, przy jednoczesnym osiągnięciu wyższego wzrostu gospodarczego może być poprawa kombinacji polityki fiskalnej i monetarnej. Obniżenie deficytu budżetowego poprzez redukcję strony wydatkowej stworzyłoby miejsce na redukcję stóp procentowych banku centralnego zwiększającą opłacalność inwestycji, bez zwiększonego ryzyka niestabilności zewnętrznej. Jednak ograniczanie deficytu fi-

nansów publicznych nie powinno wiązać się ze zmniejszeniem oszczędności prywatnych, co mogłoby być skutkiem wprowadzania dodatkowych obciążeń podatkowych w postaci, np. podatku od zysków kapitałowych.

Zależność pomiędzy stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej a saldem rachunku bieżącego bilansu płatniczego – podstawy teoretyczne

Skala w jakiej zmiany w polityce fiskalnej wpływają na zmiany w bilansie obrotów bieżących pozostaje nadal w dużej mierze kwestią kontrowersyjną. Konsensualnym wydaje się podejście absorpcyjne, które rozszerzyć można o popularny w ostatnich latach model międzyokresowy. Istnieją oczywiście podejścia alternatywne do tego problemu, również badania empiryczne nie potwierdzają w każdych warunkach hipotezy bliźniaczych deficytów, zgodnie z którą deficyt budżetowy i deficyt obrotów bieżących są ze sobą ściśle powiązane w taki sposób, że ograniczenie jednego deficytu prowadzi do ograniczenia drugiego. Teorię bliźniaczych deficytów można przedstawić na wiele sposobów, różniących się mechanizmami transmisji zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej na wyższy deficyt obrotów bieżących. Jednak podstawowym założeniem jest, że oszczędności prywatne nie równoważą spadku oszczędności publicznych (*ceteris paribus*). Równoważność ricardowska zakłada występowanie tej zależności.

Podejście absorpcyjne

Standardowy pogląd na zależność deficytu obrotów bieżących od deficytu fiskalnego związany jest z podstawowym równaniem makroekonomicznym wynikającym z bilansu rachunków narodowych, a pokazującym zależność pomiędzy bilansem obrotów bieżących, a krajowymi (w tym publicznymi) oszczędnościami netto (różnicą oszczędności i inwestycji).

$$CA = (T - G) + (S - I)$$

gdzie:

CA – bilans obrotów bieżących

T – przychody sektora publicznego

G – wydatki sektora publicznego

S – oszczędności sektora prywatnego

I – inwestycje sektora prywatnego

Równanie powyższe pokazuje bilans obrotów bieżących jako sumę oszczędności dwóch sektorów: prywatnego i publicznego. Wyrażenie $(T-G)$ występujące w równaniu ukazuje pozycję netto skonsolidowanego sektora finansów publicznych, co oznacza, że jak długo oszczędności prywatne i inwestycje krajowe pozostają bez zmian, wzrostowi deficytu budżetowego (czyli spadkowi oszczęd-

ności publicznych) musi towarzyszyć wzrost deficytu zewnętrznego. Mechanizm stojący za tą zależnością może przebiegać następująco. Wobec pojawienia się deficytu budżetowego spadają oszczędności prywatne, w wyniku czego dochodzi do wzrostu stopy procentowej. Wzrost stopy procentowej czyni deficytowy kraj bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych, co pociąga za sobą wzrost kursu waluty krajowej zmniejszając konkurencyjność eksportu, co wpływa niekorzystnie na sytuację w bilansie płatniczym. Kapitał zagraniczny napływający do kraju wypełnia lukę pomiędzy inwestycjami, a oszczędnościami krajowymi.

Podjęcie międzyokresowe

Międzyokresowe podejście do bilansu obrotów bieżących skupia się na wpływie zmian w oczekiwanym przyszłym i bieżącym długookresowym dochodzie gospodarstw domowych na oszczędności i inwestycje krajowe. W odróżnieniu od powyższego, statycznego ujęcia bilansu obrotów bieżących, model międzyokresowy może lepiej wyjaśniać długookresowe zależności oszczędności i inwestycji, gdyż z tej perspektywy bilans zewnętrzny jest wynikiem decyzji oszczędnościowych i inwestycyjnych podejmowanych z uwzględnieniem długiego horyzontu czasowego, a opartych na przewidywaniach wskaźników ekonomicznych, takich jak: przyszły wzrost gospodarczy, wzrost produktywności, oczekiwana stopa procentowa lub inflacja. Sytuacja bilansu obrotów bieżących w modelu jest uzależniona od odchyłeń wskaźników ekonomicznych w danym okresie od ich poziomu w stanie równowagi. Podejście to jest niejako rozszerzeniem podejścia absorpcyjnego i mówi, że przyrost aktywów zagranicznych (bilans obrotów bieżących) równy jest bilansowi oszczędnościowo-inwestycyjnemu.

Na podstawie modelu utworzyć można międzyokresowe ograniczenie budżetowe dla całej gospodarki, które łączyłoby wartość wydatków w gospodarce z wartością produkcji powiększoną o wielkość aktywów zagranicznych. Ograniczenie to sprowadza się do faktu, że zdyskontowana bieżąca wartość wydatków w gospodarce (zarówno teraźniejszych, jak i przyszłych) nie może przekroczyć początkowych zasobów w gospodarce powiększonych o bieżącą wartość krajowej produkcji (zarówno teraźniejszej, jak i przyszłej). Zakładając maksymalizowanie międzyokresowej funkcji użyteczności (przy danym międzyokresowym ograniczeniu budżetowym) stwierdzić można, że krańcowa stopa substytucji dzisiejszej i przyszłej konsumpcji powinna być równa stopie procentowej, czyli cenie przyszłej konsumpcji. Innymi słowy, konsumpcja będzie „wygładzana” w akcie trwania życia (*consumption smoothing*) w zależności od jej ceny.

Z modelu tego można wyciągnąć następujące wnioski:

- Jeśli kraj jest wierzycielem na międzynarodowym rynku aktywów (dodatkowo pozycja aktywów zagranicznych netto), a światowa stopa procentowa przekracza poziom występujący w stanie równowagi, wówczas bilans obrotów bieżących będzie miał tendencję do tworzenia nadwyżki, ponieważ nastąpi wygładzanie konsumpcji na rzecz przełożenia jej na późniejszy okres.

Odwrotna sytuacja zachodzi w przypadku, gdy kraj jest dłużnikiem na rynku międzynarodowym.

- Jeśli produkcja w kraju jest powyżej poziomu potencjalnego, bilans obrotów bieżących może mieć mniejszy deficyt ze względu na efekt wygładzania konsumpcji. Wyższe wydatki inwestycyjne lub wydatki rządowe zwiększają deficyt w obrotach bieżących, ponieważ sektor prywatny będzie zaspokajał część wydatków przez import zagranicznych oszczędności.
- Sytuacja bilansu obrotów bieżących zależy również od czynników subiektywnych – od tego, który kraj (a właściwie jego obywatele) postrzega przyszłość w lepszej perspektywie. Jeśli kraj jest bardziej optymistyczny, wówczas będzie istniała tendencja do zwiększenia niestabilności zewnętrznej, i odwrotnie.

Nierównowaga zewnętrzna zależy w dużym stopniu od wzajemnych fluktuacji produkcji i inwestycji. Jeśli zasoby inwestycyjno-kapitałowe gospodarki są poniżej poziomu zapewniającego wzrost gospodarczy na poziomie potencjalnym, wówczas krańcowa produktywność kapitału będzie z całą pewnością większa od zagranicznej stopy procentowej powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Istotną rolę odgrywa również wzrost produktywności, który jeśli nastąpi nagle, to może doprowadzić do zmiany w bilansie obrotów bieżących.

Skutki ekspansji fiskalnej w modelu międzyokresowym ilustruje fakt, że przyszły deficyt obniża aktualną wartość podatków przy stałych wydatkach rządowych. Im większa emisja długu publicznego pokrywającego dodatkowy deficyt, tym większy podatek nałożyć należy na przyszłe pokolenia, w związku z czym bieżąca konsumpcja staje się bardziej opłacalna. W modelu międzyokresowym powstanie bliźniaczych deficytów uzasadnione jest, w pewnym sensie, niewielkim altruizmem pokolenia bieżącego, które rozluźnienie fiskalne traktować może jako obciążenie dla przyszłych pokoleń i przez to decydować się na wzrost konsumpcji prowadzący do pogorszenia bilansu obrotów bieżących.

Równoważność ricardowska

Przedstawione wyżej zależności pomiędzy stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej, a saldem rachunku obrotów bieżących nie zachodziłyby w gospodarce, jeśli miałyby miejsce tzw. równoważność ricardowska, która opiera się na założeniu, że sektor prywatny zwiększa swoje oszczędności w wyniku zmniejszenia oszczędności publicznych (zwiększenia deficytu) i całkowite oszczędności krajowe nie uległyby zmianie. Działoby się tak dlatego, że powiększenie deficytu budżetowego, które musiałoby być w przyszłości finansowane wzrostem podatków, prowadziłoby do wzrostu oszczędności (gdyż byłoby traktowane jako tożsame ze wzrostem podatków), a nie do wzrostu konsumpcji (nie byłoby traktowane jako wzbogacenie). Oznaczałoby to, że substytucja nałożenia podatków zwiększeniem deficytu fiskalnego nie prowadziłaby do zmian w decyzjach konsumenckich dotyczących wydatków, a przez to nie miałyby wpływu na stopy procentowe i całkowite oszczędności.

Podstawowa różnica pomiędzy podejściem powyższym, a podejściem standardowym wynika z odmiennego podejścia do tego, jak sektor prywatny (gospodarstwa domowe) traktują dodatkową emisję długu publicznego. Teoria oparta na równoważności ricardowskiej opiera się na założeniu, że społeczeństwo, będąc całkowicie racjonalne w swoich przewidywaniach, postrzega emisję długu jako ekwiwalent zwiększenia podatków w przyszłości, celem wykupu tego długu. Dlatego też zwiększa swoje oszczędności oczekując w przyszłości zmniejszenia dochodu do dyspozycji. Głównym jednak punktem podlegającym dyskusji (i będącym główną osią krytyki) jest założenie o racjonalności oczekiwań gospodarstw domowych, oraz o altruizmie obecnych pokoleń. Istnieją bowiem przyszłe pokolenia, które najprawdopodobniej poniosą ciężar ekspansji fiskalnej, więc założenie o obecnym pokoleniu zwiększającym oszczędności dla przyszłego pokolenia jest, według poglądu neoklasycznego, zbyt mocne.

Polityka fiskalna a nierównowaga zewnętrzna w Polsce

Modele teoretyczne a sytuacja polska

Większość badań dotyczących wpływu stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej na równowagę zewnętrzną prowadzona była dla krajów rozwiniętych, w których, w odróżnieniu od krajów transformujących się, zapotrzebowanie na import oszczędności zagranicznych jest dużo mniejsze. Ze względu na długość, jakość, wiarygodność i porównywalność szeregów czasowych, niezwykle trudno jest zweryfikować na gruncie empirycznym prawdziwość powyższych teorii dla krajów naszego regionu. Jednak próbując rozwiązać ten problem na gruncie teoretycznym, nie wydaje się, aby podstawowe założenia równoważności ricardowskiej mogłyby być w tych krajach spełnione. Wydaje się, że podmioty działające na wolnym rynku, po długim okresie funkcjonowania w gospodarce sterowanej centralnie, są zdecydowanie bardziej nastawione na konsumpcję niż na oszczędzanie (w tym oszczędzanie dla przyszłych pokoleń), niezależnie od tego jak postrzegają politykę fiskalną. Fakt ten ma również znaczenie z punktu widzenia modelu międzyokresowego, w którym jednym z czynników wpływających na bilans obrotów bieżących jest efekt subiektywny – jak dany kraj postrzega przyszłość. Ponieważ można przypuszczać, że po niemalże pół wieku w innym systemie, polski sektor prywatny jest bardziej nastawiony na konsumpcję niż jego odpowiednik w Unii Europejskiej (będącej naszym głównym partnerem handlowym), kraj nasz może być skazany na wysoki deficyt obrotów bieżących w najbliższej przyszłości. Prawdopodobnie ta może zmniejszać się w sytuacjach kryzysowych o większym stopniu niepewności, których niektóre z krajów naszego regionu miały okazję już zaznać (Czechy i Węgry), a która, w pewnym sensie, dotyczy Polskę w chwili obecnej. Oczywiście istnieją znaczne różnice pomiędzy kryzysami w tych państwach, jednak zachodzić może podobny mechanizm ograniczenia popytu wewnętrznego poprzez zwiększenie niepewności. Postrzeganie przez sektor prywatny polityki fiskalnej pań-

stwa również może mieć znaczenie dla kształtowania bilansu obrotów bieżących. W szczególności, [Michel Normandin, 1994] wykazał, że bardziej ekspansywna polityka fiskalna nie znajduje odzwierciedlenia w większych oszczędnościach prywatnych (równoważność ricardowska nie jest spełniona), gdy deficyt budżetowy postrzegany jest jako zjawisko trwałe.

Analizując, również występującą w równaniu modelu międzyokresowego, międzynarodową sytuację inwestycyjną (aktywa zagraniczne netto) naszego kraju, stwierdzić należy, że pozycja dłużnika netto wobec zagranicy nie stwarza podstaw do wiary w znaczącą poprawę nierównowagi zewnętrznej w najbliższym czasie.

Tablica 1

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski (w mln dolarów USD)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	-29,561	-27,338	-29,769	-30,531	-41,806	-49,157	-54,727
Ogółem aktywa	23,504	31,966	28,746	31,908	38,399	40,100	44,618
1. Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą	461	539	735	678	1,165	1,024	1,025
2. Polskie inwestycje portfelowe za granicą	1,287	1,937	1,338	839	1,093	1,143	1,575
3. Pozostałe inwestycje zagraniczne	15,727	14,527	8,454	8,988	7,866	10,619	14,552
4. Oficjalne aktywa rezerwowe	6,029	14,963	18,219	21,403	28,275	27,314	27,466
Ogółem pasywa	53,065	59,304	58,515	62,439	80,205	89,257	99,345
1. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce	3,789	7,843	11,463	14,587	22,479	26,075	33,603
2. Zagraniczne inwestycje portfelowe w Polsce	8,431	9,375	10,148	11,325	13,658	14,617	18,057
3. Pozostałe inwestycje zagraniczne	40,845	42,086	36,904	36,527	44,068	48,565	47,685

Źródło: NBP

Polska jest dłużnikiem netto wobec zagranicy, a jak pokazuje tablica 1 ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto zwiększa się z roku na rok. Zmniejszenie w 1995 roku spowodowane było restrukturyzacją zadłużenia zagranicznego, jednak od tamtego czasu notowany jest systematyczny wzrost ujemnej pozycji netto, która na koniec 2000 roku wyniosła prawie 55 mld dolarów. Trend ten jest spowodowany w dużej mierze zwiększaniem pasywów sięgających łącznie prawie 100 mld dolarów. Powiększenie pasywów następuje głównie w pozycji zagranicznych inwestycji zagranicznych i należy oczekiwać kontynuacji tego trendu w najbliższej przyszłości. Ponieważ pozycja dłużnika netto wobec zagranicy nie powinna się zmienić, a spadek stóp procentowych na świecie, który nastąpił w 2001 roku, powinien być odbierany jako tymczasowy, można powiedzieć, że bilans obrotów bieżących będzie miał nadal tendencję do tworzenia deficytu.

Patrząc na model międzyokresowy z punktu widzenia odchyłeń produkcji, wydatków inwestycyjnych i wydatków rządowych od ich poziomów równowagi długookresowej, nie można, jak się wydaje, wyciągnąć ostatecznej konkluzji o ich presji na nierównowagę zewnętrzną. Niższy od potencjalnego wzrost gospodarczy w ostatnich latach (przyjmując, zgodnie z konsensem, potencjalny wzrost na poziomie około 5% – równy wzrostowi produktywności o średnio 4% plus jednoprocenowy wzrost zatrudnienia) mógłby sugerować, że „wyglądanie konsumpcji” zmniejszy presję na bilans obrotów bieżących. Jednocześnie jednak poziom deficytu finansów publicznych jako % PKB powodować mógł większy deficyt w obrotach bieżących, ponieważ sektor prywatny zaspokajając powinien część wydatków przez import zagranicznych oszczędności. Wydatki sektora prywatnego (w szczególności inwestycyjne) okazały się skutecznie ograniczone przez restrykcyjną politykę monetarną (obniżając się nawet realnie w 2001 roku).

Deficyt obrotów bieżących a nadwyżka kapitałowa

Innym kontrowersyjnym problemem wydaje się być zależność pomiędzy rachunkiem bieżącym (deficyt) a rachunkiem kapitałowym (nadwyżka) w bilansie płatniczym, co pozostaje zresztą w ścisłym związku ze stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej. Podstawy teoretyczne nie budzą w tej materii zastrzeżeń – zależność opisuje równanie tożsamościowe:

$$CA + KA + RA = 0$$

gdzie:

CA – saldo rachunku bieżącego, na które składa się saldo wymiany towarów, usług, dochodów, transferów i obroty niesklasyfikowane;

KA – saldo rachunku kapitałowego (inwestycje bezpośrednie, portfelowe);

RA – rezerwy walutowe.

Równanie to oznacza, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wymaga nadwyżki na rachunku kapitałowym lub/i zmiany (wzrostu, gdyż w równaniu minus RA oznacza wzrost) rezerw walutowych. Zależność pomiędzy CA i KA zależy od systemu kursu walutowego. Jeśli kurs jest płynny i bank centralny nie interweniuje na rynku walutowym, wówczas rezerwy pozostają bez zmian, a deficyt obrotów bieżących jest równy nadwyżce kapitałowej. Jeśli natomiast kurs jest sztywny i interwencje są skuteczne, wówczas nadwyżka kapitałowa odzwierciedla się w zwiększeniu rezerw. Bank centralny może decydować się na sterylizację interwencji, jednak przy obecnie prowadzonej polskiej polityki makroekonomicznej rozpatrywanie tego przypadku nie ma istotnego znaczenia, gdyż w kwietniu 1999 roku władze monetarne, w porozumieniu z rządem, zdecydowały się na upłynnienie złotego. Co prawda, możliwość interwencji na rynku walutowym teoretycznie istnieje, jednak NBP nie dokonywał jej po upłynnieniu i zapewne nie należy się tego spodziewać w najbliższej przyszłości. W związku z tym, że rezerwy walutowe pozostawać będą w zasa-

dzie bez zmian, tożsamość pomiędzy CA a KA powinna zachodzić. Mimo tego, że intuicyjnie nie wydaje się, aby to nadwyżka na rachunku kapitałowym powodowała deficyt obrotów bieżących, często wyrażanym ostatnio poglądem jest utożsamianie wysokiej nierównowagi zewnętrznej z napływem kapitału zagranicznego. Wydaje się raczej, że to wysoki popyt na zagraniczne oszczędności, wynikający z nierównowagi pomiędzy krajowymi oszczędnościami i inwestycjami (będącej z definicji deficytem obrotów bieżących), wywołuje nadwyżkę obrotów kapitałowych. Badanie przyczynowości w sensie Grangera, celem zweryfikowania tej hipotezy, potwierdziło, że to właśnie przeszłe wartości deficytu obrotów bieżących pomagają wyjaśnić nadwyżki kapitałowe, a nie na odwrót.

Tablica 2

Przyczynowość w sensie Grangera (deficyt obrotów bieżących – CA, a nadwyżka kapitałowa – KA)

CA wpływa na KA	Statystyka CHSQ = 18.35 (P=0.00)
KA wpływa na CA	Statystyka CHSQ = 0.09 (P=0.77)

Źródło: Obliczenia własne

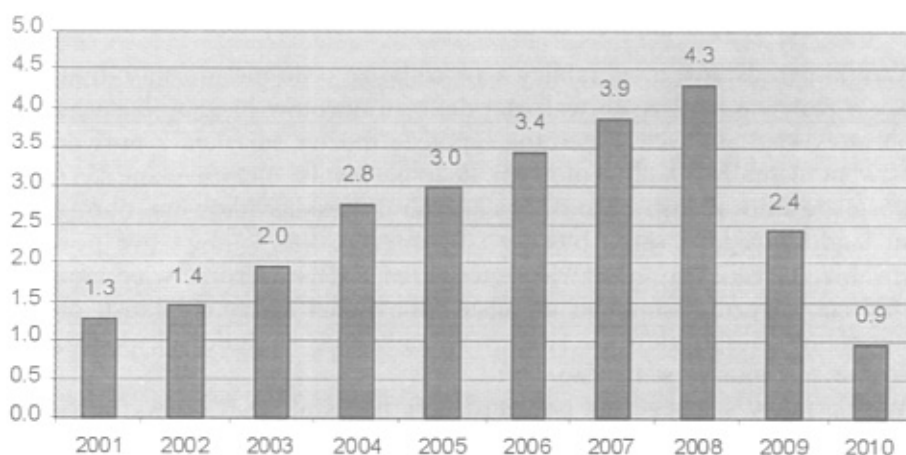
Wyniki przedstawione w tablicy 1 ukazują, że o ile nie można odrzucić hipotezy o wpływie przeszłych wartości deficytu obrotów bieżących na nadwyżkę obrotów kapitałowych, odwrotną hipotezę można odrzucić z prawdopodobieństwem niemalże 80. procentowym. Podobne wyniki otrzymywane są również po dostosowaniu bilansu obrotów bieżących o niesklasyfikowane obroty, a bilansu kapitałowego o saldo błędów i opuszczeń, które mogą być powodem pewnych zaburzeń. Na podstawie metodologii VAR stwierdzić więc można, że nie ma statystycznie istotnego impulsu odpowiedzi deficytu bilansu obrotów bieżących na niespodziewane zmiany w nadwyżce kapitałowej, podczas gdy odwrotna zależność jest bardzo silna.

Wyniki powyższe sugerują potwierdzenie nasuwającego się wytłumaczenia wzajemnej zależności pomiędzy dwoma zmiennymi. Ze względu na brak oszczędności krajowych, oba sektory polskiej gospodarki zarówno publiczny, jak i prywatny, potrzebują znacznego napływu inwestycji zagranicznych, który powoduje deficyt obrotów bieżących. Ponieważ dostęp do zagranicznego kapitału jest dostatecznie łatwy (brak ograniczeń w przepływie kapitału, inwestycje bezpośrednie *greenfield* lub związane z prywatyzacją, kredyty zagraniczne, przepływy portfelowe), wysoki popyt na zagraniczne oszczędności przejawia się w nadwyżce kapitałowej. Przedstawione wyniki potwierdzają, że napływ kapitału następuje z powodu niedoboru oszczędności krajowych, a przyczynowość odwrotna nie zachodzi – napływ kapitału nie jest powodem nierównowagi zewnętrznej. Gdyby tak było, to najprostszą (i najskuteczniejszą) drogą do zmniejszenia niestabilności zewnętrznej byłoby ograniczenie przepływów kapitałowych. Ograniczyłyby to jednak z pewnością możliwości rozwojowe naszej gospodarki, charakteryzującej się deficytem oszczędności. Dlatego też, najbar-

dziej pożądaną drogą zapewnienia czy też powrotu na ścieżkę zrównoważonego wzrostu, jest ograniczenie popytu na oszczędności zagraniczne, co może (i powinno) być dokonane poprzez zmniejszenie popytu sektora publicznego na krajowe oszczędności prywatne, czyli mniej ekspansywną politykę fiskalną.

Warto ponadto zauważyć, że przejście na płynny kurs walutowy wymagać powinno dyscypliny zarówno od banku centralnego (brak zbędnych interwencji), jak i od rządu. Utworzenie konta walutowego było niewątpliwie krokiem w dobrym kierunku, ale późniejsza wymiana przez rząd niektórych przychodów walutowych na złotówki w banku centralnym wpływa niekorzystnie na dostosowawcze procesy rynkowe. Skoro argumentuje się, że przepływy kapitałowe, poprzez ich wpływ na efektywny kurs, powodują wyższy deficyt obrotów bieżących, wszystkie transakcje prywatyzacyjne powinny być przeprowadzane poza rynkiem walutowym. Zgromadzone w ten sposób środki powinny służyć obsłudze zadłużenia zagranicznego, tym bardziej że spłaty te będą w najbliższych latach drastycznie rosły:

Wykres 1. Spłaty rat kapitałowych z tytułu zadłużenia zagranicznego (w mld US\$)



Źródło: Ministerstwo Finansów

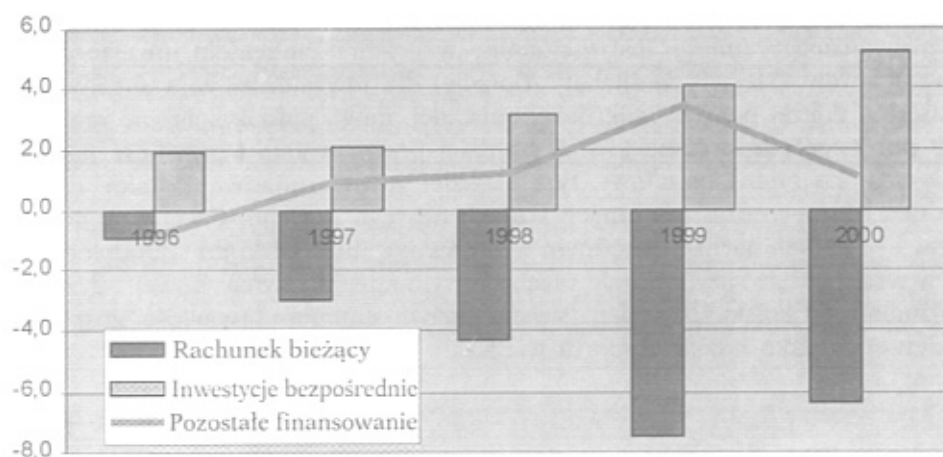
Jeśli spłaty te nie mają być znaczącym obciążeniem dla finansów publicznych, a zarazem kolejnym źródłem absorpcji oszczędności prywatnych, należy już teraz myśleć o sposobach ich sfinansowania. Jeśli nawet większość tego długu, zgodnie z praktyką stosowaną w krajach rozwiniętych, zostanie zrolowana na rynkach międzynarodowych, spłata rat odsetkowych odpowiednio wzrośnie oznaczając mniej pieniędzy w budżecie państwa na inne cele. Dlatego też, dopóki nie następuje spadek przychodów z prywatyzacji (bo przecież zasób majątku do sprywatyzowania nie jest nieskończony), należy skumulować odpowiednią ilość środków na rachunku walutowym, które służyłyby obsłudze zadłużenia zagranicznego w przyszłości. Problemem takiego rozwią-

zania jest wykorzystywanie przychodów z prywatyzacji w ostatnich latach na finansowanie deficytu finansów publicznych, co prawdopodobnie jest konieczne ze względu na wielkość deficytu, który nie mógłby być sfinansowany tylko przez emisję długu.

Inwestycje bezpośrednie a bilans handlowy w Polsce

Bilans obrotów bieżących wynikający z niedoboru oszczędności krajowych powoduje napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich bądź inwestycji portfelowych.

Wykres 2. Deficyt obrotów bieżących i jego finansowanie (w % PKB)



Źródło: NBP

Jak przedstawia wykres 2, w ciągu ostatnich kilku lat deficyt obrotów bieżących był w zdecydowanej większości finansowany przez inwestycje bezpośrednie nie stwarzając dużego ryzyka niestabilności związanej z odpływem kapitału. Było to wynikiem zarówno polityki prywatyzacyjnej kolejnych rządów, jak i związane było z atrakcyjnością Polski jako dużego, rozwijającego się rynku na drodze do integracji z Unią Europejską. Przyjmuje się, że inwestycje bezpośrednie mają pozytywny wpływ na rozwój gospodarki kreując miejsca pracy, ale również zwiększając jej efektywność poprzez import nowoczesnych technologii. Oczywiście w krótkim okresie, zależność pomiędzy stroną obrotów bieżących a stroną kapitałową bilansu płatniczego, przy płynnym kursie walutowym, oznacza, że gwałtowny napływ inwestycji bezpośrednich musi być odzwierciedlony w wyższym deficycie handlowym. Deficyt handlowy wynika również z wysokiej importochłonności inwestycji zagranicznych, chociażby z powodu importu wymaganego do produkcji sprzętu i wyposażenia w początkowym okresie produkcji. Oczekuje się jednak, że te koszty zostaną

zrekompensowane w dłuższym okresie, poprzez zwiększenie konkurencyjności polskiej gospodarki, zwiększenie udziału dóbr wysoko przetworzonych w eksporcie i pozytywny wpływ inwestycji zagranicznych na wymianę handlową. Wysoki deficyt obrotów bieżących nie jest możliwy do sfinansowania w sposób bezpieczny na dłuższą metę i trzeba go ograniczać poprzez kreowanie oszczędności krajowych. Inwestycje bezpośrednie mogą się przyczynić do polepszenia równowagi zewnętrznej w dłuższym okresie. Jeśli pod ich wpływem zwiększy się konkurencyjność polskich eksporterów, ich potencjalnie wyższe zyski zwiększać mogą zasób krajowych oszczędności. Nakłady inwestycyjne będą mogły być zwiększane bez konieczności importowania inwestycji z zagranicy. Dlatego też niezwykle ważne jest ukierunkowanie inwestycji bezpośrednich do sektorów produkujących dobra będące przedmiotem wymiany handlowej. Z tego punktu widzenia obiecujący może być element polityki gospodarczej rządu wprowadzający zmiany instytucjonalne w postaci zachęt dla inwestorów zagranicznych. Oczywiście zachęty (dotacje) dla inwestorów zagranicznych nie zastąpią dobrej polityki makroekonomicznej, mogą jednak sprzyjać reorientacji polskiego eksportu na towary bardziej przetworzone i przynieść pozytywny efekt na bilans handlowy, tym bardziej że uwarunkowania takie działają już od pewnego czasu w innych krajach naszego regionu: Czechy, Węgry. Należy być jednak bardzo ostrożnym w porównywaniu Polski do tych dwóch krajów w kontekście rozwiązań dotyczących wymiany międzynarodowej, gdyż w odróżnieniu od Polski odznaczają się one dużym stopniem otwartości gospodarki mierzonym jako udział eksportu w PKB.

Tablica 3

Wymiana handlowa w poszczególnych krajach

% PKB	Czechy	Węgry	Polska
Import	64.2	60.0	26.2
Eksport	57.7	55.5	17.9

Źródło: NBP, krajowe biura statystyczne; dane za rok 2000

Ze względu na większą otwartość gospodarki, kanał inwestycji bezpośrednich może być w tych krajach mniej znaczący z punktu widzenia importu technologii i wzrostu produktywności. Kraje te bowiem mogą poprawiać swoją konkurencyjność przez tzw. naukę przez import bądź przez eksport – zostało to udowodnione empirycznie [Djankov and Hoekman, 1998].

Aby zweryfikować hipotezę mówiącą o pozytywnym wpływie inwestycji bezpośrednich (finansujących bilans obrotów bieżących, ale również finansujących po części deficyt fiskalny) na bilans handlowy, przeprowadzone zostało badanie tej zależności w ostatnich kilku latach. Przy użyciu sektorowych danych handlu zagranicznego GUS oraz sektorowego podziału napływu inwestycji zagranicznych według PAIZ, przeprowadzona została regresja pomiędzy zmiennymi dla kolejnych lat. Wyniki przedstawia tablica 4.

Tablica 4

Współczynnik regresji: inwestycje bezpośrednie a wymiana handlowa

1996	1997-1998	1999	2000
-0,62	-0,34	-0,41	-0,23

Regresja o postaci: $BH = \alpha + \beta \cdot BIZ$, gdzie BH – bilans handlowy, BIZ – inwestycje bezpośrednie zagraniczne

Źródło: Obliczenia własne, dane GUS oraz PAIZ

Wyniki pokazują, że napływ inwestycji bezpośrednich wciąż negatywnie wpływa na bilans handlowy. Jednak, o ile w roku 1996 jeden miliard dodatkowych inwestycji powodował 620 milionów dodatkowego deficytu, proporcja ta poprawiła się w latach następnych. Zachowanie współczynnika w latach 1999-2000 sugeruje jednak, że to popyt wewnętrzny jest głównym czynnikiem determinującym nasz bilans handlowy. Zbytne rozluźnienie polityki makroekonomicznej na początku 1999 spowodowało nadmierną konsumpcję prywatną, również z importu, zwiększając deficyt handlowy. Z kolei w roku 2000 zmniejszenie popytu wewnętrznego zmusiło przedsiębiorstwa do poszukiwania innych rynków zbytu zwiększając eksport – stąd kolejny spadek bezwzględnej wartości powyższego współczynnika. Coraz niższy poziom istotności statystycznej dla współczynnika w kolejnych latach potwierdzałby hipotezę, że inwestycje bezpośrednie mogą mieć malejące znaczenie w wyjaśnianiu deficytu handlowego. Pozytywnym faktem jest jednak niewątpliwie zwiększanie udziału dóbr wysoko przetworzonych w polskim eksporcie, co uodpornić może polską wymianę handlową na zmiany cyklu koniunkturalnego za granicą. Jest to zapewne po części skutkiem napływu inwestycji bezpośrednich.

Należy prawdopodobnie poczekać jeszcze kilka lat zanim prywatyzacja i tzw. inwestycje *greenfield* przyniosą efekt w postaci polepszenia bilansu obrotów bieżących. Stanie się tak, jeśli większa produktywność i efektywność prywatyzowanych przedsiębiorstw przełoży się na ich większe zyski, a przez to na większy zasób oszczędności krajowych, mogących być reinwestowanych. Zmniejszyłoby to popyt na inwestycje zagraniczne, a rosnąca w ten sposób konkurencyjność polskiego eksportu mogłaby być krokiem w kierunku mniejszej nierównowagi zewnętrznej. Warunkiem ku temu jest jednak mniejsze zapotrzebowanie na oszczędności ze strony niebilansowanego sektora publicznego.

Różne miary restrykcyjności polityki fiskalnej

Jak pokazane zostało na gruncie teoretycznym, zmniejszenie restrykcyjności polityki fiskalnej może doprowadzić do zwiększenia potencjału rozwojowego gospodarki przy mniejszej niestabilności zewnętrznej. Istnieje jednak wiele miar stopnia restrykcyjności (czy raczej w wypadku polskim – stopnia ekspansywności) polityki fiskalnej. Najbardziej naturalną miarą jest oczywi-

ście deficyt budżetowy powiększony o deficyty jednostek rządowych poza budżetem centralnym, czyli **deficyt sektora finansów publicznych**.

Deficyt taki nie uwzględniałby jednak wielu elementów, które mogą wpływać (pozytywnie lub negatywnie) na oszczędności krajowe. Dlatego też deficyt całego sektora finansów publicznych wymaga dostosowania o dodatkowe kategorie – zwiększenie o wypłaty rekompensat nie będące wydatkiem budżetowym, ale de facto zwiększające deficyt oraz pomniejszenie o transfery do funduszy emerytalnych, które nie pomniejszają oszczędności krajowych. W ten sposób otrzymujemy wielkość tzw. **deficytu ekonomicznego**, która reprezentuje wpływ sektora finansów publicznych na bilans oszczędności w gospodarce. Kategoriami tymi są: kwota wypłacanych rekompensat dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów (w budżecie stanowi rozchód „pod kreską”, jednak zwiększa potrzeby pożyczkowe budżetu), wielkość środków przekazywanych funduszom emerytalnym i na Fundusz Rezerwy Demograficznej (powiększają one zasób oszczędności dostępnych w gospodarce). W połowie roku 1999 szacowano, że łączne oszczędności krajowe w II i III filarze reformy emerytalnej wzrosną z 1% PKB w 2000 roku do 4% w roku 2010.

Innym sposobem przedstawienia stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej może być dostosowanie deficytu ekonomicznego finansów publicznych o fluktuacje związane z cyklem koniunkturalnym. Jeśli wzrost gospodarczy znajduje się poniżej swego potencjalnego poziomu, wówczas dostosowaniu podlega część dochodów będąca pod silnym wpływem koniunktury, a **deficyt dostosowany cyklicznie** jest odpowiednio mniejszy. Celem tej miary jest ukazanie jakiego byłby deficyt fiskalny, gdyby gospodarka rozwijała się swoim normalnym torem (przyjmijmy 5% rocznie). Argumentuje się, że ponieważ Polska gospodarka podlegać będzie cyklowi koniunkturalnym właściwym gospodarkom Unii Europejskiej, polityka makroekonomiczna musi uwzględniać te zmiany i analizować deficyt sektora publicznego dostosowany cyklicznie. Pomijając jednak fakt, że cykl koniunkturalny w naszym kraju nie zdążył się jeszcze wykształcić (spowolnienie wzrostu gospodarczego wynika przede wszystkim z nieoptymalnej kombinacji polityki makroekonomicznej), istnieje wciąż nierozstrzygnięta debata nad sposobami miary deficytu cyklicznie dostosowanego nawet w krajach Unii Europejskiej [Banca d'Italia, 1999].

Co ciekawe, również do definicji deficytu cyklicznie dostosowanego, ekonomiści sięgają w warunkach spowolnienia gospodarczego, kiedy to miara ta pokazuje mniej ekspansywną politykę fiskalną niż tradycyjny wskaźnik deficytu sektora finansów publicznych. W sytuacji natomiast, gdy kraj rozwija się powyżej potencjalnego poziomu wzrostu gospodarczego, miara deficytu cyklicznie dostosowanego jest zapominana, gdyż wzrost ten służy w dużej mierze finansowaniu wydatków bieżących sektora publicznego (miało to miejsce w Polsce w latach 1995-1997).

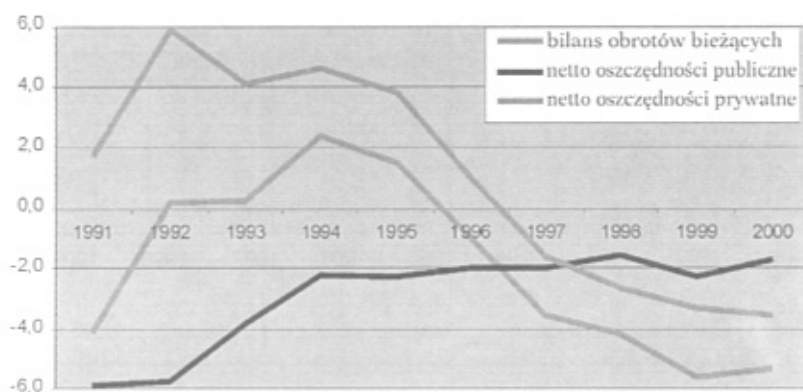
Wydaje się, że deficyt ekonomiczny finansów publicznych, mimo istniejących wad, powinien być traktowany jako miara stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej, tym bardziej że zarówno rząd, w kolejnych uzasadnieniach do kolejnych Ustaw Budżetowych, jak i bank centralny stosują ten wskaźnik.

Restrykcyjność fiskalna a niestabilność zewnętrzna w Polsce

Zgodnie ze standardowym podejściem absorpcyjnym, wpływ sektora publicznego i prywatnego na bilans obrotów bieżących przedstawiony jest równością inwestycji i oszczędności. Aby ocenić więc wpływ poszczególnych sektorów na nierównowagę zewnętrzną dokonać należy dekompozycji oszczędności i inwestycji w obydwu sektorach gospodarki. Popyt na zagraniczne oszczędności mógłby zostać zmniejszony, jeśli zwiększyłby się odpowiednio krajowy zasób oszczędności. Na krajowe oszczędności składają się oszczędności sektora prywatnego (przedsiębiorstwa, instytucje finansowe i gospodarstwa domowe) i publicznego. Oszczędności publiczne, powstające w sektorze finansów publicznych, tamże są konsumowane na inwestycje publiczne. Ostatecznie zatem deficyt finansów publicznych oznacza określoną absorpcję oszczędności prywatnych. Wyższy deficyt oznacza również zwiększenie zadłużenia państwa, celem jego finansowania, co podnosi stopy procentowe i ogranicza inwestycje sektora prywatnego. Zwiększenie długu przenosi również koszty jego obsługi na kolejne lata, wobec czego sektor publiczny zmuszony jest do konsumowania części swoich oszczędności. *Strategia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego na lata 2000-2010* zakładała zbilansowanie budżetu sektora publicznego roku 2003 i nadwyżkę w latach następnych, czemu miała towarzyszyć względna stabilizacja deficytu na rachunku bieżącym. Dziś wiadomo, że założenia *Strategii...* nie zostały spełnione, a spowolnienie gospodarcze skutkujące w mniejszych przychodach podatkowych, ukazało problem finansów publicznych przejawiający się nadmiernie rozrośniętymi wydatkami.

Raport o inflacji NBP w 2000 roku zawiera dekompozycję sektorową, opartą między innymi na Rachunkach Narodowych GUS, na podstawie której można przeanalizować wpływ poszczególnych sektorów na nierównowagę zewnętrzną.

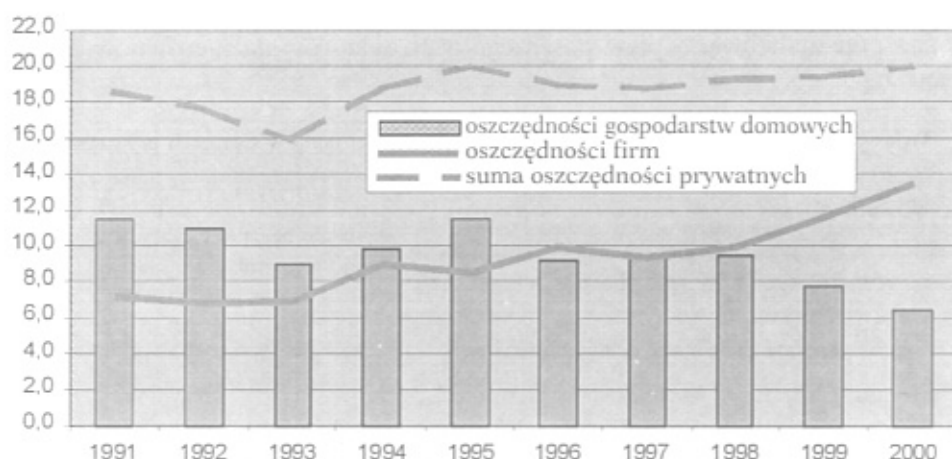
Wykres 3. Bilans obrotów bieżących jako suma oszczędności netto w sektorach prywatnym i publicznym (% PKB)



Wykres 3 ukazuje, że w początkowej fazie transformacji, to głównie sektor finansów publicznych doprowadził do polepszenia stabilności zewnętrznej. Ujemne saldo oszczędności netto tego sektora poprawiło się z niemalże 6% PKB do poziomu około 2%, który utrzymywał się w latach 1994-97. Od roku 1996 jednak w strukturze finansów publicznych nastąpił niekorzystny przełom polegający na obniżającej się nadwyżce bieżących dochodów nad bieżącymi wydatkami, co nawet po uwzględnieniu dochodów i wydatków kapitałowych przyniosło obniżenie tzw. nadwyżki pierwotnej (o czym poniżej).

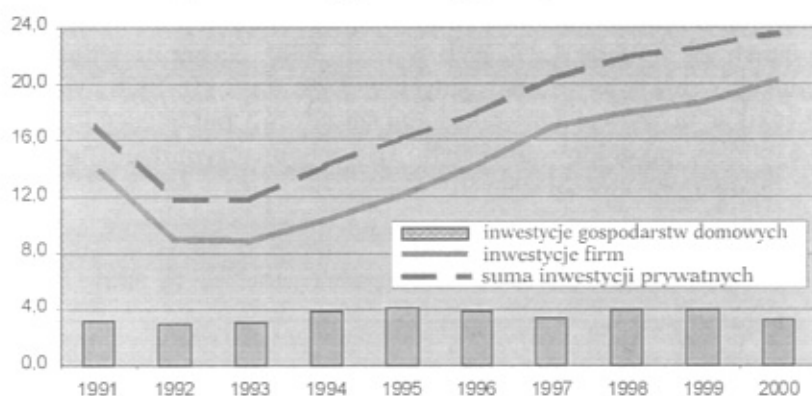
Netto oszczędności prywatne, po uzyskaniu bardzo niskiego poziomu w roku 1991 (1,7%), utrzymywały się na stabilnym poziomie w przedziale 4-6% w latach 1992-95, po których nastąpiło rozpoczęcie trendu spadkowego, trwającego do dzisiaj. Jak pokazują wykresy 4 i 5, spadek netto oszczędności sektora prywatnego spowodowany był kontynuacją, koniecznego dla rozwoju gospodarczego, przyspieszenia tempa inwestycji przy towarzyszącej temu stagnacji oszczędności. Wzrost inwestycji sektora prywatnego powodowany jest głównie przez sektor firm, przy inwestycjach gospodarstw domowych utrzymujących się w przedziale 3-4% PKB od dziesięciu lat. Po latach 1992-93, kiedy stopa inwestycji obniżyła się, zaczęła ona rosnąć wykazując nadwyżkę nad oszczędnościami krajowymi do roku 1996. Stopa inwestycji wyniosła wówczas niemalże 22%, podczas gdy stopa oszczędności wyniosła poniżej 21% powodując tym samym przejście z nadwyżki obrotów bieżących do deficytu, który rozrósł się następnie do niebezpiecznych rozmiarów powyżej 8% PKB.

Wykres 4. Oszczędności sektora prywatnego (% PKB)



Źródło: GUS, NBP

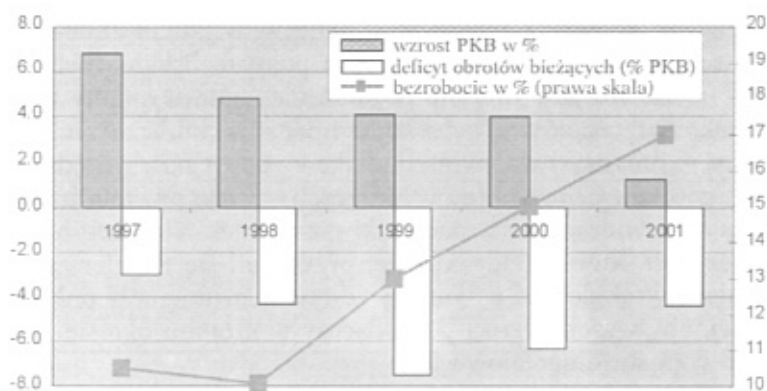
Wykres 5. Inwestycje sektora prywatnego (% PKB)



Źródło: GUS, NBP

Oszczędności przedsiębiorstw i instytucji finansowych wzrosły z poziomu około 9% w latach 1994-98 do 13,5% w 2000 roku. Wzrost ten nie był jednak wystarczający do zrównoważenia spadku oszczędności prywatnych do zalewie 6,5% PKB. Spadek oszczędności prywatnych związany był przede wszystkim z boorem konsumpcyjnym – w szczególności, w 1999 roku konsumpcja prywatna wzrosła o 5,1% przy wzroście PKB o 4,1%. Spowodowało to wzrost nierównowagi zewnętrznej (oraz odwrócenie trendu dezinflacji), na który polityka pieniężna musiała z konieczności odpowiedzieć wzrostem restrykcyjności. Przywracanie równowagi makroekonomicznej zarówno zewnętrznej, jak i wewnętrznej konieczne było w celu zachowania perspektyw wzrostu gospodarczego w przyszłości. Jednak negatywnymi tego konsekwencjami było doprowadzenie gospodarki na skraj recesji (przy wysokim bezrobociu) i dalsze pogorszenie sytuacji finansów publicznych.

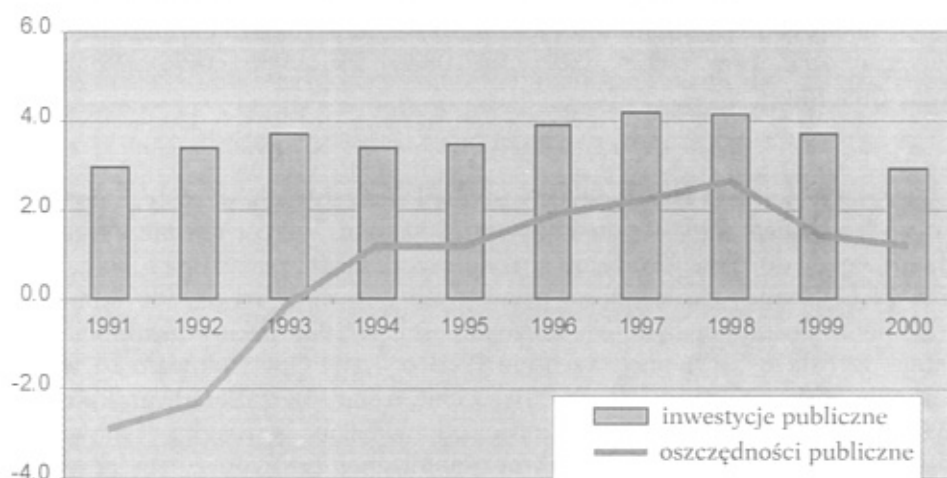
Wykres 6. Nierównowaga zewnętrzna i koszt jej zmniejszenia



Źródło: GUS, NBP

Podczas gdy sektor prywatny notował spadki oszczędności netto w kolejnych latach, oszczędności sektora publicznego spadały z poziomu powyżej 2% PKB w latach 1997-98 do 1,2% PKB w roku 2000. Nastąpiła jednak również silna redukcja wydatków inwestycyjnych z 3,7% do 2,9% PKB. W rezultacie w 2000 roku saldo inwestycji i oszczędności sektora publicznego zmniejszyło się o 0,6 punktu procentowego i było dzięki temu czynnikiem generującym poprawę bilansu obrotów bieżących.

Wykres 7. Oszczędności i inwestycje sektora publicznego (% PKB)



Zródło: GUS, NBP

W debacie publicznej pojawia się opinia, że w chwili obecnej w Polsce nie ma związku pomiędzy deficytem finansów publicznych, a deficytem na rachunku bieżącym, ponieważ zwiększaniu deficytu w latach 2000-01 towarzyszyła poprawa nierównowagi zewnętrznej, a polityka fiskalna była względnie stabilna, gdy miało miejsce znaczne pogorszenie salda wymiany międzynarodowej. Jednak, aby ocenić wpływ sektora finansów publicznych na oszczędności krajowe – a przez to wpływ na dodatkowy popyt na oszczędności zagraniczne, który generuje deficyt obrotów bieżących – warto przeanalizować budżet państwa z punktu widzenia tzw. nadwyżki pierwotnej. Nie idzie bowiem o to, aby ocenić ex post, który sektor bardziej przyczynił się do nierównowagi wewnętrznej, ale aby tak dobrać optymalny zestaw instrumentów polityki makroekonomicznej, aby wysoki wzrost gospodarczy w krótkim okresie był również podstawą do wzrostu długofalowego.

Tablica 5

Struktura finansów sektora publicznego (% PKB)

	Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 PW
1.	Dochody bieżące	43,3	42,9	42,0	40,6	40,8	39,2	38,4
2.	Wydatki bieżące	38,6	39,2	38,2	36,8	38,1	37,1	38,5
3.	Nadwyżka bieżąca (1-2)	4,6	3,7	3,8	3,8	2,6	2,1	-0,1
4.	Dochody kapitałowe	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
5.	Wydatki kapitałowe	2,8	3,2	3,6	3,6	3,2	2,9	2,9
6.	Nadwyżka w części kapitałowej (4-5)	-2,5	-3,1	-3,2	-3,2	-2,8	-2,5	-2,3
7.	Nadwyżka pierwotna (3+6)	2,1	0,6	0,6	0,7	-0,1	-0,4	-2,4
8.	Obsługa długu publicznego	4,7	3,7	3,4	3,2	3,1	2,7	3,1
9.	Przyrost zobowiązań jednostek budżetowych	0,4	0,2	0,0	0,7	0,4	0,0	0,0
10.	Wydatki z pozycji pozabudżetowych (np. finansowane pożyczkami pozabudżetowymi)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
11.	Rekompensaty	-	-	-	-	-	0,5	0,3
12.	Potrzeby pożyczkowe (8+9+10+11-7)	3,0	3,4	3,0	3,4	3,7	3,6	5,9

Źródło: Ministerstwo Finansów, [Uzasadnienie do Ustawy Budżetowej na rok 2002]

Tablica 5 przedstawia trzy niepokojące tendencje: zmiana zarówno nadwyżki bieżącej, jak i pierwotnej w deficyt oraz rosnące potrzeby pożyczkowe państwa. O ile potrzeby pożyczkowe w latach 1995-2000 były stabilne, znaczący ich wzrost nastąpił w roku 2001. Jednak nawet w latach poprzednich konieczność zaspokajania tych potrzeb oznaczała konsumowanie oszczędności sektora prywatnego. Tym bardziej że stopień monetyzacji polskiej gospodarki jest stosunkowo niski – stosunek podaży pieniądza do PKB wynosi niewiele ponad 40%, podobnie jak na Węgrzech, co stanowi jednak niemalże połowę obserwowanego w gospodarce czeskiej.

Najbardziej negatywnym elementem z punktu widzenia analizy finansów publicznych jest fakt, że zarówno nadwyżka bieżąca, jak i pierwotna zmniejszyły się drastycznie w latach 1996-97, kiedy to polska gospodarka notowała wzrost gospodarczy w ujęciu realnym odpowiednio 6% i 6,8%. Nastąpił wówczas co prawda pewien wzrost wydatków kapitałowych, jednak znacząca część spadku nadwyżki pierwotnej spowodowana była zwiększeniem wydatków bieżących. Skłaniały do tego wyższe dochody podatkowe wynikające z przyspieszenia wzrostu gospodarczego powyżej jego poziomu potencjalnego. Można powiedzieć, że cyklicznie dostosowany deficyt finansów publicznych był wówczas wyższy od podawanego w statystykach oficjalnych deficytu sektora finansów publicznych, jednak stosowanie tej miary nie było wówczas przedmiotem dyskusji, ze zrozumiałych względów. Można założyć, że gdyby wówczas nastą-

piło dostosowanie po stronie fiskalnej, większe oszczędności krajowe pozwoliłyby sfinansować inwestycje bez konieczności sięgania po kapitał zagraniczny (w tak dużej skali). Brak ryzyka dużej niestabilności nie wymagałoby tak restrykcyjnej polityki monetarnej i gospodarka rozwijałaby się w szybszym tempie. Tak się jednak nie stało, a w wyniku spowolnienia gospodarki finanse publiczne kontynuowały zmniejszanie nadwyżki pierwotnej, której poziom w roku 2001 planowany jest na -2,1% PKB.

Istnieje kilka jednoczesnych przyczyn zaistniałej sytuacji sektora finansów publicznych w roku 2001. Po pierwsze, spowolnienie gospodarcze dotknęło dochody podatkowe państwa, tym bardziej że pod wpływem spadku popytu wewnętrznego nastąpiła reorientacja produkcji na eksport przynoszącej mniej-szy pobór podatków pośrednich. Po drugie, znacząco obniżyła się efektywność ściągальności podatków, w szczególności pośrednich. Po trzecie, zbyt często część deficytu finansów publicznych przenoszona jest na rok następny zmniejszając przejrzystość finansów publicznych i zmniejszając tym samym szansę na lepszą koordynację polityki makroekonomicznej. Co ciekawe, efekt ten nie zawsze działał na niekorzyść finansów publicznych. W roku 2000 większość szacunków deficytu ekonomicznego, włączając w to szacunki rządowe, wynosiła nawet powyżej 2,5% PKB, podczas gdy w rzeczywistości okazało się, że wyniósł on 2% – głównie dzięki lepszej sytuacji finansowej FUS. Co prawda nawet deficyt dwuprocentowy był powyżej wcześniej zakładanego planu, jednak można zaryzykować stwierdzenie, że władze monetarne nie zdecydowałyby się być może na kolejną podwyżkę stóp procentowych, gdyby sytuacja fiskalna była dobrze znana. Ostatnim elementem, mającym wpływ na brak stabilizacji sektora finansów publicznych, są ogólnie rozumiane reformy strukturalne finansów publicznych, które w szczególności dotyczą stopnia kontroli władz centralnych nad finansami funduszy pozabudżetowych. Jak mówi sam minister finansów, decentralizacja finansów publicznych dotknęła, niestety, tylko sfery dochodów, bez możliwości decentralizacji deficytu bardzo licznych jednostek poza budżetem centralnym, które zwiększać mogą swoje deficyty (również poprzez zwiększanie zadłużania).

Nawet zagorzali obrońcy wydatków publicznych zauważają, że ich poziom w stosunku do produktu krajowego brutto w ostatniej dekadzie był znacznie wyższy niż notowany w innych krajach transformujących się. W roku 2000 transfery i subsydia stanowiły niemalże połowę wydatków sektora finansów publicznych (prawie 20% PKB), podczas gdy udział wydatków prorozwojowych w praktyce się nie zmienił. Spadek udziału dochodów w PKB, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wydatków bieżących na tym samym poziomie, zmniejszył znacząco pole działania dla polityki fiskalnej jako automatycznego stabilizatora w wypadku spowolnienia gospodarczego. Jak wiadomo tzw. reforma finansów publicznych, rozumiana jako zmniejszenie deficytu ekonomicznego, może być dokonana bądź przez spadek wydatków, bądź przez wzrost dochodów podatkowych. Jednak nawet przy zastosowaniu drugiego z rozwiązań, istotne jest źródło dodatkowych dochodów, gdyż w zależności od tego, czy zwiększone zostaną podatki pośrednie czy bezpośrednie, może mieć

to odmienny efekt na perspektywy wzrostu gospodarczego i na (nie)stabilność zewnętrzną.

Polityka fiskalna w obliczu kryzysu budżetowego

O ile scenariusz *Strategii...* nie ma szans realizacji w obliczu znaczącej dziury budżetowej w latach 2001-02, konieczność zmniejszenia deficytu fiskalnego jest w małym stopniu kwestionowana. Konieczność ta wymaga o tyle podjęcia szybkich kroków zaradczych, że przyszłość będzie zapewne pod tym względem o tyle trudniejsza, że wyczerpią się możliwości przychodów z prywatyzacji oraz nadejdzie czas spłat znaczących rat zadłużenia zagranicznego. O ile istnieje konsens, co do zmniejszenia deficytu budżetowego, to proponowane są różne sposoby osiągnięcia tego celu. Wypada w tym miejscu przypomnieć o doświadczeniach innych krajów w tym zakresie ukazujące, czy należy koncentrować się na zmniejszeniu wydatków (w tym socjalnych) czy też na doraźnej podwyżce podatków mającej efekt w postaci zwiększenia dochodów. Doświadczenie Irlandii, która wobec ponad dziesięcioprocentowego deficytu, zastosowała w latach 1987-89 terapię pierwszego typu, pokazują, że daje ona trwałe efekty w stabilizowaniu finansów publicznych. Przykładem kontrastowym wobec powyższego może być próba ratowania finansów publicznych w tym samym kraju, ale pięć lat wcześniej. Skoncentrowana była ona na wzroście podatków i zakończyła się fiaskiem. Podobnie jak przykład Włoch, których długotrwały program rozpoczęty w 1989, a oparty głównie na podwyżce podatków z małym udziałem dostosowań po stronie wydatków, nie przyniósł spodziewanych efektów. Przykład Danii w latach 1983-86 może być rozpatrywany jako przypadek pomiędzy dwoma skrajnościami. [Alesina i Perotti, 1997] dokonują szczegółowej analizy dostosowań fiskalnych w krajach OECD, z której jednoznacznie wynika, że pierwszy rodzaj dostosowania jest o wiele bardziej skuteczny.

Oczywiście każdy kraj charakteryzuje się własną specyfiką i być może bardziej wskazane jest porównywanie Polski do krajów o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego. Jednak wracając do współzależności pomiędzy szeroko pojętym deficytem fiskalnym, a deficytem bilansu obrotów bieżących należy stwierdzić, że również porównanie z takim krajami, jak Węgry czy Czechy ma swoje ograniczenia. Jak było wspomniane wcześniej kraje te są dużo bardziej otwarte, jeśli chodzi o międzynarodową wymianę handlową. Wynikającym z tego wnioskiem dla polityki makroekonomicznej ukierunkowanej na zrównoważony wzrost jest fakt, że zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej przez zwiększenie restrykcyjności polityki monetarnej (w wyniku zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej) ponosi za sobą w tych krajach mniejsze koszty w postaci zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego. W szczególności, aby uzyskać wzrost oszczędności sektora prywatnego przy spadku tychże w sektorze publicznym, stopy procentowe muszą być w Polsce zwiększone znacznie bardziej niż na przykład na Węgrzech. Problem ten jest jeszcze bardziej istotny z punktu widzenia bieżącej sytuacji budżetowej.

W świetle doświadczeń międzynarodowych, które ukazują reformowanie finansów publicznych od strony wydatków jako bardziej skuteczne, dwie propozycje rządowej koalicji wygłaszane przy konstrukcji budżetu na rok 2002 wymagają szczególnego komentarza: podatek od zysków z oszczędności oraz podatek importowy. Pierwsza z nich może doprowadzić bowiem do zmniejszenia zasobu oszczędności krajowych, zwiększając tym samym ryzyko pogorszenia salda obrotów bieżących. Druga natomiast, mająca w założeniu ograniczyć to ryzyko, może nie spełnić swojego celu, przynosząc w zamian skutki niepożądane poprzez efekty pośrednie – umocnienie waluty krajowej, spadek eksportu, potencjalnie większy deficyt handlowy z powodu mniejszej konkurencyjności.

a) Podatek od zysków z oszczędności

W ustawie budżetowej na rok 2002 uwzględnione są wpływy z proponowanych zmian systemowych, jedną z których jest opodatkowanie zryczałtowanym podatkiem dochodowym niektórych przychodów z kapitałów pieniężnych. Przynieść ma to budżetowi państwa dodatkowy dochód w wysokości 2 miliardów złotych. Przynieść może jednak również skutki negatywne, w postaci spadku skłonności do oszczędzania, a w konsekwencji w postaci potencjalnie mniejszych oszczędności prywatnych. Z punktu widzenia tematu niniejszego artykułu jest to o tyle ważne, że przy deficycie finansów publicznych na poziomie znacznie powyżej 3% PKB w najbliższych kilku latach (według planów rządowych), mogłoby prowadzić do zmniejszenia krajowych źródeł finansowania inwestycji, i w konsekwencji pogorszenia bilansu obrotów bieżących.

Ocena wpływu opodatkowania zysków kapitałowych na oszczędności prywatne nie jest kwestią łatwą. Nie ma bowiem wśród ekonomistów całkowitej zgody co do wielkości (oraz co ciekawsze, czasami co do znaku) elastyczności oszczędności na zmiany w stopie procentowej. Jednak podsumowanie dorobku zarówno teoretycznego, jak i empirycznego w tym zakresie, dokonane np. przez [Douglasa W. Elmendorfa, 1996] wskazuje, że elastyczność ta – zmiana w oszczędnościach jako rezultat zmiany w stopie procentowej – z pewnością nie jest negatywna, a może być znacząco pozytywna. [Feldstein, 1994] na przykład ukazuje, że wprowadzenie podatku od zysków z oszczędności prowadzić może do obniżenia skłonności do oszczędzania w sektorze prywatnym. Efekt ten mógłby być silniejszy, jeśli nastąpiłby ponowny znaczący wzrost inflacji (na skutek zbyt ekspansywnej polityki makroekonomicznej), gdyż wówczas podatek od zysków z oszczędności okazać mógłby się podatkiem od oszczędności. Realna stopa zwrotu, będąca jednym z czynników wpływających na kształtowanie się oszczędności, co potwierdziły również badania dla Polski, wpływać może przez dwa główne kanały transmisji: efekt substytucyjny i dochodowy. O ile kierunek wpływu pierwszego z nich jest oczywisty (mniejsza stopa zwrotu spowodowana nałożeniem podatku zmniejsza alternatywny koszt bieżącej konsumpcji i ogranicza oszczędności), drugi efekt jest bardziej skomplikowany i zależy od pozycji kredytowej netto podmiotu dysponującego oszczędnościami. Nie należy jednak przypuszczać, aby efekt dochodowy zrównoważył efekt substytucyjny, nawet zakładając, że część oszczędności „ucieknę” do

sektorów rynku chwilowo nieopodatkowanych. Gdyby zaledwie 5% całkowitych depozytów zostało przeznaczonych na konsumpcję, odpowiadałoby to 1% PKB, co z pewnością nie byłoby skalą do zignorowania.

Zdawać sobie należy sprawę, że w zaistniałej sytuacji finansów publicznych osiągnięcie poziomu deficytu budżetowego, który mógłby być sfinansowany na rynku finansowym, nie mogłoby być prawdopodobnie dokonane tylko za pomocą redukcji wydatków, szczególnie przy istniejących ograniczeniach natury politycznej. Skoro jednak nie można osiągnąć opcji optymalnej i nieodzowna jest podwyżka podatków, wydaje się, że znacznie lepsze od wymienionej opcji byłoby podwyższenie podatków pośrednich. Szacuje się, że dostosowanie (podwyżka) stawek VAT lub w ostatecznym wypadku podwyższenie stawki bazowej VAT o dwa punkty procentowe, przyniosłoby podobne (lub nawet większe) przychody do budżetu państwa, jak wprowadzenie podatku od zysków kapitałowych. Podatki pośrednie dotyczą w większym stopniu osób o większej skłonności do konsumpcji, w związku z czym ich zwiększenie nie powinno prowadzić do spadku oszczędności, a przez to do większej nierównowagi zewnętrznej.

Mało przekonujące jest uzasadnianie przez rząd wprowadzenia tego podatku celem dostosowania systemu podatkowego do norm obowiązujących w krajach Unii Europejskiej. Otóż ani system w Unii Europejskiej nie jest uporządkowany, ani też kraje Unii nie domagają się od krajów kandydujących tak szybkich dostosowań. W związku z powyższym, jeśli można oddalić wprowadzanie rozwiązań, które potencjalnie mogą zaszkodzić perspektywie wzrostu gospodarczego poprzez wzrost nierównowagi zewnętrznej, należy oddalać je w czasie tak długo jak to możliwe.

b) Podatek importowy

Druga propozycja nie jest oficjalną propozycją rządu, jednakże tocząca się wokół niej dyskusja nie pozwala jej pominąć również w niniejszym artykule. Tym bardziej że znajduje się ona na głównej ośi problemu zależności pomiędzy polityką fiskalną a deficytem obrotów bieżących. Wydaje się, że argumentacja stojąca za wprowadzeniem podatku importowego potwierdza jedną z tez niniejszego artykułu – zbyt gwałtowne poluzowanie polityki monetarnej przy niezbyt restrykcyjnej polityce fiskalnej prowadzić może do nierównowagi zewnętrznej niebezpiecznych rozmiarów, stanowiącej ryzyko dla stabilnego wzrostu w długim okresie. Ponieważ, według zwolenników tego podatku, zaciesnienie fiskalne nie jest możliwe, a niższe stopy są konieczne dla wzrostu gospodarczego, domagają się oni wprowadzenia lekarstwa na chorobę, która może być wywołana taką polityką makroekonomiczną. Wydaje się, że lepiej nie wywoływać choroby (zreformować finanse publiczne robiąc miejsce na obniżki stóp procentowych), zamiast wprowadzać wątpliwej skuteczności lekarstwo. Argumenty przeciwko wprowadzeniu podatku importowego dotyczą zarówno potencjalnych przychodów budżetowych, które zapewne okazałyby się znacznie mniejsze niż ich obecne szacunki, jak i uzdrowicielskiego wpływu tego podatku na bilans handlowy.

Szacunki dochodów z tego podatku nie uwzględniają spadku importu pod wpływem wzrostu jego ceny, co oznaczałoby naliczenie podatku od znacznie niższej bazy. Nie uwzględniają one również potencjalnego ubytku z innych źródeł podatkowych: droższe środki produkcji dla przedsiębiorstw obniżają ich zyski (mniejsze dochody z CIT), co prowadzić może do obniżki innych kosztów, w tym zatrudnienia (mniejsze dochody z PIT), co z kolei zmniejszyłoby konsumpcję krajową (mniejsze dochody z VAT). O ile skala powyższych efektów jest trudna do oszacowania, zasadność ich wystąpienia nie powinna budzić wątpliwości, gdyż zaledwie 20% polskiego importu stanowią dobra czysto konsumpcyjne. Pozostałe 80% to: dobra inwestycyjne (20%) i dobra zużycia pośredniego (60%), których wzrost ceny spowodowałby zwiększenie kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. W tym również przedsiębiorstw eksportowych, ze względu na wysoką importochłonność polskiego eksportu. Substytucja dobrami krajowymi zapewne nie nastąpiłaby w 100%, a skala w której by nastąpiła, byłaby przykładem nieoptymalnego wyboru w porównaniu z sytuacją poprzednią.

Jeśli nawet nastąpiłby spadek importu, nie powodowałby on w dłuższej perspektywie poprawy bilansu handlowego czy ogólniej salda rachunku bieżącego. Przy upłynnionym kursie walutowym bowiem, mniejszy import oznaczałby zwiększenie wartości waluty krajowej powodujące obniżenie również eksportu ze względu na jego mniejszą konkurencyjność.

Fakt, że podatek importowy nie znalazł się w projekcie ustawy budżetowej na rok 2002 świadczy o tym, że nie ma prawdziwej konieczności jego wprowadzenia. Gdyby nawet jednak taka konieczność istniała, ponownie lepszym instrumentem stają się podatki pośrednie.

Zakończenie

Ostatnimi czasy bardzo popularne jest stwierdzenie, iż związek między deficytem obrotów bieżących a deficytem budżetowym jest obecnie luźny i niejednoznaczny, a jako próba udowodnienia tej kontrowersyjnej tezy podawany jest fakt mówiący o pogorszeniu bilansu obrotów bieżących o ponad 10% pomimo względnie stabilnego deficytu fiskalnego w latach 1995-2000. O ile z pewnością nie należy stosować ślepej reguły bliźniaczych deficytów, że w każdych warunkach zmniejszenie deficytu finansów publicznych prowadzi do zmniejszenia deficytu obrotów bieżących, wydaje się, że najefektywniejszą drogą do ograniczenia niestabilności zewnętrznej w warunkach polskich może być ograniczenie popytu sektora publicznego na oszczędności krajowe poprzez zmniejszenie, a najlepiej eliminację deficytu sektora finansów publicznych. Należy pamiętać, że nawet według teorii, wzrostowi deficytu budżetowego (spadkowi oszczędności rządowych) musi towarzyszyć wzrost nierównowagi zewnętrznej, ale tylko wtedy, gdy oszczędności prywatne i inwestycje krajowe pozostają bez zmian. Paradoksalnie, na szczęście dla polskiej gospodarki, wzrostowi deficytu fiskalnego towarzyszył opóźniony efekt podwyżek stóp procentowych,

który ograniczył popyt wewnętrzny, a przez to deficyt bilansu obrotów bieżących (skala restrykcyjności polityki monetarnej jest oczywiście kwestią podlegającą dyskusji). Spowodowało to, co prawda obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w krótkim okresie, zapewniło jednak względną równowagę zewnętrzną (spadek deficytu obrotów bieżących z poziomu ponad 8% PKB do poniżej 5%). Analiza oszczędności i inwestycji sektorów publicznego i prywatnego (jako % PKB) ukazuje, że w ostatnich latach większy wpływ na zmiany w bilansie obrotów bieżących miały zmiany w sektorze prywatnym. W tym samym bowiem czasie zmiana deficytu budżetowego powodowała zmianę deficytu obrotów bieżących w przeciwnym kierunku (np. w roku 2001). Mniejsza nierównowaga zewnętrzna została osiągnięta wysokim kosztem w postaci znaczącego spowolnienia inwestycji. Jeżeli nie będzie miało miejsce ograniczenie ekspansywności polityki fiskalnej, utrzymanie względnej stabilności zewnętrznej będzie wymagało kolejnych lat restrykcyjnej polityki monetarnej oddziałującej na zmniejszenie popytu po stronie sektora prywatnego. A to z kolei może oznaczać ograniczone możliwości dla wzrostu inwestycji i wzrostu gospodarczego. W zależności od kombinacji polityki makroekonomicznej (*policy mix*) możemy mieć do czynienia z kilkoma scenariuszami rozwoju gospodarczego:

- wysokim wzrostem gospodarczym w krótkim okresie, ale z większą niestabilnością zewnętrzną stanowiącą ryzyko dla wzrostu długookresowego (ekspansywna polityka fiskalna i monetarna),
- niskim wzrostem gospodarczym w krótkim okresie, ale z zachowaniem stabilności zewnętrznej w postaci niskiego deficytu obrotów bieżących i wewnętrznej w postaci inflacji (ekspansywna polityka fiskalna wymagająca restrykcyjnej polityki monetarnej),
- wysokim wzrostem gospodarczym w krótkim okresie, z zachowaną względną stabilnością zewnętrzną i z dobrymi perspektywami wzrostu długookresowego (bardziej restrykcyjna polityka fiskalna stwarzająca przestrzeń na bardziej ekspansywną politykę monetarną).

Istniejący wśród ekonomistów konsens, że czwarta z możliwych kombinacji, polegająca na restrykcyjności obydwu: polityki fiskalnej i monetarnej, nie jest w Polsce pożądana, nie stanowi dużego wkładu w toczącą się debatę nad pożądanym kształtem polityki makroekonomicznej w Polsce. Optymalnym, chociaż czasami trudnym do osiągnięcia z rozmaitych względów (np. politycznych), byłby trzeci z podanych wyżej połączeń polityki fiskalnej i monetarnej. Koniecznym, a być może nawet wystarczającym, ku temu warunkiem będzie większa koordynacja polityki makroekonomicznej. Jeśli ona nastąpi, wówczas tak prowadzona *policy mix* doprowadzić może do wzrostu oszczędności i inwestycji bez konieczności sięgania po inwestycje zagraniczne w zwiększonej skali i powodowania wysokiej nierównowagi zewnętrznej. Niższe stopy procentowe przy mniejszych potrzebach pożyczkowych rządu obniżyć mogłyby wartość złotego zwiększając polski eksport, a wypychając import bardziej opłacalną wówczas produkcją krajową.

Bibliografia

- Alesina Alberto, Roberto Perotti, [1997], *Fiscal Adjustment in OECD countries: composition and macroeconomic effect*, IMF Staff Papers 44, June, 210-48.
- Banca d'Italia, [1999], Indicators of Structural Budget Balances.
- Djankov Simeon, Bernard Hoekman, [1998], *Avenues of Technology Transfers: Foreign Investment and Productivity Change in Czech Republic*, World Bank Working Paper.
- Elmendorf Douglas W., [1996], *The effect of interest-rate changes on household saving and consumption: a survey*, Federal Reserve Board.
- Feldstein Martin, [1994], *Fiscal policies, Capital Formation and Capitalism*, NBER WP4885.
- Normandin Michel, [1994], *Budget deficit persistence and the twin deficit hypothesis*, University of Quebec RCEE WP, No 31.
- Raport o inflacji w 2000 roku, Narodowy Bank Polski, Warszawa, maj 2001.
- Strategia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego, Polska 2000-2010; Materiał przyjęty przez Radę Ministrów 22 czerwca 1999 r.
- Ustawy budżetowe na lata 1999-2002; Ministerstwo Finansów.