

prof. dr hab. Urszula Żuławska

Zakład Rozwoju Gospodarczego Uniwersytetu Warszawskiego
Katedra Ekonomii Społecznej Akademii Nauk w Łodzi

Finanse publiczne a możliwości zewnętrznego finansowania gospodarki¹

WPROWADZENIE

Jednym z czynników stanowiących o atrakcyjności kraju dla kapitału zagranicznego i to zarówno dla inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych, jest stan finansów publicznych. Z jednej strony perturbacje w zakresie finansów publicznych mogą stanowić zagrożenie dla całej gospodarki, a przez to odstraszać potencjalnych inwestorów, z drugiej strony ze względu na wysokie oprocentowanie obligacje rządowe w takich warunkach mogą budzić zainteresowanie zagranicznych inwestorów. Kraje prowadzące ekspansywną politykę budżetową w okresie poprzedzającym obecny kryzys finansowy w znacznej mierze korzystały z zewnętrznego finansowania długu publicznego, co w pewnej mierze pozwalało na unikanie efektu wypychania.

Międzynarodowy kryzys finansowy w zasadniczy sposób zmienił dostępność finansowania zewnętrznego dla krajów na średnim poziomie rozwoju gospodarczego, takich jak Meksyk, Polska czy Węgry. Wbrew pozorom nie zawsze jest to ograniczenie dostępności tego typu środków, gdyż w czasach kryzysu czynniki „wypychające” (push) kapitały ze światowych centrów nasiliły się [Yilmaz Akyuz, 2011]. Mimo to, wobec znacznej konkurencji pomiędzy potencjalnymi odbiorcami kapitału, ewolucja czynników przyciągających kapitały (pull) nadal ma ogromne znaczenie dla kształtowania przepływów kapitałowych.

Wobec narastającej destabilizacji finansowej na świecie nawet kraje o średnim obciążeniu kosztami obsługi zadłużenia publicznego podejmują działania – być może nie zawsze uzasadnione [Laski et. al, 2010] – mające na celu obniżenie owych kosztów. Celem niniejszego opracowania jest ocena efektywności i zasadności różnych sposobów obniżania kosztów obsługi zadłużenia publicznego oraz ich potencjalne oddziaływanie na możliwości korzystania z finansowania zewnętrznego. Prześlędzone zostaną posunięcia w tym zakresie trzech krajów – Polski, Meksyku i Węgier – w czasie ostatniego światowego kryzysu finansowego.

¹ Opracowanie przygotowano w ramach projektu badawczego nr 0499/B/H03/2009/37 Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego zatytułowanego „Finansowanie rozwoju gospodarczego w warunkach obecnego kryzysu na rynkach międzynarodowych”.

SPOSOBY OBNIŻANIA KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO

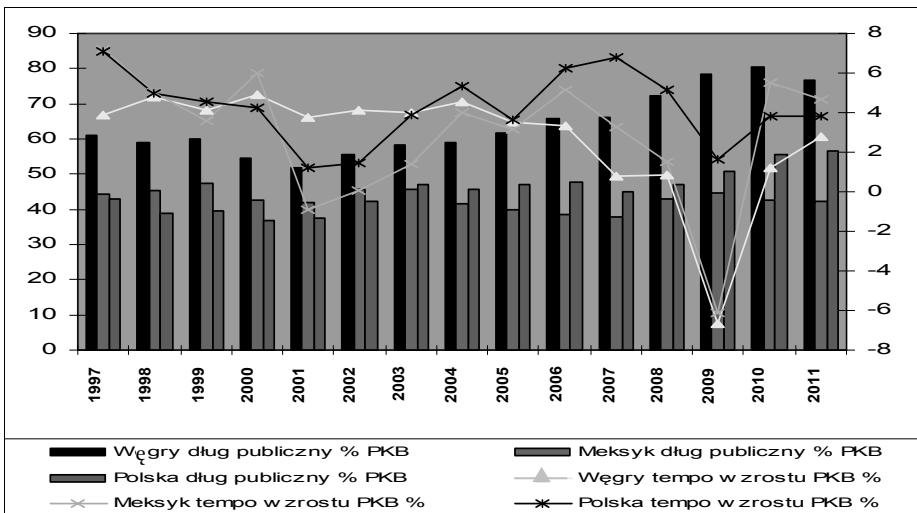
Nawet w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej rosnące koszty obsługi zadłużenia publicznego mogą przysporzyć sporo kłopotów. Natomiast w warunkach złej koniunktury, czy też kryzysu finansowego, jak to ma miejsce w ostatnich latach, stają się poważnym problemem. Toteż kraje obciążone największym – a także najszybciej rosnącym – długiem publicznym zmuszone są do podejmowania działań mających na celu zmniejszenie ciężaru zadłużenia publicznego. Przy braku szybkiego wzrostu gospodarczego ograniczenie zadłużenia publicznego może nastąpić w wyniku dostosowań budżetowych, z oczywistych względów trudnych do przeprowadzenia, a mających poprzez ograniczenie zagregowanego popytu negatywne oddziaływanie na poziom aktywności gospodarczej. Realna wartość zadłużenia publicznego może też ulec zmniejszeniu poprzez istotne przyspieszenie inflacji, lecz po doświadczeniach lat 80. większość rządów boi się tego lekarstwa nie mniej, niż samej choroby.

Innym sposobem zmniejszenia obciążenia zadłużeniem zagranicznym jest stosowanie „represji finansowych”. Reinhart i Sbrancia [Reinhart, Sbrancia, 2011] wymieniają trzy podstawowe typy owych „represji”. Pierwszy z nich to oddziaływanie na poziom stopy procentowej, głównie odnoszącej się do długu publicznego. Może tego dokonywać rząd bezpośrednio (tu autorzy odwołują się do przykładu „Regulation Q” w Stanach Zjednoczonych zabraniającej bankom wprowadzania oprocentowania od depozytów *a vista*), czy też wprowadzając pułapy dla oprocentowania pożyczek (głównie udzielanych sektorowi publicznemu). Bank centralny może wspomóc rząd działając w kierunku obniżenia średniego poziomu stóp procentowych na rynku. Drugim sposobem jest ułatwianie pozyskiwania kredytu przez sektor publiczny dzięki podniesieniu poziomu rezerw obowiązkowych (jako skrajny przykład można by tu podać 100-proc. rezerwy obowiązkowe wprowadzone przez bank centralny Meksyku w latach 80.), zalecenia w stosunku do krajowych instytucji finansowych w zakresie posiadania w portfolio rządowych papierów dłużnych, nakładanie dodatkowych podatków przy transakcjach akcjami, zakaz obrotu złotem. Jako trzeci typ restrykcji Reinhart i Sbrancia wymieniają bezpośrednie posiadanie przez państwo instytucji finansowych lub bezpośredni udział w zarządzaniu nimi. Ponownie można by tu jako przykład podać nacjonalizację meksykańskiego systemu bankowego w trakcie kryzysu zadłużeniowego z 1982 roku.

Wydaje się jednak, że działania te, choć skierowane głównie na rynek wewnętrzny, w znacznej mierze utrudniają zewnętrzne finansowanie długu publicznego, a więc zwiększają ryzyko wystąpienia efektu wypychania. Jest tak w przypadku przyzwolenia na nagły wybuch inflacji, destabilizującej kursy walutowe. Administracyjne ograniczanie stopy procentowej, zmniejszające atrakcyjność lokat, w oczywisty sposób ogranicza napływ kapitałów z zagranicy. Ograniczenia swobody rynku finansowego także nie sprzyjają inwestycjom zagranicznym.

DOŚWIADCZENIA MEKSYKU, POLSKI I WĘGIER

Stopień obciążenia zadłużeniem publicznym trzech omawianych gospodarek jest różny – por. rys. 1. Pozornie w najkorzystniejszej sytuacji jest Meksyk, jednakże w okresie światowego kryzysu finansowego relacja długu publicznego do PKB zdecydowanie wzrosła. Załamanie gospodarcze (czy też, jak w przypadku Polski, osłabienie tempa wzrostu) w latach 2008 i 2009 doprowadziło do zwiększenia relacji długu do PKB. W przypadku Polski szczególnie niepokojące były projekcje wzrostu zadłużenia w 2011 roku, które jednakże nie spełniły się. Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów relacja długu publicznego do PKB w 2011 roku nie osiągnęła 54% [MF, 2012]. Wobec utrzymującej się dekonjunktury na rynkach światowych – przy równoczesnym znacznym uzależnieniu omawianych gospodarek od eksportu – nie można spodziewać się, jak to miało miejsce w przypadku Polski np. w latach 2004 i 2007, redukcji tego wskaźnika w wyniku wzrostu gospodarczego, przynajmniej w średnim okresie czasu. Działania zapobiegawcze wydają się więc wysoce pożądane w przypadku wszystkich trzech krajów.



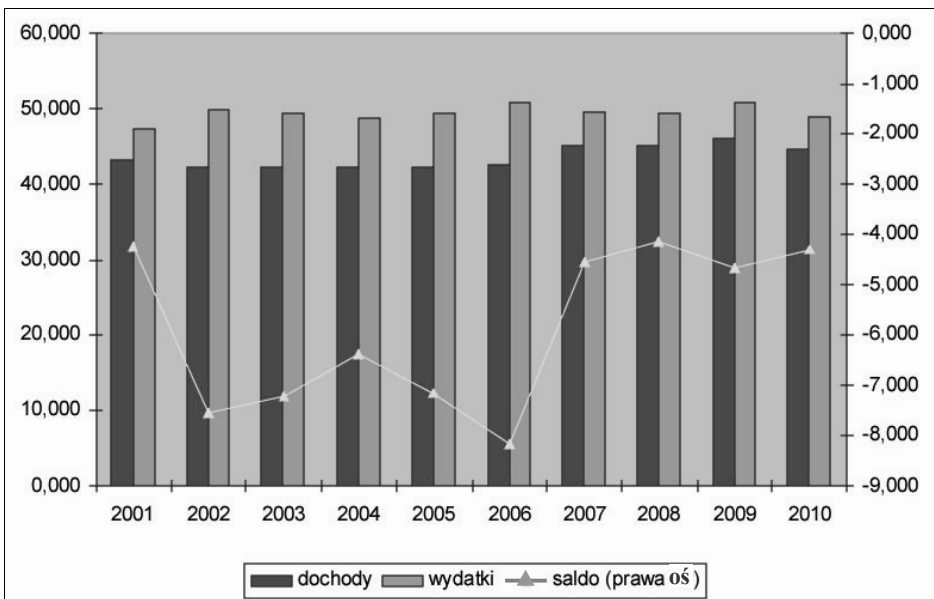
Rysunek 1. Zadłużenie publiczne Meksyku, Polski i Węgry w stosunku do PKB (%) i tempo wzrostu PKB

Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, April 2011.

Pozornie najbardziej oczywistym sposobem zmniejszania obciążenia gospodarki długiem publicznym wydają się dostosowania fiskalne. Prowadzą one jednak do szeregu perturbacji tak gospodarczych (ograniczenie zagregowanego popytu), jak i społeczno-politycznych. W przypadku omawianych krajów relacja

dochodów i wydatków budżetu państwa do PKB w ostatnim dziesięcioleciu przedstawiała się w sposób następujący (por. rysunki 2, 3 i 4).

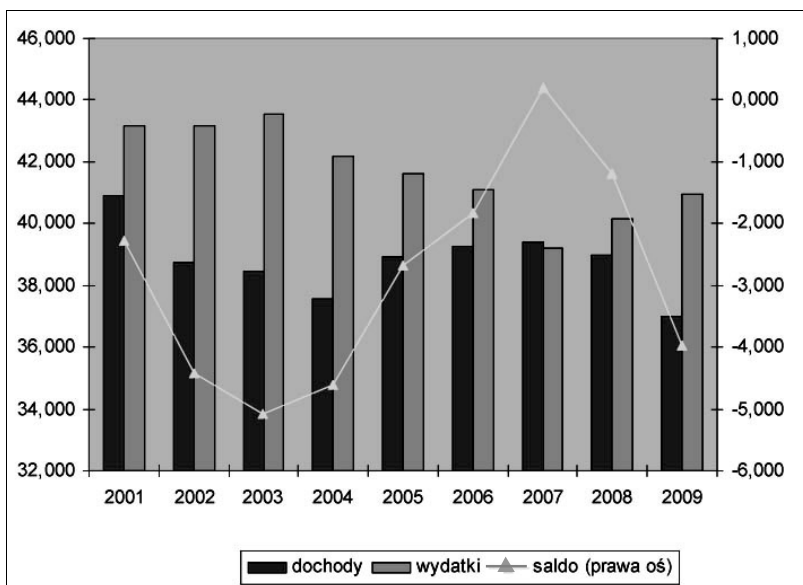
Na Węgrzech wprowadzone w 2010 roku dostosowanie fiskalne (obniżenie płac w sektorze publicznym, nowe podatki, ale także wprowadzenie liniowego podatku dochodowego) nie przyniosło spodziewanego zmniejszenia deficytu budżetowego. Doprowadziło do nieznacznego (1,6 pkt proc. PKB) ograniczenia wydatków budżetu, jednakże kryzys gospodarczy spowodował równoczesne zmniejszenie dochodów. Znacznie gorsze niż zakładano wyniki gospodarcze Węgier w 2011 roku – wzrost PKB w tempie 1,7% zamiast przewidywanych 3% – doprowadziły do pogorszenia sytuacji fiskalnej i – według wstępnych danych – długu publicznego na poziomie 80,3% PKB [Eurostat, 2012].



Rysunek 2. Węgry – budżet państwa, % PKB

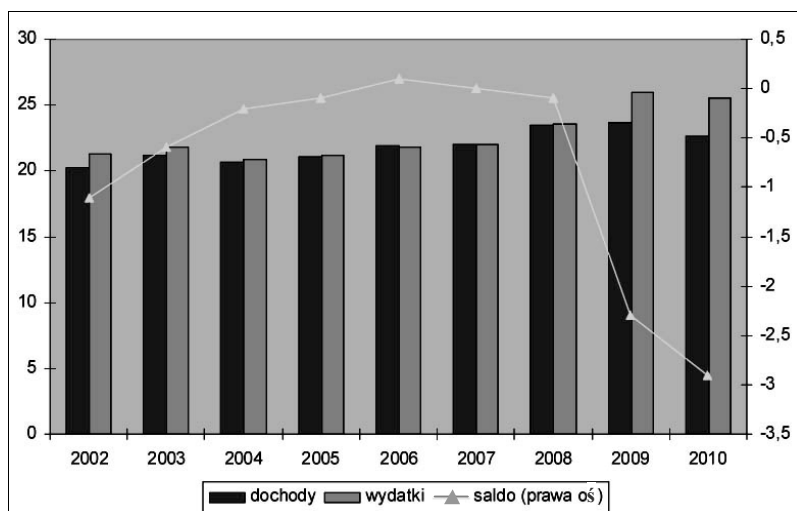
Źródło: IMF Government Finance Statistics Database.

Według danych Ministerstwa Finansów w 2010 roku dochody budżetu państwa polskiego uległy zmniejszeniu o około 10% (głównie w wyniku zmniejszenia transferów z Unii Europejskiej), natomiast wydatki utrzymały się na niezmiennym poziomie (zmniejszenie o około 1,5%). Zaostrzenie polityki fiskalnej w 2011 roku zaowocowało znacznym zmniejszeniem deficytu budżetowego – według wstępnych danych do 6% PKB – nie oznacza to jednak jeszcze oddłużania, a jedynie wolniejsze tempo przyrostu zadłużenia [MF, 2012].



Rysunek 3. Polska – budżet państwa, % PKB

Źródło: IMF Government Finance Statistics Database.



Rysunek 4. Meksyk – budżet państwa, % PKB

Źródło: CEPAL, Estudio económico de America Latina y el Caribe 2010–2011 s. 9.

W Meksyku podjęto próbę dostosowań budżetowych, obliczonych jednak na dłuższy czas (reforma emerytalna w stylu argentyńskim, objęcie podatkami szer-

szej grupy ludności), a w 2010 roku deficyt budżetowy w stosunku do PKB wzrósł. W pierwszym półroczu 2011 roku deficyt budżetowy wzrósł w wyrażeniu realnym w stosunku do pierwszego półrocza 2010 roku o 27,6% [SHCP, 2011]. Niemały wpływ na to miały malejące dochody z eksportu ropy naftowej². W drugiej połowie 2011, roku w wyniku wzrostu cen ropy oraz dzięki drastycznemu ograniczeniu wydatków na cele socjalne, udało się zmniejszyć deficyt budżetowy do 2,5% PKB [SHCP, 2012].

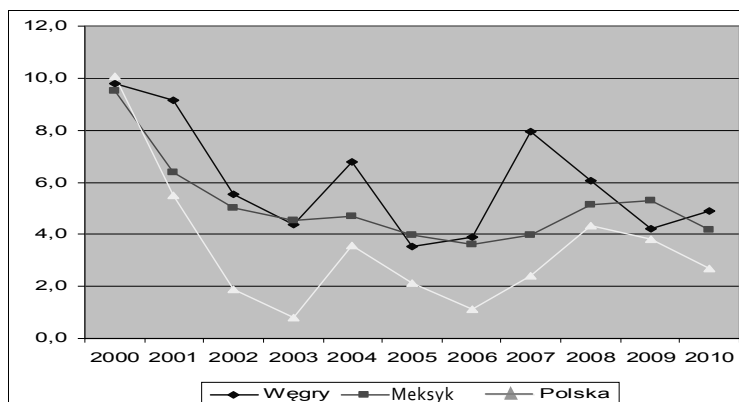
Jak widać, kryzys finansowy doprowadził w omawianych krajach do zwiększenia rozmiarów deficytu budżetowego, a podstawową przyczyną tego stanu było zwiększanie wydatków publicznych w stosunku do PKB. Przez drastyczne cięcia budżetowe udało się nieco poprawić stan finansów publicznych, jednakże nie w stopniu wystarczającym dla oddłużenia krajów. Nie wdając się w ocenę racjonalności cięć budżetowych w warunkach naciągającej recesji [Łaski et.al, 2010] dla potrzeb niniejszego opracowania wystarczy stwierdzić, iż mimo znacznych wysiłków zmniejszenie obciążenia kosztami obsługi długu publicznego w omawianych krajach nie nastąpi w wyniku dostosowań budżetowych.

Inną drogą ku oddłużeniu jest zmniejszenie realnych kosztów obsługi zadłużenia publicznego przez przyzwolenie na przyspieszoną inflację. Można by się więc spodziewać, że w badanych krajach w czasie kryzysu odstąpi się od polityki antyinflacyjnej.

W Polsce okresy zmniejszonego obciążenia długiem publicznym pokrywają się z okresami nieco większej inflacji (2000, 2004, 2007). Jednakże nie zawsze przyspieszenie inflacji ma ten efekt – tak stało się w roku 2008. Podobne zjawisko można obserwować w pierwszej połowie 2011 roku [MF, 2011]. Zarówno na Węgrzech, jak i w Meksyku obciążenie długiem publicznym zmniejszało się w okresie gdy malała inflacja, w przypadku pierwszego kraju w latach 2000 i 2001, w przypadku drugiego w latach 2001–2007. Można więc stwierdzić, że inflacji nie wykorzystywano jako narzędzia „oddłużania”.

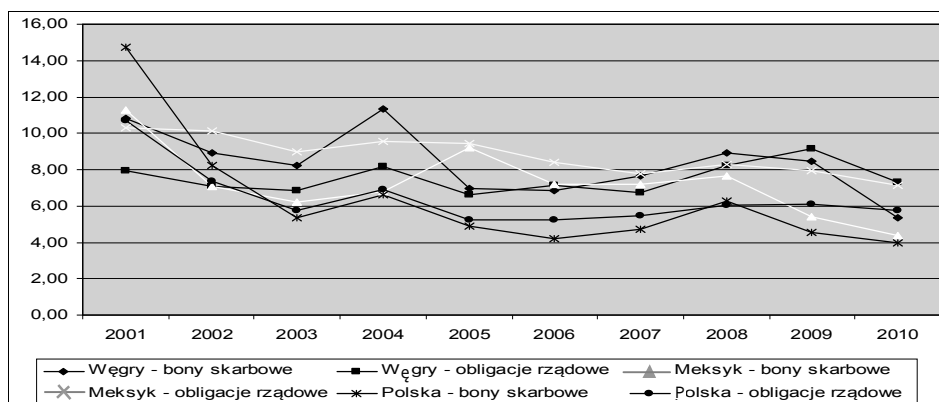
Mimo zwiększenia relacji zadłużenia publicznego do PKB w ostatnim okresie – po wybuchu kryzysu finansowego – trzem krajom udało się lokować rządowe papiery dłużne na rynkach finansowych przy malejących stopach procentowych. W Meksyku i na Węgrzech w tym samym czasie odnotowano ogólne obniżenie stopy procentowej, lecz w Polsce jej nieznaczne podwyższenie. Wobec tego należy rozważyć, czy uzyskanie relatywnie korzystnych warunków finansowania zadłużenia publicznego po części nie było efektem zastosowania „represji finansowych”.

² Wydobyciem, przetwórstwem i dystrybucją ropy naftowej zajmuje się państwowy od 1938 roku PEMEX i jego zyski wspierają budżet państwa. Niestety, wydobycie ropy naftowej w ostatnich latach gwałtownie maleje.



Rysunek 5. Zmiany cen konsumpcyjnych (rok do roku, %)

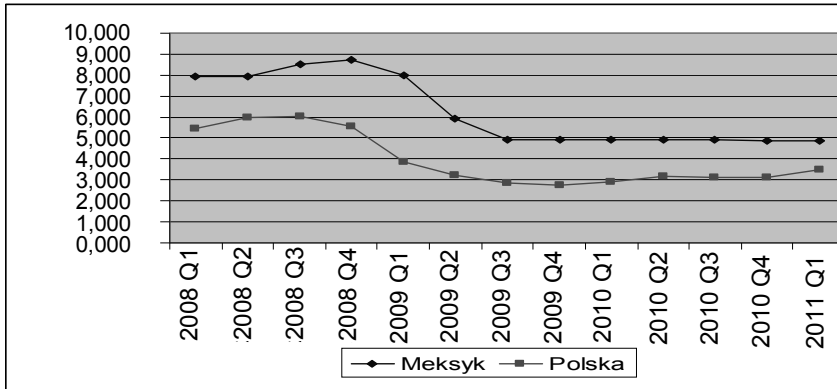
Źródło: IMF, International Financial Statistics Database.



Rysunek 6. Oprocentowanie rządowych papierów dłużnych (%)

Źródło: IMF, International Financial Statistics Database.

Na Węgrzech od połowy 2010 roku nowy rząd podjął szereg posunięć, mających na celu zmniejszenie deficytu budżetowego, ale także odnoszących się do swobody rynków finansowych. Nie podpisano nowych porozumień z MFW. Zmniejszono płace w sektorze publicznym, w tym wynagrodzenie prezesa banku centralnego. Wprowadzono liniowy podatek dochodowy na poziomie 16%, czyli niższy od wcześniej obowiązujących, natomiast obłożono nowymi podatkami inwestycje finansowe i sektor energetyczny. Z tego tytułu rząd spodziewa się dochodów rządu 850 mln USD rocznie. Od listopada 2010 roku wstrzymano transfery składek emerytalnych do odpowiednika polskich OFE. Prezydent Viktor Orban obiecał obniżenie podatku CIT do 10% do 2013 roku, jak też zapowiedział dalsze ograniczenie samodzielności banku centralnego.

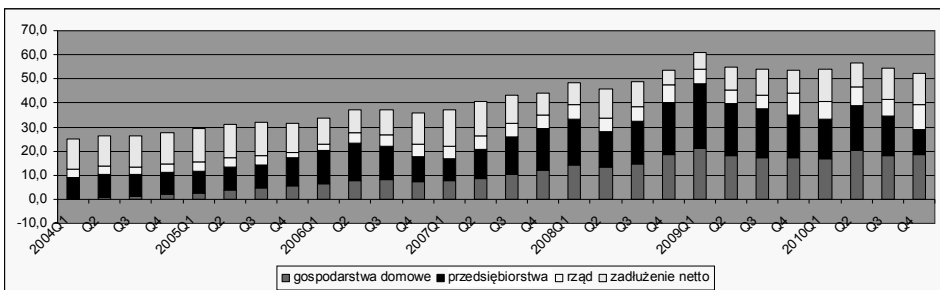


Rysunek 7. Rynkowe stopy procentowe w okresie kryzysu (% w skali rocznej)

Źródło: IMF, International Financial Statistics Database.

Niestety, zamiast spodziewanego ożywienia gospodarczego, ze wzrostem PKB na poziomie 3%, w pierwszym półroczu 2011 odnotowano jedynie 1,5% wzrost PKB w stosunku do pierwszego półroczu 2010. W dodatku gospodarka węgierska, zwłaszcza sektor gospodarstw domowych, dotkliwie odczuwają aprecjację franka szwajcarskiego, gdyż głównie w tej walucie zaciągano kredyty hipoteczne. Łączną sumę kredytów zaciągniętych we frankach szwajcarskich szacuje się na 20% PKB. By złagodzić konsekwencje aprecjacji franka rząd węgierski wprowadził mechanizm umożliwiający zakup franków na spłatę kredytów hipotecznych po kursie preferencyjnym [Hungarian Economic Watch, 2011].

Według wstępnych danych węgierskiego banku centralnego tendencja do zmniejszania zagranicznego zadłużenia publicznego – zewnętrznego finansowania deficytu budżetowego – utrzymała się także w pierwszym półroczu 2011 roku [MNB, 2011].



Rysunek 8. Węgry – zadłużenie zagraniczne netto (% PKB)

Źródło: Magyar Nemzeti Bank Database.

W Meksyku po załamaniu gospodarczym w 2009 roku podjęto zdecydowane działania mające na celu sanację sytuacji, polegające głównie na zwiększeniu ściągalności podatków poprzez uszczelnienie systemu informacji o płatnikach. W 2010 roku zdecydowanie ograniczono zewnętrzne finansowanie długu publicznego, o 60%, przy równoczesnym wzroście zadłużenia publicznego o 33% [SHCP, 2011].

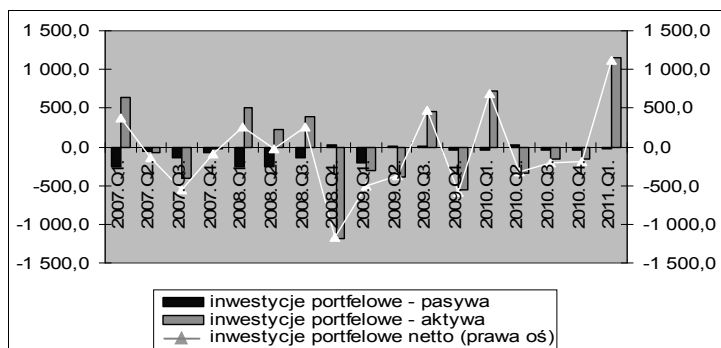
Rząd polski poszedł za przykładem Węgier i czasowo ograniczył transfer środków do OFE. Wobec podobnych jak na Węgrzech problemów związanych z aprecjacją franka szwajcarskiego wprowadzono ograniczenia administracyjne spreadu oraz ułatwiono pozyskiwanie franków szwajcarskich po niższym kursie (aczkolwiek nie dofinansowywanym przez państwo, jak na Węgrzech, a jedynie pozyskiwanych na rynku walutowym). Po okresie obniżania stóp procentowych NBP (2009–2010) Rada Polityki Pieniężnej od początku 2011 roku nieznacznie podwyższyła ich poziom [NBP, 2011].

Jednym z charakterystycznych dla polskiego rynku skarbowych papierów dłużnych zjawisk jest, iż niemal połowa ich zasobu acz dominowana w złotych, znajduje się w posiadaniu podmiotów zagranicznych. Jest to zapewne skutek pozytywnej oceny sytuacji gospodarki Polski na tle innych gospodarek Unii Europejskiej.

ZEWNĘTRZNE FINANSOWANIE DŁUGU W CZASIE KRYZYSU

Czy wobec takiego stanu finansów publicznych podmioty zagraniczne są skłonne inwestować w papiery dłużne wymienionych krajów?

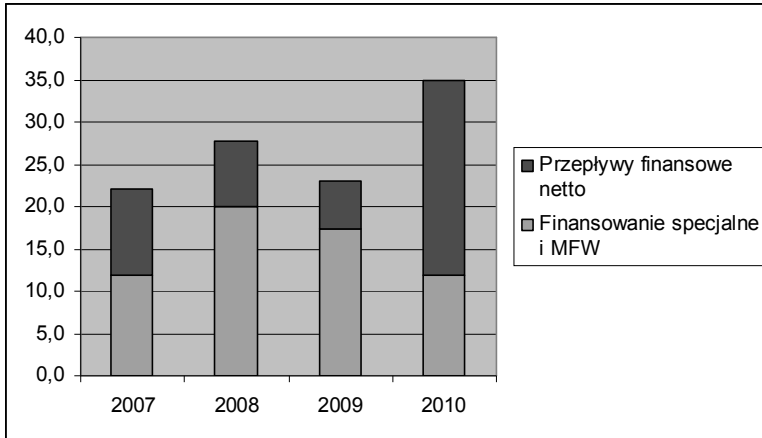
Stagnacja gospodarcza na Węgrzech w latach 2007 i 2008 oraz kryzys roku 2009, jak też zmiany polityczne skutecznie zniechęciły inwestorów zagranicznych do inwestycji na węgierskim rynku papierów dłużnych. Pewien napływ kapitału portfelowego odnotowano dopiero w I kwartale 2011 roku, kiedy nieco wyklarował się program gospodarczy nowego rządu, a sytuacja Węgier na tle innych wysoce zadłużonych krajów europejskich okazała się nie być aż tak złą.



Rysunek 9. Węgry – inwestycje portfelowe (mld forintów)

Źródło: Magyar Nemzeti Bank Database.

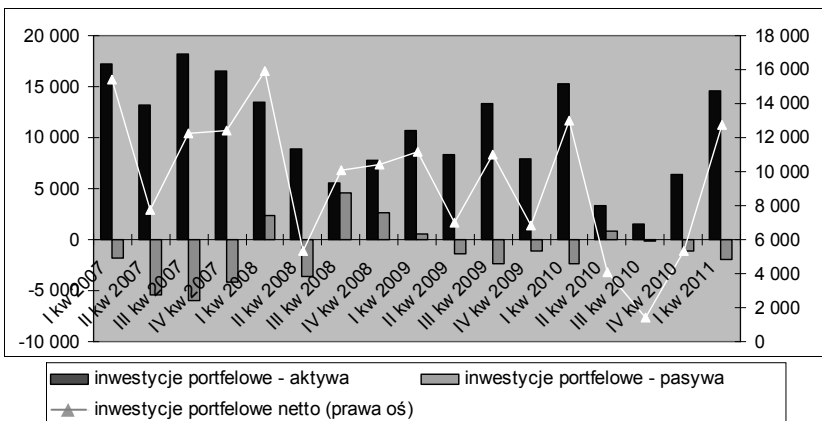
Gwałtowne załamanie gospodarcze w 2009 roku w Meksyku doprowadziło do zahamowania napływu kapitału portfelowego do Meksyku. Kraj ten mógł liczyć głównie na pomoc ze strony instytucji międzynarodowych, jednakże poprawa koniunktury, jak też stanu finansów publicznych, pozwoliły na powrót kapitałów do Meksyku.



Rysunek 10. Meksyk – obroty finansowe netto (mld USD)

Źródło: IMF Database.

W przypadku Polski mamy do czynienia z wyraźnym zahamowaniem napływu środków portfelowych w drugim i trzecim kwartale 2010 roku. Trudno je tłumaczyć czynnikami natury gospodarczej, gdyż w tym momencie nie było drastycznych zmian natury ekonomicznej, nie brakowało natomiast wątpliwości co do stabilizacji systemu politycznego.



Rysunek 11. Polska – inwestycje portfelowe w Polsce (mln PLN)

Źródło: NBP, Bilans płatniczy. Internetowy serwis informacyjny...

PODSUMOWANIE

Doświadczenia trzech krajów na zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego, których gospodarki są jednak w różnym stopniu obciążone zadłużeniem publicznym wskazują, iż w okresie kryzysu ciężar finansowania zadłużenia publicznego przeniesiony zostaje na rynek wewnętrzny. Specyficzna sytuacja wystąpiła w Polsce, gdzie dług publiczny finansowany jest w walucie krajowej, co pozwala uniknąć ryzyka kursowego, znajduje się jednak w poważnej mierze w posiadaniu podmiotów zagranicznych. Uzyskuje się to nawet wbrew podstawowym założeniom systemu gospodarczego. Wydaje się też, że stan finansów publicznych – przynajmniej tak długo, jak długo nie grozi kataklizmem – w małym stopniu wpływa na dostępność zagranicznego kapitału portfelowego. Napływ zagranicznych inwestycji portfelowych zdaje się być raczej uwarunkowany koniunkturą gospodarczą, od której skądinąd zależy stan finansów publicznych. Nie bez znaczenia jest też sytuacja finansów publicznych w innych krajach, na którym to tle nawet sytuacja Węgier, nie mówiąc już o Meksyku czy Polsce, wydaje się nieomal sielankowa.

LITERATURA

- Aizenman J., Jinjarak Y., Park D., 2011, *Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010*, “NBER Working Paper” nr 17502.
- Comision Economica para America Latina y El Caribe, <http://websie.eclac.cl/sisgen/ConsultaIntegrada.asp?idAplicacion=6&idTema=214&idioma>.
- Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
- Fratzscher M., 2011, *Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Crisis*, “NBER Working Paper” nr 17357.
- Hungarian Economic Watch, www.hungarianeconomicwatch.blogspot.com
- International Monetary Fund, <http://elibrary-data.imf.org>
- Łaski K., Osiatyński J., Zięba J., 2010, *Mnożnik wydatków rządowych i szacunki jego wielkości dla Polski*, „Materiały i studia” NBP nr 246/2010.
- Magyar Nemzeti Bank, http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok
- Ministerstwo Finansów 2012, *Finanse publiczne w Polsce w okresie kryzysu*.
- Ministerstwo Finansów 2011, *Informacja kwartalna o sytuacji makroekonomicznej i stanie finansów publicznych*, sierpień.
- Narodowy Bank Polski www.nbp.pl
- Reinhart C.M., Sbrancia M.B., 2011, *The Liquidation of Government Debt*, “NBER Working Paper” nr 16893, march.
- Secretaria de Hacienda y Credito Publico, www.api.shcp.gob.mx
- Yilmaz Akyuz, 2011, *Capital Flows to Developing Countries In Historical Perspective: will the Current Boom End with a Bust?*, “South Center Research Paper”, march.

Streszczenie

W opracowaniu przedstawiono drogi obniżania kosztów obsługi zadłużenia publicznego oraz ich potencjalne oddziaływanie na możliwości korzystania z finansowania zewnętrznego, a następnie doświadczenia w tym zakresie trzech krajów – Polski, Meksyku i Węgier – w czasie ostatniego światowego kryzysu finansowego.

Doświadczenia trzech krajów na zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego, których gospodarki są jednak w różnym stopniu obciążone zadłużeniem publicznym wskazują, iż w okresie kryzysu ciężar finansowania zadłużenia publicznego przeniesiony zostaje na rynek wewnętrzny. Uzyskuje się to nawet wbrew podstawowym założeniom systemu gospodarczego, stosując tzw. represje finansowe. Wydaje się też, że stan finansów publicznych – przynajmniej tak długo, jak długo nie grozi kataklizmem – w małym stopniu wpływa na dostępność zagranicznego kapitału portfelowego. Napływ zagranicznych inwestycji portfelowych zdaje się być raczej uwarunkowany koniunkturą gospodarczą, od której skądinąd zależy stan finansów publicznych.

Public Finances and Economic Opportunities for External Financing*Summary*

The paper presents the ways of public debt servicing costs reduction and their consequences on handling with external finance. The experiences of three countries – Poland, Mexico and Hungary during the recent global financial crisis are studied in details.

The experience of three countries at similar level of economic development, and with different public debt burden shows that public debt burden is transferred to the internal market during the crisis. This is achieved even against the basic fundamentals of economic system, using the so-called financial repression. It also seems that the position of public finances – at least as long as it does not threaten disaster – in small extent affect the availability of foreign portfolio capital. The inflow of foreign portfolio investment seems to be rather conditioned by the economic performance, which otherwise depends on the state of public finances.