

# GOSPODARKA NARODOWA

1  
(269)  
Rok LXXXIV/XXV  
styczeń–luty  
2014  
s. 97–119

---

Janusz SAWICKI\*

## Dynamika zmian w bilansie płatniczym krajów Unii Gospodarczej i Walutowej – wnioski dla Polski

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest zbadanie zagrożeń dla stabilności finansowej Polski wynikających z dynamiki zmian zachodzących w bilansie płatniczym. Analizę zmian struktury dochodów i wydatków na rachunku bieżącym przeprowadzono na tle zmian w bilansach płatniczych głównych krajów unii walutowej. Wskazano na przyczyny nierównowagi zewnętrznej krajów Unii Gospodarczej i Walutowej, wyniki podejmowanych reform mających przywrócić wiarygodność i wzrost oraz zagrożenia dla utrzymania rosnących trendów eksportu netto. W artykule pokazano wpływ zmian dokonywanych w polityce UGW na równowagę zewnętrzną Polski. Wzrost eksportu netto, zwłaszcza w krajach peryferyjnych unii walutowej, obserwowany także w Polsce, jest wynikiem wzrostu oszczędności w sektorze publicznym i prywatnym. Zahamowanie wydatków w wyniku konsolidacji finansów publicznych i reparacji bilansów instytucji finansowych wymusiło poprawę konkurencyjności (w większości krajów Południa) przez spadek jednostkowych kosztów pracy. W Polsce zarówno niski udział nakładów kapitałowych w całkowitej produktywności zasobów (TFP), jak i inna niż w krajach peryferyjnych UGW struktura rachunku bieżącego stwarzają, w średnim okresie, niebezpieczeństwo destabilizacji finansów zagranicznych, jeżeli nie zostanie utrzymany wzrostowy trend eksportu netto. Zamknięcie kanału wysokich transferów unijnych zwiększy znaczenie eksportu netto jako czynnika wpływającego na równowagę zewnętrzną kraju. Wzrost luki pomiędzy transferami (prywatnymi, publicznymi, saldem dochodów z inwestycji oraz saldem przepływu kapitałów) a saldem bilansu handlowego oraz wzrost relacji pomiędzy międzynarodową pozycją inwestycyjną netto a PKB zagrozi stabilności finansów kraju.

**Słowa kluczowe:** bilans płatniczy, struktura rachunku bieżącego, zadłużenie, konkurencyjność

**Kody JEL:** F320, 340, 420

---

Artykuł nadesłany 30 września 2013 r., zaakceptowany 11 grudnia 2013 r.

---

\* Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktury; e-mail: januszsyta@neostrada.pl.

## Wprowadzenie

W dyskusji nad kierunkami rozwoju polskiej gospodarki istotną rolę odgrywa ocena wprowadzanych w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) reform, które mają wpływ na sytuację w Polsce. Podejmowane w krajach strefy euro decyzje powodują z jednej strony ograniczenie absorpcji produkcji, z drugiej poprawiają konkurencyjność gospodarek tych krajów. Prowadzona obecnie polityka w unii monetarnej, zgodnie z deklarowanym celem, powinna oddłużać sektory gospodarki (w szczególności sektor publiczny i finansowy) oraz poprawiać równowagę zewnętrzną krajów zadłużonych. Oddziałuje więc na bieżącą i przyszłą pozycję konkurencyjną naszej gospodarki.

Analiza dynamiki zmian wielkości i struktury rachunku bieżącego krajów strefy euro i Polski pokazuje różne przyczyny braku równowagi zewnętrznej oraz wskazuje na kierunki jej odzyskiwania. Gdy porównujemy struktury bilansu płatniczego Polski i krajów strefy euro, widać znaczenie transferów kapitałowych otrzymywanych z UE dla stabilności finansowej Polski. Stawiamy w tym kontekście tezę, że stabilność finansowa polskiej gospodarki zależeć będzie nie od umownych transferów kapitałowych, lecz od zdolności do utrzymania rosnącego trendu eksportu netto, umożliwiającego finansowanie deficytu na rachunku dochodów, oraz od zahamowania ciągle rosnącej relacji zadłużenia zagranicznego do PKB.

### Zmiany równowagi zewnętrznej w UGW

Jedną z przyczyn kryzysu zadłużeniowego strefy euro był szybki wzrost długu publicznego, finansowanego przez sektor bankowy UGW [Sawicki 2011b]. Zadłużenie sektora publicznego, które już w 2007 r. w relacji do PKB było znaczne, wzrosło w 2009 r. o dalsze 13,6 punktów procentowych, do poziomu 80% PKB. Było to wynikiem podjętych w ramach *European Economic Recovery Plan* działań antykryzysowych. Decyzje co do wspólnego (w ramach UGW) refinansowania środkami sektora publicznego długu niewypłacalnych krajów południa Europy<sup>1</sup> spowodowały, przy politycznej presji krajów centrum, wprowadzenie *de facto* we wszystkich krajach UE elementów silnej konsolidacji fiskalnej. W rezultacie deficyt budżetowy w strefie euro obniżył się w okresie 2010–2013 o ponad połowę – z minus 6,4% PKB do minus 3% PKB. Pomimo to skutkiem działania niespodziewanie wysokich mnożników fiskalnych [Blanchard i Leigh 2013; Chinn 2012; Jorda i Tylor 2013] i w wyniku utrzymującej się luki popytowej dług publiczny w całej UGW wzrósł w 2013 r. o dalszych 16 punktów procentowych do poziomu 95,5% (wg danych Komisji Europejskiej)<sup>2</sup>. Szybkie

<sup>1</sup> O przyczynach decyzji i konsekwencjach sposobu reorganizacji długu publicznego w UGW [Sawicki 2011a, 2011b, 2012].

<sup>2</sup> Według danych OECD relacja długu publicznego do PKB wzrosła w strefie euro od 2009 do 2013 r. o 18 punktów procentowych do poziomu 106,8. Według OECD dług sektora publicznego Polski wyniósł w 2012 r. 62,6% PKB. OECD prognozuje jego wzrost w Polsce w 2014 r.

równoważenie pierwotnych deficytów budżetowych sektora publicznego utrudnia ożywienie popytu krajowego i wzrost PKB. Jednak obawa przed ewentualną destabilizacją sektora finansowego i kolejnym kryzysem zadłużeniowym powoduje utrzymywanie się silnej presji na konsolidację finansów publicznych. Dzieje się tak pomimo ciągle wysokiego w niektórych krajach UGW bezrobocia oraz znacznych, wolnych mocy produkcyjnych<sup>3</sup>. Jeżeli równoległe pojawią się tendencje inflacyjne<sup>4</sup>, to wzrost długoterminowych stóp procentowych spowoduje dalszy wzrost zadłużenia pomimo malejących deficytów budżetowych. Wynika to z kilku przyczyn.

Prowadzone równocześnie z zaciskaniem polityki fiskalnej działania związane z reformą całego sektora finansowego, wymuszając reparację bilansów sektora bankowego, ograniczały i ograniczają wzrost kredytu dla sektora prywatnego. Towarzyszy temu spadek popytu na kredyt gospodarstw domowych (hipoteki) oraz niska skłonność do ryzyka przedsiębiorstw, co wynika zarówno z prowadzonej twardej polityki fiskalnej, jak i braku wyraźnych decyzji politycznych, między innymi w sprawach upadłości instytucji finansowych czy gwarancji depozytów bankowych. W 2012 r. kredyt dla rezydentów strefy euro spadł o 2,6%. Podobny spadek (3,6%) notujemy w roku 2013<sup>5</sup>. Fakt zahamowania akcji kredytowej jest istotny wobec znacznego uzależnienia wzrostu, w większości państw UGW, od dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania. W latach 1999–2007 dochodowa (PKB) elastyczność kredytu dla rezydentów wynosiła w UGW 0,54. Relacja kredytu do PKB wzrosła w tym okresie z 1,53 do 2,01, a roczny wzrost PKB (3,2%) był ponad dwukrotnie wolniejszy od wzrostu kredytu (6,1%) [Sawicki 2012]. W latach kryzysu od stycznia 2009 r. do września 2013 r. kredyt dla przedsiębiorstw niefinansowych spadał średniorocznie o 3,5%, rósł natomiast nieznacznie kredyt dla gospodarstw domowych (o 0,12%)<sup>6</sup>. PKB w strefie euro wzrastał jednak w tym okresie o około 1,5% średniorocznie (w cenach bieżących). Pozwala to na postawienie, wymagającej jednak zweryfikowania, tezy o powolnym dostosowywaniu się gospodarki krajów UGW do ograniczonej podaży kredytu. Zahamowany wzrost kredytu (krajowego i w relacjach pomiędzy krajami) [Caruana 2013] oraz konsolidacja finansów publicznych prowadzona także przy wykorzystaniu instrumentu

---

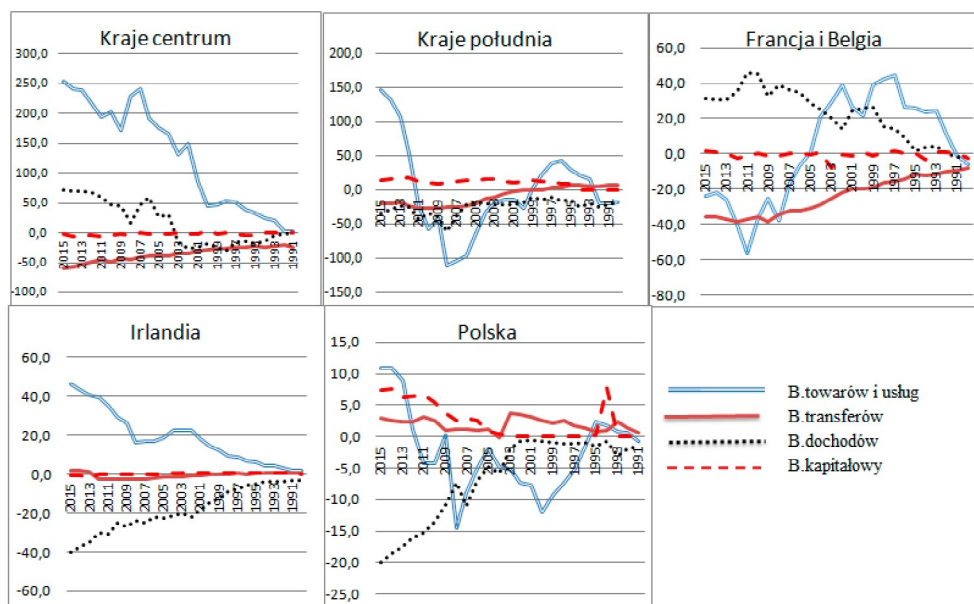
o dalsze 3,1 punktu procentowego. W roku 2007 relacja długu publicznego do PKB wynosiła wg tej organizacji 51,7%. [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/economics-key-tables-from-oecd\\_2074384x](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/economics-key-tables-from-oecd_2074384x) (dostęp: 22.11.2013).

- 3 Średni poziom wykorzystania mocy w przemyśle spadł w UGW z 75,7% w pierwszym kwartale 2011 r. do 73,5% w 3 kwartale 2013 r. Wzrosło też odchylenie standardowe z 6,3 do 9,2. W Polsce w tym okresie wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło z 71,5% do 76,0%; w Niemczech utrzymuje się na poziomie około 83%.
- 4 Prognozowany przez Eurostat wzrost inflacji w UGW w 2014 r. o jeden punkt procentowy (do poziomu 1,6% w skali roku) wynika z oczekiwanego wzrostu cen w Niemczech, Austrii i Francji.
- 5 Dane na podstawie ECB <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000137> (dostęp: 3.11.2013).
- 6 Dane ECB – Statistical Data Warehouse, MFI loans.

dewaluacji wewnętrznej (sprowadzającej się między innymi do ograniczania kosztów na rynku pracy, przy założeniu pewnej elastyczności cenowej eksportu i importu) nie przyczyniają się co prawda do wzrostu PKB ani do spadku bezrobocia, lecz powodują wyraźne zmiany w równowadze zewnętrznej, w szczególności krajów Południa. Często zapomina się, że jedną z głównych przyczyn strukturalnych problemów UGW była rosnąca nierównowaga w bilansie płatniczym krajów strefy euro [Sawicki 2012]. Wzrost zadłużenia, nie tylko sektora publicznego, powodował narastanie nierównowagi zewnętrznej, w szczególności w krajach południa Europy. Obserwowane w strefie euro procesy dostosowawcze są obecne także w polskiej gospodarce. Jednak inna niż w krajach UGW jest struktura wpływów i wydatków rachunku bieżącego naszej gospodarki. Fakt ten powinien mieć istotny wpływ na kierunki zmian w prowadzonej w Polsce polityce gospodarczej.

Zmiany na rachunku bieżącym bilansu płatniczego w wybranych krajach UGW<sup>7</sup> i Polsce przedstawione są na rysunku 1 (dane dla lat 2013, 2014 i 2015 są podane według prognozy Komisji Europejskiej).

Rysunek 1. Zmiany na rachunku bieżącym w wybranych krajach UGW i Polsce w latach 1990–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AMECO database: Balances with the Rest of the World. National Accounts (dostęp: 22.11.2013).

<sup>7</sup> Pod określeniem kraje Południa rozumiem Włochy, Hiszpanię, Portugalię, Grecję; kraje centrum, dla potrzeb artykułu, tworzą Niemcy, Holandia, Austria, Finlandia i jeżeli nie jest wydzielona – Francja.

Kraje Południa, Francja i Belgia notowały, od utworzenia UGW do kryzysu finansowego, rosnący deficyt handlowy. We Francji i Belgii ten trend nie został odwrócony także po 2008 r., a deficyt był finansowany rosnącymi dochodami na rachunku bieżącym. Natomiast w krajach Południa obserwujemy radykalne odwrócenie trendu bilansu handlowego. Na tym tle sytuacja w Irlandii wskazuje na wyzwanie, któremu powinien sprostać kraj notujący rosnący deficyt na rachunku dochodów, przy relatywnie zrównoważonym bilansie kapitałowym oraz bilansie transferów. Odrębny obraz obserwujemy w krajach centrum, wykazujących, tak jak i przed kryzysem finansowym, wzrost MPI netto. W Polsce rosnący deficyt na rachunku dochodów – w wyniku spadającej MPI netto – oraz deficyt handlowy finansowany był przepływami kapitałowymi i transferami (głównie z UE), co odróżniało nasz kraj od gospodarek strefy euro. Od 2013 r. Komisja Europejska prognozuje, że źródłem finansowania deficytu na rachunku dochodów będzie rosnący eksport netto.

Zmiany struktury składników bilansu płatniczego przedstawione na rysunku 1 potwierdzają utrzymywanie się znacznego zróżnicowania dynamiki eksportu netto i pozostałych składników rachunku bieżącego. Dzieje się tak, bowiem redukcja deficytu sektora publicznego, wpływając poprzez mnożnik fiskalny na popyt krajowy, nie w każdym przypadku stabilizuje równowagę zewnętrzną. Polityka oddłużeniowa wymaga obok stabilizacji długu publicznego umiejętnego wyboru kierunków i sposobów oddziaływania na poziom i efektywność zadłużenia sektorów prywatnych. Zwiększanie przychodów sektora publicznego przez podnoszenie podatków wpływa na poziom dyspozycyjnych dochodów sektora prywatnego oraz na skłonność do konsumpcji i inwestowania. Ograniczanie wydatków publicznych oznacza natomiast zmniejszanie dochodów gospodarstw domowych i zaangażowania inwestycyjnego sektora publicznego, a w konsekwencji także sektora prywatnego.

Relacje pomiędzy fiskalną konsolidacją sektora publicznego a działaniem sektora prywatnego (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw) będącym reakcją na te decyzje, wynikają ze znanej zależności:

$$\Delta(T - G) + \Delta(Sp - Ip) - (X - M) = 0^8 \quad (1)$$

gdzie:

T – przychody sektora publicznego,

G – wydatki sektora publicznego,

Sp – oszczędności sektora prywatnego, gdzie

$$Sp = S_1 + S_2$$

S<sub>1</sub> – oszczędności gospodarstw domowych po opodatkowaniu, gdy

$$S_1 = W \cdot (1 - c - t), \text{ gdzie}$$

W – dochody gospodarstw domowych,

c – skłonność do konsumpcji;

$$W \cdot c = C - \text{konsumpcja,}$$

<sup>8</sup> Pomijamy w równaniu zmianę stanu zapasów.

$t$  – stopa podatkowa,  
 $S_2$  – zysk przedsiębiorstw po opodatkowaniu, gdy:  
 $S_2 = S \cdot (1 - t)$ , gdzie  
 $S$  – zysk (zysk, odsetki, renty)  
 $I_p$  – inwestycje sektora prywatnego  
 $I_p = S_2 \cdot s$ , gdzie  $s$  – skłonność do inwestycji,  
 $X$  – eksport,  
 $M$  – import.

Równanie (1) można przedstawić w postaci (2):

$$[t \cdot \Delta Y - \Delta G] + \{[\Delta W \cdot (1 - t) + \Delta S \cdot (1 - t)] - [\Delta Y \cdot c + \Delta S \cdot s]\} - \left[ \frac{i}{1+f} \cdot \Delta X \right] = 0 \quad (2)$$

gdzie

$i$  = skłonność do oszczędzania,  $f$  = skłonność do importu oraz  $i = 1 - c - s - g$  ( $g$  – skłonność do wydatku sektora publicznego).

Wyrażenie  $[\Delta W \cdot (1 - t) + \Delta S \cdot (1 - t)]$  oznacza przyrost dochodu po opodatkowaniu. Stąd  $[t \cdot (\Delta W + \Delta S) - \Delta G]$  to wyrażenie, które określa zmianę deficytu budżetowego, która zależy od zmian dochodu ( $\Delta Y$ ), decyzji o wysokości podatków ( $t$ ) oraz zmiany wysokości wydatków sektora publicznego ( $\Delta G$ ). Z równania (2) wynika, że oszczędnościom sektora publicznego, gdy  $(\Delta t \cdot \Delta Y) > \Delta G$  muszą towarzyszyć dla zachowania równości (1): wzrost wydatków prywatnych (zadłużenia) lub wzrost oszczędności (spadek długu) i przyrost eksportu netto  $\left[ \frac{i}{1+f} \cdot \Delta X \right] > 0$ . Jeżeli prawidłowa jest zależność opisana równością (2),

to wynika z niej, że gdy notowany jest deficyt handlowy, nie można redukować zadłużenia publicznego i zadłużenia sektora prywatnego bez zmniejszania tempa wzrostu PKB. Zatem spadek zadłużenia sektora publicznego i prywatnego oznaczał, że w większości krajów strefy euro nastąpi wzrost poziomu eksportu netto lub/i dalszy spadek PKB. Takie zmiany obserwowano szczególnie w krajach silnie dotkniętych kryzysem zadłużeniowym.

Eksport netto krajów peryferyjnych<sup>9</sup> w 2010 r. był ujemny (minus 49,8 mld euro). Natomiast prognozuje się<sup>10</sup>, że w 2013 r. dodatnie saldo bilansu handlowego tych gospodarek wyniesie 116,6 mld euro. Do silnego wzrostu eksportu netto w całej UGW (z 121,1 mld euro w 2010 r. do 346,6 mld euro w 2013 r.) przyczynił się, poza spadkiem popytu krajowego (publicznego i prywatnego) zmniejszającego import, wzrost konkurencyjności oferty eksportowej.

<sup>9</sup> W artykule do krajów peryferyjnych zaliczamy: Grecję, Portugalię, Hiszpanię, Włochy, Belgię; kraje centrum to Niemcy, Francja, Holandia, Austria i Finlandia.

<sup>10</sup> Eurostat, dane z 22.11.2013.

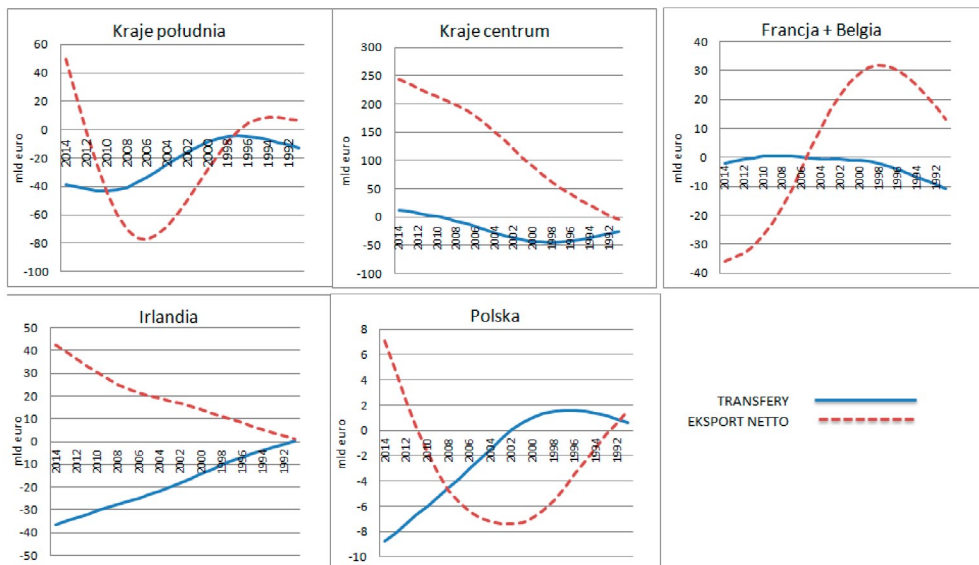
**Tabela 1. Zmiany konkurencyjności (HCI) na podstawie jednostkowych kosztów pracy (ULC)**

1999 1 kw = 100	UGW	Belgia	Niemcy	Irlandia	Grecja	Hiszpania
2010–2013	-8,7	1,4	-2,5	-15,1	-20,5	-14,2
2008–2010	-1,5	-1,1	0,7	-12,1	2,1	-7,4
1999–2008	3,7	3,9	-14,9	31	9,4	18,9

1999 1 kw = 100	Francja	Włochy	Holandia	Austria	Portugalia	Finlandia
2010–2013	-2,8	-3,4	-3,7	-0,9	-8,3	-3,3
2008–2010	-0,3	-1	-1,5	1,2	-1	4,9
1999–2008	5,1	11,6	9,8	-6,7	10,1	1,3

Źródło: De Nederlandsche Bank <http://www.statistics.dnb.nl/en/statistics-euro-area-countries/harmonised-competitiveness-indicators/index.jsp?tabel=29&year=2013&month=10> (dostęp 2.11.2013)

**Rysunek 2. Zmiany trendu (HP100) salda eksportu netto oraz salda transferów brutto (mld euro)**



Źródło: Jak do rys. 1.

Poprawa równowagi zewnętrznej nie przebiega jednakowo we wszystkich krajach UGW (por. rys. 1). Wynika to nie tylko z różnic w polityce fiskalnej, lecz także z „odziedziczonej” struktury rachunku bieżącego. Na równowagę zewnętrzną poza poziomem eksportu netto wpływ ma saldo transferów brutto, przez które w tym przypadku rozumiemy: saldo transferów prywatnych i publicznych, saldo dochodów z inwestycji oraz saldo przepływu kapitałów. W krajach centrum transfery brutto są neutralne dla rachunku bieżącego. We Francji i Belgii finansują częściowo ujemny eksport netto. Natomiast w krajach Południa,

Irlandii (a w 2013 r. także w Polsce) to eksport netto w rosnącym zakresie finansuje ujemne saldo transferów brutto. Zmiany relacji pomiędzy poziomem eksportu netto a saldem transferów brutto, jakie zachodziły przed kryzysem finansowym i od wybuchu kryzysu zadłużeniowego w UGW, a także projekcję KE na okres do 2015 r. można przedstawić w postaci trendu (HP) (rys. 2). Powstaje jednak pytanie, jaka jest stabilność tak kształtujących się trendów w nadchodzących latach, we wszystkich krajach UGW, a także w Polsce.

Prognoza zmian (trend) eksportu netto i salda transferów brutto w UGW i Polsce wskazuje na istotne strukturalne różnice dochodów i wydatków zagranicznych. W Polsce, wobec znacznej zmienności salda eksportu netto (por. rys. 1), istotną kwestią będzie w związku z tym stabilność wzrostowego trendu nadwyżek handlowych, finansujących rosnący deficyt salda transferów brutto.

Polityka gospodarcza prowadzona *de facto* w całej Unii Europejskiej, będąca także wynikiem taktyki oddłużeniowej wpisanej do porozumień *bailout*, a dotycząca głównie fiskalnych rozwiązań systemowych (*makroprudential*) spowodowała także istotne odwrócenie w krajach Południa trendu eksportu netto. Wzrost eksportu netto wynikał w krajach peryferyjnych zarówno z ograniczenia tempa wzrostu importu (import w cenach stałych z 2005 r. spadał w okresie 2008–2013 średniorocznie o 2,4%), jak i ze wzrostu eksportu (1,0%). Dla porównania, średnioroczny wzrost eksportu w cenach stałych krajów Południa w latach 1999–2007 był na poziomie 4,5%, a import rósł corocznie o 5,3%<sup>11</sup>. Trzeba też pamiętać, że wszystkie kraje UGW straciły w wyniku kryzysu finansowego udział w eksporcie światowym, przy czym kraje Południa zmniejszyły znacznie udział w eksporcie wewnątrzunijnym (z 3,14% w 2007 r. do 2,22% w 2013 r.). Kraje te utrzymują natomiast swój udział w eksporcie poza UE (około 2,73% w 2013 r. według prognoz KE). Zmiany eksportu netto i salda transferów brutto przedstawione na rysunku 2 wskazują na trudności, przed jakimi stoi strefa euro. Kraje centrum (poza Francją i Belgią) realizują wysoką nadwyżkę eksportu netto, czemu towarzyszy rosnąca nadwyżka krajów Południa. Jednak ożywienie popytu wewnętrznego w krajach Południa (jeżeli nie zmaleje elastyczność dochodowa importu) zmniejszy ich eksport netto. Jeżeli wzrosną koszty kapitału, prawdopodobny będzie także wzrost deficytu na rachunku transferów brutto, powodujący dalszy wzrost zadłużenia zagranicznego.

Z analizy rysunku 2 wynika też, że poprawa równowagi zewnętrznej będzie trudniejsza w Polsce niż w krajach peryferyjnych, z uwagi na mniej korzystną relację pomiędzy eksportem netto i saldem transferów brutto. Pod tym względem sytuacja Polski zbliżona jest do położenia Irlandii (która pokrywa eksportem netto rosnący deficyt transferów) pod warunkiem, że utrzymany zostanie w Polsce rosnący trend eksportu netto.

<sup>11</sup> Dane AMECO kod: OMGS i OXGS.



## Sytuacja Polski

Gdy rozpatruje się znaczenie sytuacji w finansach zagranicznych UGW dla Polski, istotne jest wskazanie na podobieństwa i różnice między wydarzeniami obserwowanymi w krajach Południa należących do unii walutowej oraz w gospodarce polskiej. Na tle zmiany w handlu zagranicznym krajów Południa zmiany w Polsce przedstawiają się następująco. Wzrost eksportu netto w Polsce wynikał ze spadku tempa wzrostu importu (do poziomu 1,1% w okresie 2008–2013, w cenach stałych w euro, wobec 9,01% corocznego wzrostu importu w latach 1999–2007). Utrzymany natomiast został relatywnie szybki wzrost eksportu, choć eksport rósł w latach 2008–2013 (w cenach stałych w euro) prawie trzykrotnie wolniej, niż to miało miejsce w latach 1999–2007 (coroczne tempo wzrostu eksportu wynosiło odpowiednio 4,3% i 11,2%).

Pomimo pozytywnych zmian salda handlowego zmalał udział eksportu Polski zarówno w handlu wewnątrzunijnym, jak i w całym handlu światowym (mimo poprawy konkurencyjności mierzonej ULC). Podobieństwo pomiędzy stanem równowagi zewnętrznej (mierzonej wielkością potrzeb kredytowych oraz relacją MPI netto do PKB) Polski i krajów Południa przedstawia tabela 2. Z punktu widzenia zarówno potrzeb pożyczkowych, jak i wielkości MPI netto mierzonej udziałem w PKB Polska plasuje się bliżej krajów Południa niż krajów centrum unii monetarnej.

**Tabela 2. Potrzeby kredytowe i MPI w krajach UGW i Polsce**

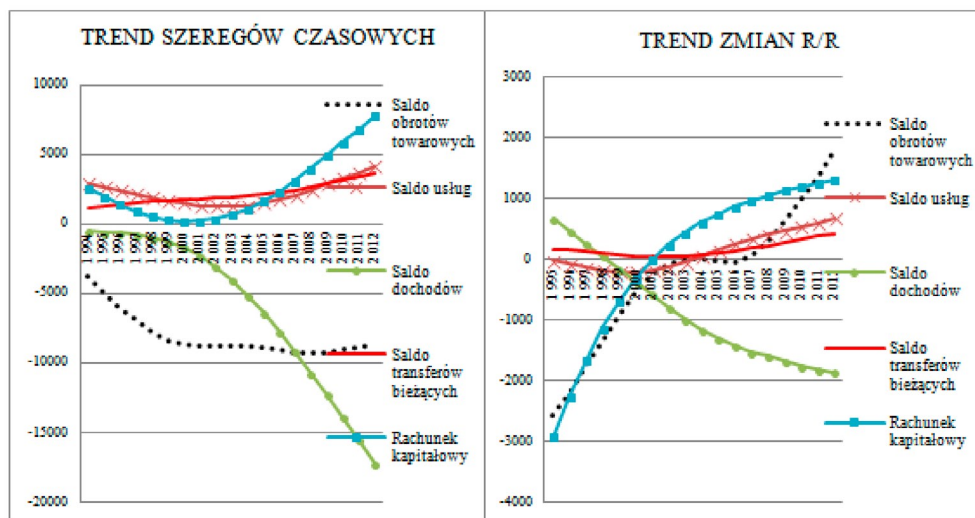
	Skumulowany kredyt 2000–2007 w % PKB	Skumulowany kredyt 2008–2012 w % PKB	MPI 2000 w % PKB	MPI 2010 w % PKB	MPI 2012 w % PKB
Portugalia	-63,1	-35,1	-41,2	-107,2	-116,7
Grecja	-88,1	-53,3	-40,1	-98,4	-114,5
Irlandia	-10,2	-3,4	-7,9	-88,0	-108,2
Hiszpania	-41,6	-20,7	-32,0	-88,8	-91,4
<b>Polska</b>	<b>-22,7</b>	<b>-12,7</b>	<b>-30,7</b>	<b>-65,4</b>	<b>-66,3</b>
Włochy	-4,1	-11,9	-7,2	-23,9	-24,4
Francja	1,1	-9,8	-7,6	-12,5	-21,1
Austria	13,4	15,7	-24,5	-6,2	0,5
Finlandia	49,0	4,4	-147,8	17,0	12,4
Niemcy	26,0	30,2	3,3	34,9	40,4
Holandia	55,2	27,5	-15,2	24,5	54,1
Belgia	34,1	5,6		64,4	65,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ECB – Statistical Data Warehouse, AMECO database; dane 1.11.2013.

Z analizy trendu zmian eksportu netto i salda transferów wynika też, że w Irlandii, Polsce oraz Francji i Belgii istotne znaczenie dla równoważenia

salda na rachunku bieżącym ma poziom salda transferów brutto. Fakt rosnącego deficytu na rachunku transferów brutto w Irlandii i Polsce wymaga postawienia pytania co do kierunków polityki zarządzania długiem zagranicznym w tych krajach. Analizując trend zmian głównych elementów rachunku bieżącego bilansu płatniczego w Polsce (rys. 3) można postawić wniosek, że bez zmian polityki proeksportowej równowaga zewnętrzna będzie zależeć w większej mierze od zdarzeń egzogenicznych niż od decyzji endogenicznych. Do zdarzeń zewnętrznych (w znacznej mierze niezależnych od Polski) należą wielkość i charakter zmian publicznych transferów i przepływów kapitałowych oraz poziom kosztów i dostępność kapitału zagranicznego (mających wpływ na wielkość dochodów netto na rachunku bieżącym). Do czynników endogenicznych należeć będzie wybór polityki finansowej (fiskalnej i monetarnej), promującej eksport lub neutralnej wobec niego.

Rysunek 3. Trend (HP100) szeregów czasowych i zmian (R/R) składników rachunku bieżącego w latach 1995–2012 (euro)



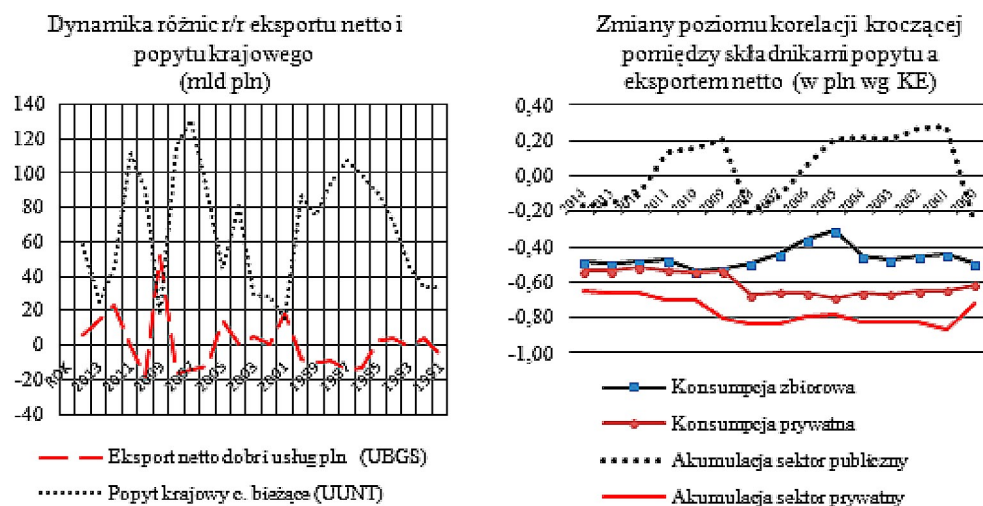
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP Internetowy Serwis Informacyjny.

O stabilności finansów zagranicznych zdecyduje więc, w związku z obserwowaną dynamiką składników rachunku bieżącego, kierunek i tempo zmian salda bilansu handlowego. Eksport netto towarów i usług (w euro) był w Polsce od 1996 r. do 2012 r. ujemny, z wyjątkiem 2009 r. Komisja Europejska prognozuje dla Polski rosnące saldo handlowe, mające finansować rosnący deficyt salda dochodów, przy niezmiennym poziomie transferów i przepływów kapitałowych (do 2014 r.). Jednak kalkulacje oparte na założeniach przedstawionych przez Ministerstwo Finansów w maju 2013 r. w *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2013* wskazują, że od 2015 r. deficyt handlowy będzie narastał. Podobne wyniki uzyskujemy, szacując eksport na podstawie regresji jego przyrostów

z przyrostami importu Niemiec i UE. Kalkulując wielkość importu jako funkcję poziomu eksportu i popytu krajowego uzyskujemy relatywnie mniejsze salda eksportu netto niż wyniki prognozowane przez KE.

Ponieważ nie ma przesłanek, by zakładać spadek netto dochodów zagranicy z tytułu inwestycji bezpośrednich i portfelowych oraz przyjmować szybki wzrost transferów i kapitałów publicznych (unijnych) z uwagi na dopiero rozpoczynającą się nową unijną perspektywę budżetową, zasadne jest, patrząc konserwatywnie, prognozowanie ponownego wzrostu deficytu na rachunku bieżącym i kapitałowym (po mocnym spadku w 2012 r. i poprawie w 2013 r.) począwszy od 2014 czy 2015 r. Taka hipoteza będzie tym bardziej prawdziwa, gdy nie zmieni się obserwowana historycznie korelacja pomiędzy popytem krajowym a eksportem. Na rysunku 4 pokazano zmiany różnic (liczonych rok do roku) popytu krajowego i eksportu netto oraz kształtowania się współczynników korelacji pomiędzy składnikami popytu krajowego a rocznymi przyrostami eksportu netto.

**Rysunek 4. Dynamika zmian eksportu netto i popytu krajowego oraz poziomu korelacji między składnikami popytu a eksportem netto**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP Internetowy Serwis Informacyjny, GUS Polska – wskaźniki makroekonomiczne.

Jeżeli współczynniki korelacji pomiędzy konsumpcją i inwestycjami sektora prywatnego a eksportem netto nie ulegają istotnym zmianom (wzrost popytu krajowego wymaga wzrostu importu<sup>12</sup>, powodując też absorpcję krajową dóbr eksportowalnych), to wyjaśnienia wymagałaby pozytywna korelacja notowana

<sup>12</sup> Dynamika importu jest w Polsce w 60% zależna od popytu krajowego, w 20% od BIZ i w 20% od realnego kursu złotego [Barteczko 2012; Przystupa 2008].

między akumulacją sektora publicznego a eksportem netto gospodarki w latach do kryzysu finansowego oraz w okresie 2009–2012.

### Dylematy stabilizacji równowagi płatniczej w Polsce

Jeżeli traktować sytuację na rachunku bieżącym jako wynik relacji pomiędzy dochodami i wydatkami całej gospodarki:  $B = Y - E$ , gdzie  $B$  to bilans płatniczy,  $Y$  – dochód narodowy,  $E$  – wydatki gospodarki, wtedy zmniejszenie deficytu płatniczego można osiągnąć w wyniku: zmniejszenia wydatków i/lub zwiększenia dochodów [Johnson 1976]. Za H. Johnsonem trzeba przypomnieć, że skuteczność polityki nakierowanej na wzrost dochodów i spadek wydatków zależy od krańcowej skłonności do wydatków, części, w jakiej krańcowe wydatki przeznaczane są na import, oraz proporcji pomiędzy polityką wzrostu dochodów i ograniczeń wydatków. W tej ostatniej kwestii istotna jest proporcja, w jakiej ograniczane wydatki dotyczą produkcji krajowej. Tradycyjnie poprawę na rachunku bieżącym uzyskuje się przez politykę redukcji wydatków albo/i zmiany kierunków wydatków – z importu na rynek krajowy (polityka *switch*). Gdy dysponujemy, jak w Polsce, relatywnie ograniczoną paletą instrumentów (kurs płynny, ograniczenia w ilościowym i w części parametrycznym sterowaniu wymianą) polityka *switch* może sprowadzać się do wspierania eksportu (fiskalnego i/lub kredytowego) czy pośredniego osłabiania waluty. W obu wypadkach końcowy rezultat zależy od elastyczności popytu zagranicy na nasz eksport oraz od elastyczności popytu krajowego na import. Polityka ograniczania wydatków – poprzez politykę fiskalną czy monetarną – jest skuteczna (z punktu widzenia rozwoju kraju), o ile nie powoduje wzrostu nierównowagi wewnętrznej (bezrobocia), również na skutek osłabienia tempa wzrostu PKB. Konieczność zwiększania, a nie zmniejszania wydatków (publicznych i prywatnych) oznacza w polskim przypadku, przy ograniczonej skuteczności polityki *switch*, rosnące prawdopodobieństwo wzrostu deficytu na rachunku bieżącym.

Jeżeli kraje zadłużone w celu poprawy swej wiarygodności kredytowej decydują się zwiększyć oszczędności sektora publicznego (zwiększyć przychody  $t \cdot \Delta Y$  i/lub zmniejszyć wydatki  $\Delta G$ ), to fiskalna konsolidacja będzie oddziaływać na tempo wzrostu dochodu. Jeżeli mnożnik finansowy jest większy niż 1, wtedy zmniejszenie wydatków publicznych o 1% spowoduje większy niż 1% spadek PKB, a poprawa deficytu nastąpi jedynie w części dokonanych zmian budżetowych (procent zmian mnożony przez poziom opodatkowania [IMF 2012; Standard&Poors 2012]). Wpływ oszczędności fiskalnych na dochody gospodarstw domowych (płace, transfery itp.) oraz zyski przedsiębiorstw ( $S$ ) będzie tym większy, im większy jest udział sektora publicznego w PKB<sup>13</sup>. Poziom konsumpcji prywatnej zależy od skłonności do oszczędzania ( $1 - t - c$ ), a poziom

<sup>13</sup> Udział sektora publicznego w PKB rośnie wraz ze wzrostem udziału wymiany międzynarodowej w PKB; W USA, Japonii, Australii wynosi ca 35%, w Szwecji, Holandii 55–60% [Rodrik 2011].

inwestycji od skłonności do inwestowania ( $s$ ). Stąd reakcja sektora prywatnego na politykę ograniczeń budżetowych (konsolidację finansową) zależna będzie od relacji pomiędzy zmianami płac i zysku oraz zmianami skłonności do konsumpcji i inwestycji. Od reakcji sektora prywatnego na konsolidację fiskalną zależy rezultat działań oszczędnościowych, oceniany z punktu widzenia krótkookresowego (wpływ na zmiany PKB) oraz długookresowego (wpływ na zmianę potencjalnego poziomu PKB i poziom luki popytowej). Jeżeli konsolidacja prowadzi do spadku PKB w krótkim okresie i nie zwiększa potencjalnego poziomu PKB w długim okresie, to można postawić tezę, że nie poprawia wiarygodności kredytowej gospodarki. Rezultaty polityki fiskalnej nakierowanej na ograniczanie pierwotnego deficytu budżetowego są w Polsce zbliżone (choć w mniejszej skali) do efektów notowanych w krajach Południa – zwolnienie tempa PKB, utrzymująca się luka popytowa, znaczne bezrobocie i równolegle poprawa sytuacji w bilansie płatniczym.

Bilans płatniczy jest nie tylko wynikiem relacji pomiędzy realnymi wydatkami a dochodami. Jest też, w jakiejś części, fenomenem monetarnym, skorelowanym z popytem i podażą pieniądza. Jeżeli za *proxy* popytu na pieniądz przyjąć aktywa MIF, to notujemy w Polsce od 1996 do 2012 r. znaczną korelację pomiędzy zmianami ( $r/r$ ) aktywów MIF a poziomem salda na rachunku bieżącym (0,79) oraz ujemny współczynnik regresji 0,29 tych dwóch zmiennych. Podobnie obserwujemy w tym okresie, wysoką korelację pomiędzy zmianami stanów pieniądza M3 a saldem na rachunku bieżącym (0,78) oraz ujemny współczynnik regresji na poziomie 0,6.

Analizując zależność poziomu salda handlowego od zmian kredytowania przedsiębiorstw niefinansowych, przyjmijmy za *proxy* popytu na pieniądz kredyt krajowy (niefinansowe należności MIF – monetarnych instytucji finansowych – od przedsiębiorstw niefinansowych) oraz kredyt zagraniczny (poziom nieuregulowanych zobowiązań sektora niefinansowego i nierządowego wobec nierezydentów). Badając w okresie od przystąpienia Polski do UE do 2012 r. zależności pomiędzy poziomem eksportu netto oraz zmianami ( $r/r$ ) kredytu krajowego, notujemy ujemny współczynnik regresji na poziomie 0,70 ( $R^2 = 0,62$ ). Słabszą korelację i także ujemny współczynnik regresji (minus 0,36) obserwujemy natomiast pomiędzy poziomem eksportu netto a zmianami kredytu zagranicznego. Statystycznie istotne współczynniki regresji wskazują na uzależnienie poziomu eksportu netto od popytu na pieniądz przedsiębiorstw niefinansowych. Można na tej podstawie wnioskować, że poprawa sytuacji na rachunku bieżącym w 2012 r. (z minus 4,5% PKB do 3,3% PKB)<sup>14</sup> była wynikiem słabej akcji kredytowej banków (wzrost o 6 mld zł wobec wzrostu kredytu w 2011 r. o 75 mld), jak i zmniejszenia kredytów zagranicznych udzielanych przedsiębiorstwom niefinansowym (spadek zobowiązań o 13 mld zł).

<sup>14</sup> Według badań OECD poprawa rachunku bieżącego o jeden punkt procentowy powodowała historycznie w krajach OECD spadek PKB o 0,5% (*sacrifice ratio*). Wyniki przedstawione na prezentacji OECD podczas konferencji AIESC w Berlinie 3 maja 2013 r. PKB w cenach stałych zmalał w 2012 r. o ponad 2,6 punktu procentowego.

Z równań regresji liniowej (dla szeregów okresu 2004–2012) wynika, że w 2013 r. eksport netto powinien być ujemny w przedziale od 7,4 do 17,1 mld zł, przy założeniu, że zmiany kredytów krajowych i zagranicznych będą na poziomie roku 2012. Jednak wyniki projekcji opartej na równaniach regresji różnią się znacznie od faktycznych danych za III kwartały 2013 r. Po dziewięciu miesiącach 2013 r. eksport netto wg NBP był dodatni i wynosił 27,1 mld zł. Oznacza to, że poza zewnętrznym finansowaniem na saldo handlu zagranicznego wpływ mają w 2013 r. inne czynniki niż popyt na pieniądź przedsiębiorstw niefinansowych. Niewielki wzrost akcji kredytowej MIF (wzrost o 2,5% do września 2013 r.) może przekładać się w 2013 r. poprzez spadający popyt krajowy na poziom importu, nie miał jednak istotnego wpływu na wzrost eksportu. Jeżeli obserwuje się statystycznie istotną relację pomiędzy zmianami popytu krajowego i zmianami r/r importu w cenach bieżących<sup>15</sup>, to nie znajdujemy statystycznego związku (także dla okresu 2004–2012) pomiędzy zmianami eksportu a zmianami kredytu krajowego MIF. Notujemy natomiast statystycznie istotny związek pomiędzy eksportem i kredytem zagranicznym (ale wyrażony w euro) zaciągniętym przez przedsiębiorstwa niefinansowe. W okresie 2000–2012 dla zmian (r/r) eksportu i zmian (r/r) zadłużenia zagranicznego sektora przedsiębiorstw niefinansowych (w euro) notujemy korelację na poziomie 0,55 (dla  $R^2 = 0,30$ ) i współczynnik regresji na poziomie 1,5 ( $t = 2,2$ ).

Ponieważ *terms of trade* w 2013 r. nie uległy zmianie, znaczną poprawę salda handlowego trzeba przypisać ponadczteroprocentowej różnicy w ilościowym wzroście eksportu nad importem. Powstaje pytanie, czy czynniki, które spowodowały przyspieszenie tempa wzrostu eksportu w 2013 r. (do 5,4% w cenach stałych wobec 3,9% w 2012 r. – wg prognozy KE) mają charakter stały, czy też przejściowy (np. na ile trwałe są przesunięcia geograficzne oferty). Istotne w tym kontekście są pytania, czy nastąpiło zmniejszenie zależności przedsiębiorstw eksportujących od finansowania krajowego, czy zmianie uległa struktura zaciągniętych zobowiązań, na ile zmieniła się importochłonność importu itp.

Gdy kraj prowadzi twardą politykę fiskalną (podobną w skutkach z punktu widzenia bilansu płatniczego do dewaluacji czy dewaluacji wewnętrznej) to takiej strategii powinna towarzyszyć spadająca stopa procentowa. Jeżeli na rynku kapitał jest mobilny i reaguje na różnice stóp procentowych, to rosnącej nadwyżce bieżącej towarzyszyć powinna malejąca nadwyżka na rachunku finansowym (kapitałowym). Symetrycznie prowadzona powinna być polityka finansowa rządu, gdy decyduje się na ekspansywną politykę fiskalną (np. w celu przyspieszenia wzrostu, zmniejszenia bezrobocia). Przyjmując, że nie nastąpi dalsze przyspieszenie eksportu, a wraz z ożywieniem popytu krajowego (i wzrostem PKB) będzie w Polsce rósł import konsumpcyjny i inwestycyjny, trzeba prognozować rosnącą nadwyżkę na rachunku finansowym, co oznacza dalszy wzrost zadłużenia zagranicznego kraju (wobec nierezydentów).

<sup>15</sup> Współczynnik regresji 0,77 ( $R^2 = 0,66$ ); ( $t = 4,6$ ).

Na poziom rachunku finansowego wpływają BIZ (netto) oraz netto inwestycje portfelowe i pozostałe inwestycje. Ale utrzymywanie nadwyżki na rachunku finansowym wymagać będzie zwiększenia różnic z zagranicą w oprocentowaniu pieniądza. Jeżeli w USA wycofywanie się z polityki „*quantitative easing*” spowoduje wzrost oprocentowania kapitału, to podobne działania podejmowane z czasem w UGW mogą spowodować trudności z finansowaniem deficytu bieżącego kapitałem krótkoterminowym (portfelowym), w szczególności gdy utrzymywana będzie relatywnie niska stopa procentowa w kraju. Wzrastać też będzie deficyt na rachunku dochodów (przy wzroście oprocentowania pieniądza) obecnie w części finansowany transferami z Unii Europejskiej. Jeżeli w wyniku prowadzonej polityki finansowej będzie narastać zadłużenia zagraniczne (np. w przypadku niskiego tempa wzrostu PKB i efektu kuli śnieżnej) wtedy wzrośnie zagrożenie stabilności finansów zagranicznych. W pierwszym kwartale 2013 r. pasywa inwestycji portfelowych były na poziomie 127,5 mld euro. Gdyby w 2012 r. nie zanotowano w bilansie płatniczym napływu 15,7 mld euro inwestycji portfelowych, to *ceteris paribus* rezerwy zamiast wzrosnąć o 8,7 mld euro, zmniejszyłyby się o prawie 7 mld euro. Takie rozumowanie ma jedynie na celu podkreślenie znaczenia w polskich warunkach tego szczególnego rodzaju zewnętrznego finansowania, jakim są BIZ, dla utrzymywania stabilności finansów zagranicznych kraju.

Wrażliwość równowagi finansowej na zmiany struktury i wielkości finansowania zagranicznego można też analizować, przyjmując umowne założenia co do kształtowania się bilansu płatniczego i MPI w latach 2000–2012. Przyjmijmy, że od 2000 r. Polska nie realizowałaby transferów unijnych oraz nie byłyby prowadzone (głównie przez rząd) inwestycje portfelowe w formie dłużnych papierów wartościowych (i wypływy z tego tytułu wynosiłyby zero), a błędy i opuszczenia (uważane za nierejestrowany przepływ kapitału) utrzymywałyby się na poziomie faktycznie rejestrowanym. W takich warunkach deficyt na rachunku bieżącym oraz deficyt wynikający z nierejestrowanych przepływów byłby w całości finansowany jedynie poprzez saldo BIZ. W tej teoretycznej sytuacji deficyt środków dewizowych w 2012 r. wyniósłby około 37,5 mld euro, a licząc z rezerwami, które w 1999 r. byłyby na poziomie 27,2 mld euro, minus 10,3 mld euro. Jeżeli włączymy do rachunku transfery publiczne, tak jak były faktycznie realizowane w Polsce w latach 2000–2012, to deficyt środków zmalałby w 2012 r. do poziomu 11,4 mld euro, a rezerwy dewizowe w 2012 r. wynosiłyby 30,8 mld euro. Warto zaznaczyć, że zadłużenie brutto z tytułu inwestycji portfelowych (głównie sektora publicznego) byłoby wtedy mniejsze o około 76,7 mld euro (liczone jak suma dłużnych papierów wartościowych emitowanych w latach 2000–2012). Wprowadzenie do rozważań inwestycji portfelowych zwiększa pozycje netto na rachunku finansowym, jednocześnie zwiększając wypłaty dla zagranicy z tytułu tych inwestycji oraz pogarszając MPI. Ponieważ gros zobowiązań z tytułu inwestycji portfelowych stanowią zobowiązania sektora publicznego (pasywa sektora rządowego z tego tytułu wyniosły 98,4 mld euro w pierwszym kwartale 2013 r.) oznacza to,

że rząd, finansując deficyt budżetowy długiem zagranicznym, finansuje jednocześnie deficyt na rachunku bieżącym, deficyt będący tylko w części wynikiem zadłużenia sektora publicznego (wyплаты z tytułu inwestycji portfelowych w 2012 r. wynosiły 5,3 mld euro). Ułatwia tym samym zagraniczne zadłużanie się sektorów prywatnych.

Sytuacja w bilansie płatniczym Polski, między innymi ze względu zarówno na dostęp do transferów unijnych (w drugiej perspektywie), jak i ciągle łatwy dostęp do zewnętrznego finansowania długo- (BIZ) i krótkookresowego, uważana jest za stabilną. W raporcie *Konkurencyjna gospodarka* zamieszczono stwierdzenie: „Nie budzi większego niepokoju stan bilansu płatniczego – deficyt na rachunku obrotów bieżących nie przekracza poziomów uznawanych za bezpieczne dla stabilności makroekonomicznej” [Hausner 2013]<sup>16</sup>. Taka ocena jest uzasadniona w krótkim okresie z uwagi na przewidywalną wielkość transferów z UE, ciągle dobrą wiarygodność kredytową czy też zakumulowane znaczne rezerwy dewizowe. Jednak załamanie się równowagi zewnętrznej w pozornie bezpiecznej unii monetarnej, załamanie międzynarodowej równowagi płatniczej [Starzyk 2012], fakt, że kwestie restrukturyzacji UGW i całej UE są wciąż *in statu nascendi*, nierozstrzygnięte sposoby „stabilizacji niestabilnych gospodarek” w związku z opisanymi przez H. Minskiego procesami zachodzącymi w sektorze finansowym [Minsky 2008] czy brak efektywnych rozwiązań sterowania transakcjami pochodnymi [ECB 2012; FSB 2012; Stein 2013; Pykhtin 2012] itp. powinny być brane pod uwagę w kraju, w którym dług wobec nierezydentów wynosi 71% PKB, inwestycje portfelowe zagranicą stanowią 33% PKB, a transfery zagraniczne pokrywają od 2005 r. 86% deficytu obrotów towarowych naszego handlu zagranicznego. Jeżeli ujemna MPI netto kraju będzie w relacji do PKB dalej wzrastać, to pozycją, która będzie musiała równoważyć bilans płatniczy w długim okresie, jeżeli utrzymana ma być stabilność finansów zagranicznych, będzie rosnący eksport netto. Stwarza to w bliskiej perspektywie konieczność ponownego przewartościowania polityki proeksportowej, także w kontekście podejmowanych w innych krajach UE działań zmierzających do szybkiej poprawy konkurencyjności w UGW i na rynkach światowych [McCombie i Thirlwall 2004].

### Niektóre problemy konkurencyjności eksportu

Prowadzona w Polsce polityka gospodarcza w obszarze finansowym powoduje podtrzymywanie konkurencyjności eksportu głównie poprzez dyscyplinowanie kosztów płac (w relacji do otoczenia i przy relatywnie wysokim klinie podatkowym) i w zdecydowanie mniejszym zakresie poprzez wprowadzanie np. ułatwień podatkowych, instrumentów kredytowych czy rozwiązań administracyjnych promujących nowe produkty, technologie [Hausner 2013]. Wolne

<sup>16</sup> Mniej optymistycznie widzą stabilność finansów zagranicznych Polski w „Economist” [2013], analizując tzw. *capital-freeze index*.



przemiany tradycyjnej struktury gospodarki prowadzą *de facto* do jej deindustrializacji, rozumianej jako spadek udziału produkcji przemysłowej w produkcie dodanym, i jednocześnie do wzrostu udziału w ofercie przemysłowej produkcji technologicznie przestarzałej, pracochłonnej czy ekologicznie szkodliwej. Postępująca deindustrializacja będzie utrudniać wzrost eksportu netto niezbędny dla podtrzymania poziomu dochodu narodowego, w szczególności przy ograniczonym popycie krajowym i malejącym tempie wzrostu konsumpcji finansowanej kredytem<sup>17</sup>. Jeżeli hamowanie wzrostu wynagrodzeń związane z polityką fiskalną prowadzoną w sektorze publicznym i w ślad za tym ograniczanie płac w sektorze prywatnym nie ma zahamować wzrostu PKB, to powinno być kompensowane wzrostem eksportu netto. Ponieważ wzrost eksportu jest w znacznej mierze<sup>18</sup> uzależniony od zewnętrznego finansowania (kredytowego), to restrukturyzacja bilansów banków z przewagą kapitału zagranicznego jeszcze mocniej uzależni wzrost dynamiki eksportu od bezpośredniego finansowania zagranicznego (realizowanego przez inwestorów kapitałowych)<sup>19</sup>. Jednak zahamowanie publicznych inwestycji infrastrukturalnych (w związku z konsolidacją fiskalną) może nie sprzyjać napływowi kapitału produkcyjnego (BIZ) – zwłaszcza wobec widocznych rosnących potrzeb inwestycyjnych (także infrastrukturalnych) we wszystkich krajach Unii (nie tylko krajach peryferyjnych). Jeżeli obniżeniu inwestycji infrastrukturalnych<sup>20</sup> sektora publicznego nie będzie towarzyszyć wzrost inwestycji prywatnych, to z uwagi na – z reguły większy od jedności w przypadku takich wydatków – mnożnik dochodowy, zmaleje wzrost PKB (wzrośnie luka popytowa i, co gorsza, spadnie potencjalny poziom wzrostu). Być może utrzymany zostanie poziom konsumpcji prywatnej, ale spowodowany głównie spadkiem oszczędności prywatnych. Komisja Europejska prognozuje, że w ciągu dwóch następnych lat oszczędności prywatne zmaleją w Polsce o ponad 25%. Przy obecnym poziomie zamożności gospodarstw domowych oraz słabej skłonności do inwestowania, wzrost PKB trudno będzie realizować jedynie w oparciu o zakładany wzrost skłonności do konsumpcji. Widoczna jest tu sprzeczność pomiędzy potrzebą wzrostu konsumpcji poprzez wzrost dochodów gospodarstw domowych a utrzymywaniem konkurencyjności płacowej oferty eksportowej.

Wobec wyższych niż oczekiwano w warunkach kryzysu mnożników fiskalnych szybkie zmniejszenie wydatków spowolni wzrost gospodarczy i zmniejszy

17 W krótkim okresie konsumpcję podtrzymywać może kredyt nieregulowanego sektora quasi-bankowego.

18 Porównaj analizę przedstawioną wyżej.

19 Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw niefinansowych wzrosło w pierwszej połowie 2013 r. o ponad 27 mld zł. W 2012 r. zmalało o 13 mld zł.

20 Wydatki na infrastrukturę mają maleć z 5,8% PKB do 2,8% PKB w 2015 r., a na edukację w tym samym czasie z 5,65% do 5% PKB. Oznacza to zmniejszenie nakładów na infrastrukturę w newralgicznym okresie 2013–2015 średniorocznie o 30 mld zł. Udział nakładów publicznych w PKB ma więc być mniejszy niż przed wstąpieniem Polski do Unii. Argument, że wydatki publiczne będą na poziomie wydatków strefy euro, oznacza, że nie dostrzega się różnicy pomiędzy poziomem infrastruktury w Polsce i krajach strefy euro.

przestrzeń do działania przede wszystkim dla małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Program „Inwestycje Polskie” rozwija się wolno. Jego skuteczność będzie zależeć od współpracy z sektorem publicznym oraz instytucjami finansowymi UE. Wobec planów fiskalnych ministra finansów, mało dynamicznej kooperacji z EBI (notujemy słabe wykorzystywanie środków kredytowych EBI w porównaniu np. z Czechami czy Węgrami, nie mówiąc o starych członkach Unii) czy braku obecności reprezentantów Polski w gremiach zarządzających, takich jak np. EBI, EFI, EBOR<sup>21</sup>, działanie tego nowego przedsięwzięcia może być spóźnione. Z planów ministra finansów wynika także, że poziom popytu krajowego (absorpcji krajowej) wobec zaciskania budżetowego ma być finansowany, tak jak w latach ubiegłych, wzrostem zadłużenia zagranicznego, głównie w sektorze prywatnym (spadkiem finansowej pozycji zagranicznej netto). Lecz wzrost długu zagranicznego gospodarki oddziałuje po przekroczeniu pewnego poziomu, podobnie jak wysokie zadłużenie sektora publicznego, na wzrost kosztów kredytu. Stąd oczekiwane korzyści z obniżki poziomu długu sektora publicznego mogą być niwelowane rosnącym zadłużeniem zagranicznym całej gospodarki (i pogarszającą się jego strukturą walutową i czasową). Ma to także wpływ na zdolność gospodarki do wzrostu eksportu netto. Jeżeli nie wzrośnie skłonność do inwestycji (np. w sytuacji spadku skłonności do konsumpcji czy zmniejszenia napływu BIZ), wtedy wzrost PKB będzie możliwy głównie przez kontynuację wzrostu łącznej produktywności wszystkich zaangażowanych zasobów – *total factor productivity* (TFP).

Jak już wspominaliśmy, konkurencyjność polskiej gospodarki jest ciągle w znacznym zakresie wynikiem niskich kosztów pracy<sup>22</sup>. Powstrzymywanie wzrostu realnych kosztów pracy (*unit labour costs*) – licząc na zatrudnionego w relacji do nominalnego PKB na jednego zatrudnionego – prowadziło do wybuchu kryzysu zadłużeniowego i powodowało znaczny wzrost konkurencyjności polskiej oferty. Całkowity koszt pracy był w 2012 r. ok. 4 razy mniejszy niż średnia w UGW, a wydajność wynosiła 53% średniej wydajności w strefie euro<sup>23</sup>. Kształtowanie się płac nie wynikało jednak przede wszystkim z poziomu wydajności, lecz ze spadku udziału wynagrodzeń w wartości dodanej na jednego zatrudnionego (por. rys. 5). Powstaje pytanie, czy taka prowadzona dotychczas polityka umożliwiła wystarczającą akumulację kapitału, która zmniejszyłaby zależność sektora produkcyjnego od zasilania zewnętrznego. Innymi słowy, istotne jest, czy w wyniku prowadzonej polityki płacowej powstała nadwyżka została wytransferowana czy reinwestowana (i w jakiego rodzaju inwestycje). Na tym tle rządowe założenia co do wzrostu średnich wynagrodzeń od 2012

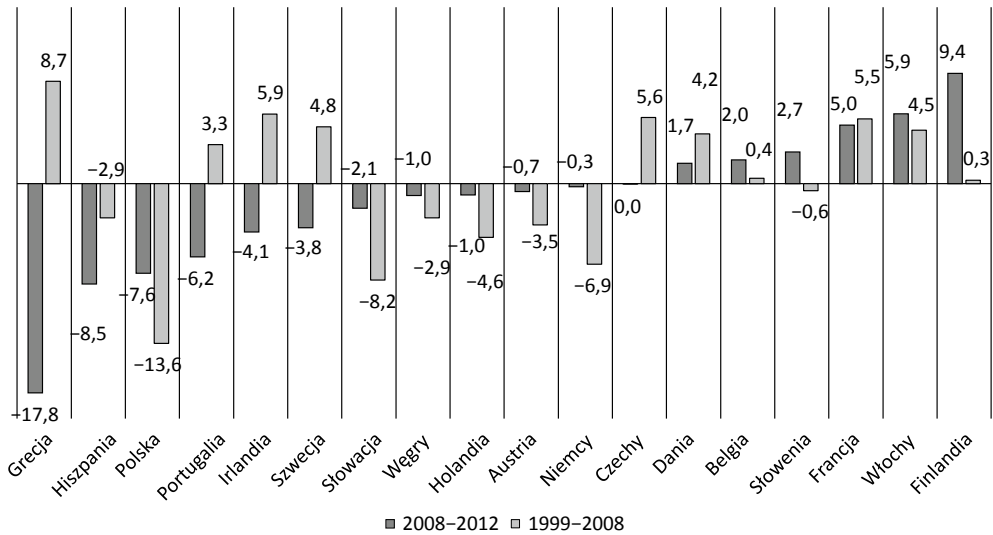
<sup>21</sup> Wykorzystaliśmy 6,8% (tj. 29 mld euro) wszystkich środków EBI – Portugalia wykorzystała 19 mld, Grecja 11 mld, Czechy 11 mld, a Węgry 12 mld euro.

<sup>22</sup> Niższe niż w Polsce (7,1 euro/godzinę) jednostkowe koszty pracy notuje się na Łotwie, Litwie, w Bułgarii i Rumunii.

<sup>23</sup> Notujemy ciągle niższą wydajność (mierzoną PKB w USD na godzinę pracy) niż Grecja, Portugalia czy Słowacja. Wydajność pracy wynosi w Polsce ok. 60% średniej wydajności krajów OECD.

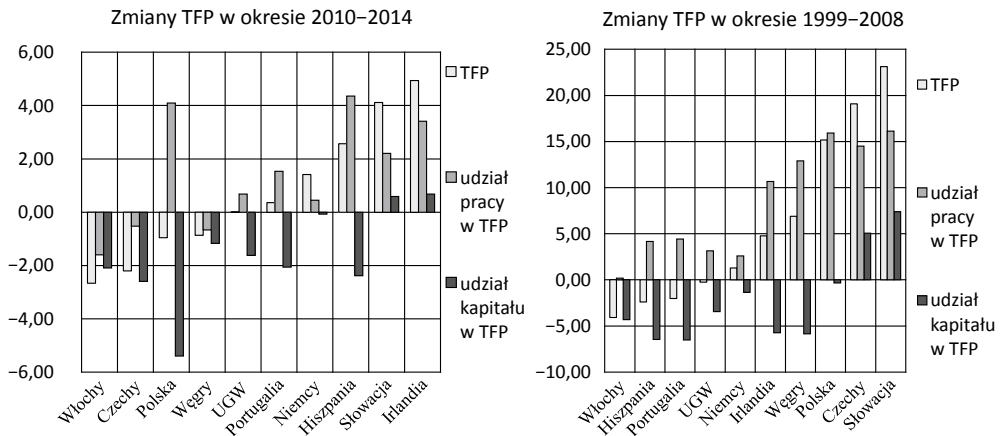
do 2016 r. o 22% przy jednoczesnej aprecjacji złotego o 12% (założenia programu konwergencji) oznaczają, że utrzymanie konkurencyjności oferty eksportowej wymagać będzie większego niż dotychczas wzrostu wydajności, także z uwagi na relatywny spadek wynagrodzeń w szeregu krajów UGW w wyniku prowadzonej przez nie polityki wewnętrznej dewaluacji.

**Rysunek 5. Zmiany wynagrodzenia jako procent wartości dodanej na zatrudnionego w przemyśle**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AMECO: kod ALCM.

**Rysunek 6. Zmiany TFP w latach 1999-2012**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AMECO: kod ZVGDF.

Spadek udziału wynagrodzeń w wartości dodanej obserwowano poza Polską także w Niemczech, Austrii czy np. Holandii. Jednak w tych krajach inaczej zmieniały się historyczne relacje udziału kapitału i pracy w TFP. Inny jest też poziom siły nabywczej wynagrodzeń w krajach północy Europy. Rysunki 5 i 6 pokazują zmiany udziału pracy i kapitału w TFP w krajach UE w dwóch okresach: przed i kryzysem i w trakcie jego trwania.

Odwrócenie spadającego w Polsce (od 2007 r.) trendu udziału kapitału w TFP oznacza konieczność pozapłacowego wzrostu konkurencyjności, czyli rozwoju produkcji zaawansowanej technicznie, wzrostu inwestycji w produkcję złożoną itp. Tymczasem w większości rankingów innowacyjności Polska plasuje się w końcówce państw EU, co przekłada się także na słabą pozycję w globalnej gospodarce (Polska jest ciągle zaliczana, w przeciwieństwie np. do Czech, do gospodarek wschodzących). Dzieje się tak pomimo wykorzystania przez gospodarkę znacznych środków otrzymanych z pierwszej perspektywy budżetowej Unii Europejskiej. Pośród wielu powodów tego zjawiska najczęściej wymienia się niskie nakłady na badania i rozwój, niskie nakłady na naukę i szkolnictwo wyższe, niedostosowanie badań i kształcenia młodzieży do potrzeb gospodarki. W planach rządu poprawa innowacyjności ma nastąpić przez deregulację zawodów. Natomiast założenie o zwiększaniu nakładów na R&D, w szczególności prywatnych, nie wynika z żadnych nowych uregulowań, a nawet stoi w sprzeczności z przyjętymi w *Programie konwergencji* i budżecie państwa założeniami o rosnących obciążeniach podatkowych. Innymi słowy nowoczesna industrializacja ma być w dalszym ciągu funkcją importu kapitału (BIZ). Trzeba jednak pamiętać, że wzrost BIZ pogarsza netto międzynarodową pozycję inwestycyjną kraju. Jeżeli nakłady kapitałowe (także zagraniczne, w tym z UE) nie spowodują unowocześnienia oferty eksportowej i utrzymania rosnącego trendu wzrostowego eksportu netto, to równowaga zagraniczna będzie coraz bardziej zależna od dostępu do zagranicznych źródeł finansowania (w tym krótkookresowych) i gospodarka zacznie wchodzić w pułapkę zadłużenia.

### Podsumowanie

Prowadzona w UGW polityka gospodarcza uzależniła szereg gospodarek od dostępu do taniego kredytu. Brak właściwej regulacji i nadzoru spowodował splątanie interesów sektora finansowego z sektorem publicznym, czego wynikiem był wzrost długu publicznego i spadek MPI netto krajów południa Europy. Podjęte, wraz w decyzjami *bail-out*, działania oddłużeniowe – w sektorze publicznym i prywatnym – zahamowały wzrost gospodarczy. W szeregu krajów UGW dewaluacja wewnętrzna, obniżając koszty pracy, zahamowała popyt krajowy (w tym import), ale spowodowała wzrost eksportu netto. Bez zmian strukturalnych (długookresowych) polityka ta ma jednak cechy polityki „*beggar-thy-neighbour*”. Dotyczy to też polskiej sytuacji. Konkurowanie kosztami pracy z innymi krajami UGW, gdy jesteśmy poza strefą euro, oraz jednoczesne podporządkowywanie się mechanizmom zarządzania długiem wprowadzanym

w UGW oznaczać może przejmowanie części kosztów normalizacji sytuacji w strefie euro przez polskich przedsiębiorców, co zmniejszy w długim okresie ich zdolności konkurencyjne. Grozi też uzależnieniem stabilności finansowej gospodarki od napływu zagranicznego kapitału.

## Bibliografia

- Barteczko K., [2012], *Dynamika i struktura wytwarzania PKB*, w: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2011 roku. Raport roczny*, IBRKK, Warszawa, s. 16–25.
- Blanchard O., Leigh D., [2013], *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, WP/13/1, MFW, Washington.
- Caruana J., [2013], *Debt, global liquidity and the challenges of exit*, 8<sup>th</sup> FLAR-CAF International Conference, Cartagena.
- Chinn M., [2012], *Fiscal multipliers*, University of Wisconsin and NBER.
- ECB, [2012], *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, FSB.
- „Economist” [2013], 7 september.
- FSB, [2012], *Enhancing the Risk Disclosures of Banks*, BIS.
- Hausner J., [2013], *Konkurencyjna gospodarka*, KIG, Warszawa.
- IMF, [2012], *World Economic Outlook*, October.
- Johnson G.H., [1976], *Towards the general Theory; The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory*, w: J. Frenkel, H. Johnson, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, George Allen & Unwin Ltd, London.
- Jorda O., Tylor A., [2013], *The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy*, CEPR Discussion Paper, No. DP9646.
- McCombie J., Thirlwall A.P., [2004], *Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence*, Routledge, London.
- Minsky H., [2008], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Przystupa J., [2008], *Czynniki determinujące handel zagraniczny Polski*, IBRKK.
- Pykhtin M., [2012], *Model Foundations of the Basel III standardised CVA charge*, „Risk” July.
- Rickards J., [2011], *Currency Wars*, Portfolio/Penguin, New York.
- Rodrik D., [2011], *The Globalization Paradox*, W.W. Norton & Company, New York.
- Sawicki J., [2011a], *Debt reorganisation and EMU leaving consequences*, „Wspólnoty Europejskie” wrzesień/październik.
- Sawicki J., [2011b], *Dług w strefie euro – źródła i potencjalne skutki*, Seminaria NBP, NBP.
- Sawicki J., [2012], *Preserving EMU Depends on Success of ESM in Solving the Debt Crisis*, „Gospodarka Narodowa” No 10, s. 1–22.
- Standard&Poors. [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect).
- Starzyk K., [2012], *Emerging economics and the breakdown of the international payments equilibrium*, Working Papers Institute of International Business University of Gdańsk No. 31, Uniwersytet Gdański, Gdańsk.

Stein C., [2013], *Regulating Large Financial Institutions*, „Rethinking Macro Policy II”. Washington, D.C: IMF. <http://econintersect.com/b2evolution/blog1.php/2013/04/17/thinking-through-too-big-to-fail-tbtf-banks>.

**Internetowe bazy danych**

NBP Internetowy Serwis Informacyjny.

ECB – Statistical Data Warehouse.

AMECO database.

GUS Polska – wskaźniki makroekonomiczne.

## **ADJUSTMENTS IN THE BALANCE OF PAYMENTS IN EMU COUNTRIES: CONCLUSIONS FOR POLAND**

### Summary

The article examines threats to Poland's financial stability resulting from structural adjustments in the country's balance of payments. The analysis is conducted in the context of balance-of-payment trends in key European Monetary Union countries. The author highlights the causes behind external imbalances in EMU countries and points to the outcomes of reforms designed to restore credibility and growth. He also looks at the risks to maintaining an upward trend in net exports.

The article shows the impact of ongoing changes in EMU policy on Poland's external balance. The author argues that the observed increase in net exports, particularly in peripheral EMU countries as well as in Poland, is chiefly due to growing savings in both the public and private sectors.

A reduction in spending in the wake of public finance consolidation, combined with improved balance sheets at financial institutions and falling unit labor costs, helped improve competitiveness in most southern EMU countries, Sawicki says. In Poland, the low share of capital expenditure in total factor productivity (TFP), coupled with a current-account structure different from those in peripheral EMU countries, poses the risk of destabilization in foreign finances in the medium term, according to the author, unless the upward trend in net exports is maintained. The importance of net exports as a factor influencing Poland's external balance will grow once transfers from the EU budget decrease substantially, Sawicki says. He adds that a sudden stop in financial inflows could endanger the stability of the country's financial system.

**Keywords:** balance of payments, current account, structural adjustment, debt, competitiveness

**JEL classification codes:** F320, 340, 420

---