



# OSPODARKA NARODOWA

7-8  
(215-216)  
Rok XX  
lipiec-sierpień  
2009

Jerzy OSIATYŃSKI\*

## Strategia makroekonomiczna Polski w warunkach światowego kryzysu\*\*

### Strategia rządu

Rządowy program przeciwdziałania spowolnieniu gospodarczemu jest w istocie pakietem zacieśnienia fiskalnego, któremu towarzyszą: stabilizowanie sektora bankowego, środki wspomagające sektor przedsiębiorstw przez wzrost limitu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa, ulgi inwestycyjne dla nowych firm oraz przyspieszenie inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej, a także inne działania mające na celu liberalizację i likwidację przepisów utrudniających prowadzenie działalności gospodarczej<sup>1</sup>. Jednak wiele tych działań wprowadzano jeszcze przed przeniesieniem się skutków światowego kryzysu finansowego na sferę gospodarki realnej, albo w związku z kryzysem sektora instytucji finansowych, i w samym w rządowym *Planie stabilności i rozwoju* (dalej PSR) niewiele jest działań adresowanych bezpośrednio do kwestii związanych z przewidywanym, znacznym spadkiem aktywności sektora przedsiębiorstw.

---

\* Autor jest pracownikiem Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2009 r.

\*\* Główne tezy tego artykułu były przedstawione na III Konwersatorium NBP i INE PAN: „Jak podtrzymać wzrost gospodarczy w Polsce w warunkach globalnego kryzysu?” oraz na „Forum Bankowym 2009”, odpowiednio 5 i 11 marca 2009 r.; jego fragmenty ukazały się w *Rzeczpospolitej*, 22 marca 2009.

<sup>1</sup> Zob. *Plan stabilności i rozwoju – wzmocnienie gospodarki Polski wobec światowego kryzysu finansowego*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, 30 listopada 2008, [http://www.mf.gov.pl/\\_files/\\_aktualnoci/2008/12/plan\\_stabilnosc\\_i\\_rozwoju.pdf](http://www.mf.gov.pl/_files/_aktualnoci/2008/12/plan_stabilnosc_i_rozwoju.pdf),

Pod tym względem PSR różni się zasadniczo od programów przeciwdziałania recesji gospodarczej głównie poprzez instrumenty ekspansji fiskalnej i wspierania popytu wewnętrznego w obliczu gasnącego popytu zagranicznego, a także przez bezpośrednie wsparcie dla budownictwa mieszkaniowego, przemysłu samochodowego i innych „wrażliwych” i znaczących gałęzi gospodarki (USA, wiele „starych” krajów członkowskich Unii Europejskiej, Japonia). Choć w polskim planie tworzy się pozory zwiększenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w 2009 r., jednak – podobnie jak na Litwie, w Łotwie i Estonii oraz w Czechach i na Węgrzech – receptą na gwałtowne zahamowanie aktywności gospodarczej ma być w istocie zacieśnienie fiskalne (vide rządowy program oszczędności w wydatkach budżetowych na kwotę blisko 10 mld zł) wraz ze wspomnianymi narzędziami z arsenału „ekonomii podaży” – żadnych eksperymentów z ekspansją fiskalną czy ze wzrostem ingerencji państwa w gospodarkę, niższe (dzięki temu?) stopy procentowe i potaniecie kosztów kredytu dla sektora przedsiębiorstw (zwłaszcza sektora SME), wspomagane zwiększonymi poręczeniami i gwarancjami Skarbu Państwa, dalsze ułatwienia w sferze regulacyjnej i podatkowej dla przedsiębiorców, a poza tym „kryzys musi się wyszumieć” i nie należy nie doceniać jego „twórczej destrukcji”.

Wśród działań na rzecz wzrostu gospodarczego PSR wyróżnia zwiększenie popytu konsumpcyjnego i popytu inwestycyjnego. Co do tego pierwszego uważa się, że **„w wyniku realizowanych w latach 2008 i 2009 działań, w 2009 r. w kieszeniach obywateli pozostanie – w porównaniu z 2007 r. – ponad 35 mld zł więcej, z czego tylko 5,2 mld zł obejmuje wyłącznie podatników z II i III przedziału skali podatkowej”** (PSR, s. 7, podkr. oryginału). Twierdzenia te w kontekście zmian dynamiki gospodarczej od strony popytu w 2009 r. są mylące. W 2008 r., dzięki obniżeniu na początku roku składki rentowej, w gospodarstwach domowych pozostało 19,9 mld zł. Ta zmiana popytu znalazła odzwierciedlenie w zagregowanym rachunku zmian popytu w 2008 roku i w roku 2009 r. już nie wystąpi. To samo dotyczy ulgi na wychowanie dzieci (5,4 mld zł). Z reklamowanej w PSR kwoty 35 mld zł w 2009 r. na zmiany popytu będzie więc wpływać tylko wprowadzenie od 1 stycznia dwustopniowej skali podatku dochodowego od osób fizycznych (8 mld zł) oraz efektywnej obniżki podatku VAT (2 mld zł).

Wpływ na globalny popyt redukcji obciążeń gospodarstw domowych podatkiem PIT będzie jednak negatywny. Nie jest to bowiem zmniejszenie obciążeń podatkowych przy zachowaniu na niezmiennym poziomie wydatków budżetowych, ale przy niezminionej wielkości deficytu, a więc – *ceteris paribus* – przy ograniczeniu wydatków państwa o analogiczną wielkość. Jednak państwo wydaje wszystko, co podatnikom zabiera (a nawet więcej, jeżeli ma deficyt), podczas gdy część naszych dochodów oszczędzamy. Na ogół tym większą, im większe są nasze dochody nominalne. Załóżmy, że gospodarstwa domowe w I przedziale podatkowym oszczędzają 10% dochodów, natomiast w II i III razem 25% dochodów. Wtedy przesunięcie 8 mld zł siły nabywczej od budżetu państwa do budżetu gospodarstw domowych spowoduje wzrost ich wydatków tylko o 6,4 mld zł.

Tak więc, gdyby nie popytowe skutki obniżki efektywnej stawki VAT (uchwalonej zresztą w ogóle bez związku z kryzysem gospodarczym), globalny popyt gospodarstw domowych wskutek samej obniżki PIT by się zmniejszył. Zwiększył się on dzięki waloryzacji rent i emerytur w 2009 r., ale tę waloryzację trudno uznać za narzędzie rządu specjalnie wymyślane dla łagodzenia skutków światowego kryzysu gospodarczego przeniesionych do Polski.

W zakresie popytu inwestycyjnego ważnym elementem jego wzmocnienia ma być przyspieszenie realizacji inwestycji współfinansowanych z funduszy UE. Niezależnie od trudności związanych z realizacją tych projektów (w tym z ograniczonymi możliwościami „przerobowymi” Banku Gospodarstwa Krajowego oraz ograniczeniami w dostępie samorządów i innych podmiotów do kredytowania tych projektów tak w części nakładów własnych, jak i tylko prefinansowanych), te działania rządu nie skompensują jednak redukcji wydatków inwestycyjnych prywatnych ani nie wypełnią jej i tak ograniczane inwestycje publiczne inne niż unijne. Program rządu nie zapobiegnie więc spadkowi łącznego popytu inwestycyjnego w 2009 r.

Jakie od strony globalnego popytu będą „ciągnione” skutki ograniczenia wydatków budżetowych o blisko 10 mld zł zapowiedziane przez rząd celem utrzymania zaplanowanej na 2009 r. wielkości deficytu budżetowego? Wskutek dochodowego efektu redukcji wydatków rządu nastąpi redukcja rozmiarów produkcji i zatrudnienia najpierw w firmach wytwarzających dobra i usługi nabywane przez rząd, a więc i wpływów podatkowych (PIT od zwolnionych pracowników, CIT od firm, które zamiast zysków przynoszą straty i VAT – gdyż nie ma sprzedaży), a następnie redukcja inwestycji i konsumpcji w firmach i gospodarstwach domowych dotkniętych tymi pierwszymi redukcjami wydatków rządowych – w skali określonej przez mechanizm mnożnika. Jednocześnie wystąpi wzrost wydatków na zasiłki, pomoc społeczną itp.

Czy oszczędności w wydatkach rządowych zapewnią uwolnienie części „globalnego zasobu oszczędności” dla potrzeb sektora przedsiębiorstw i dla gospodarstw domowych i czy z kolei takie zacieśnienie fiskalne – poprzez redukcję stóp procentowych – pobudzi inwestycje i przyspieszy wzrost produkcji i zatrudnienia? Gdyby decyzje inwestycyjne zależały tylko od dostępnych oszczędności, to w fazie kryzysu stopy procentowe należałoby zwiększać, skłaniałoby to bowiem do wzrostu oszczędności. Tymczasem, słusznie, banki centralne w obliczu kryzysu stopy referencyjne obniżają, co ma prowadzić do obniżenia kosztu zewnętrznego finansowania się firm kredytem. Jednak w warunkach recesji nawet realnie ujemne stopy procentowe nie zawsze mogą pobudzić nowe inwestycje. Kiedy rynki zbyt się kurczą i perspektywy przyszłych zysków są wątpliwe, strona kosztowa analizy rentowności inwestycji mniej waży niż niepewność co do możliwości zyskowej sprzedaży produkcji z nowych inwestycji. Ponadto kiedy, jak w Polsce, sektor małych i średnich przedsiębiorstw aż w 70% finansuje się środkami własnymi, a tylko w 17-18% kredytem, skuteczność tego instrumentu pobudzania koniunktury musi być ograniczona.

## Strategia ekspansji fiskalnej i szacunek mnożnika impulsu fiskalnego w Polsce

W odróżnieniu od Polski i innych nowych krajów członkowskich UE, USA, Japonia, oraz wiele „starych” krajów członkowskich UE wyjścia z kryzysu szuka w polityce ekspansji fiskalnej, nawet kiedy – jak Niemcy – się od tego oficjalnie odzęgnują. Kiedy w rezultacie kryzysu finansowego i powszechnego ograniczenia kredytowania sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych przez banki następuje gwałtowna utrata zagranicznych rynków zbytu i grozi spadek wewnętrznego popytu konsumpcyjnego, wskutek czego także inwestycje prywatne się kurczą, kraje te przez ekspansję wydatków na inwestycje publiczne i na wspomaganie konsumpcji dążą do wypełnienia ubytku globalnego popytu wydatkami finansowanymi z deficytu budżetowego. Zgodnie z mechanizmem mnożnikowym przedstawionym przez „pewnego nieżyjącego już ekonomistę” (w istocie przez dwóch już nieżyjących, światowej sławy ekonomistów, bowiem autor tej – w intencji lekceważącej – frazy najwyraźniej zapomniał, że obok Johna Maynarda Keynesa współautorem teorii efektywnego popytu był Michał Kalecki), ten dodatkowy impuls fiskalny w warunkach niepełnego zatrudnienia i niewykorzystanych zdolności produkcyjnych zapewni większy od pierwotnego impulsu fiskalnego przyrost produkcji i zatrudnienia, a przez to i przyrost dochodów podatkowych.

Jakiej wielkości mnożnika przyrostu wydatków rządu można oczekiwać w Polsce? Mnożnik ten, odnoszący się do przyrostu autonomicznych wydatków rządu (a także do wzrostu autonomicznych prywatnych inwestycji) jest odwrotnością sumy współczynników „wycieków” popytu krajowego, tj. stopy oszczędności prywatnych, stopy importochłonności krajowej produkcji finalnej oraz stopy opodatkowania netto w stosunku do PKB.

Rozmiary oszczędności prywatnych od strony ich wykorzystania są sumą prywatnej akumulacji brutto (tj. różnicy między akumulacją brutto ogółem i inwestycjami publicznymi brutto), nadwyżki eksportowej oraz deficytu sektora finansów publicznych. Stopa prywatnych oszczędności jest zaś relacją tej sumy do wielkości PKB. Stopę oszczędności prywatnych w 2008 r. GUS szacuje na 18,5%, a Komisja Europejska na 18,7%<sup>2</sup>.

Importochłonność PKB (tj. relacja importu ogółem do PKB) w 2008 r. wyniosła 43,5% a relacja eksportu do PKB blisko 40%<sup>3</sup>. Od łącznej importochłonności PKB musimy jednak potrącić importowy wsad artykułów eksportowanych. W ocenie Instytutu Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur importochłonność produkcji eksportowej w Polsce w 2008 r. wyniosła blisko 60%<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Zob. [http://www.stat.gov.pl/gus/5840\\_3825\\_PLK\\_HTML.htm](http://www.stat.gov.pl/gus/5840_3825_PLK_HTML.htm), oraz *Statistical Annex of the European Economy*, Autumn 2008, s. 207.

<sup>3</sup> Zob. GUS, Produkt krajowy brutto w 2008 r., [http://www.stat.gov.pl/gus/5840\\_1338\\_PLK\\_HTML.htm](http://www.stat.gov.pl/gus/5840_1338_PLK_HTML.htm), tab. 3a., przeliczenia własne.

<sup>4</sup> W oparciu o dane dla VII grupy towarowej SITC (artykuły inwestycyjne i środki transportu) Jan Przystupa, szacuje importochłonność eksportu na 0,7 (zob. „Scenariusze na niepokodę”, *Nowe Życie Gospodarcze*, 4 maja 2009 r.). Podobnie wysoka jest importochłonność przemysłu

Przy relacji eksportu do PKB w 2008 r. wynoszącej 40%, eksport zawierałby w sobie około 24% całego importu ( $0,6 \times 0,4$ ). Z kolei przy relacji importu do PKB w 2008 r. równej 43,5%, relacja wsadu importowego do pozostałej części PKB wynosiłaby 19,5 procent (43,5-24%).

Wreszcie w szacowanej wielkości mnożnika trzeba uwzględnić stopę opodatkowania netto, tj. relację do PKB różnicy między dochodami krajowymi sektora finansów publicznych z tytułu podatków, składek i innych opłat (tj. bez dochodów z UE i innych zagranicznych środków bezzwrotnych oraz bez zysków NBP) a pieniężnymi transferami na rzecz gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Dochody krajowe sektora finansów publicznych wyniosły 492,7 mld zł, transfery socjalne (emerytury i renty oraz zasiłki socjalne) wyniosły 203,2 mld zł, a dotacja do zadań gospodarczych 5,1 mld zł<sup>5</sup>, zaś według wspomnianego już komunikatu GUS w 2008 r. PKB osiągnął 1271,7 mld zł. Wobec tego stopa opodatkowania netto wyniosła 22,4 procent.

Suma wszystkich „wycieków” mnożnikowych wyniosła więc w 2008 r.  $0,185 + 0,195 + 0,224 = 0,604$  procent PKB. W rezultacie wielkość mnożnika można szacować na około 1,66. Tak więc w warunkach niepełnego wykorzystania czynników produkcji (i pod nieobecność bariery nierównowagi na rachunku bieżącym bilansu płatniczego) każdy dodatkowy złoty wydatku z budżetu państwa generowałby około 1,66 zł przyrostu dochodu narodowego, a co za tym idzie około 0,66 zł dodatkowych wpływów do sektora finansów publicznych. I odwrotnie – każda redukcja wydatków budżetowych o 1 zł pociągałaby za sobą zmniejszenie dochodu narodowego o około 1,66 zł i wobec tego redukcję dochodów sektora finansów publicznych o około 0,66 zł. Efekt netto tej oszczędności wynosiłby więc tylko 34 grosze.

Zważywszy, że współczynniki decydujące o wielkości mnożnika są wolnozmennymi funkcjami czasu, z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że jego wielkość w 2009 r. i w roku następnym tylko nieznacznie będzie się różnić od naszego przybliżonego szacunku.

### **Krytyka strategii ekspansji fiskalnej i kontrargumenty**

Strategia fiskalnej ekspansji jako narzędzia walki z osłabieniem koniunktury podlega w Polsce ostrej krytyce, która w części wynika z niezrozumienia jej mechanizmu i założeń leżących u jej podstaw, w części zaś ze względów doktrynalnych.

Pierwszym argumentem krytycznym jest to, że oszczędności potrzebne do sfinansowania zwiększonych wydatków budżetowych uszczuplają sumę oszczędności, z której mogą korzystać przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Wobec

---

motoryzacyjnego. Brak tablic przepływów międzygałęziowych dla ostatnich lat uniemożliwia jej wycieszenie dla całego eksportu, ale zdaniem ekspertów Instytutu niewiele odbiega ona od 0,6.

<sup>5</sup> Zob. Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2008 r., Omówienie, Rada Ministrów, Warszawa 2009, tablica 6, <http://www.mf.gov.pl/index.php?const=5&dzial=36&wysw=2&sub=sub1>

tego, nawet pomijając już to, że państwo z definicji wydaje mniej efektywnie niż przedsiębiorcy czy indywidualni konsumenci, globalne wydatki nie zwiększą się, a więc nie zwiększą się także rozmiary produkcji i zatrudnienia.

Argument ten jest błędny. Kiedy rozpatrujemy skutki zwiększenie każdych wydatków – tak prywatnych inwestycji, jak wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych czy wydatków państwa – jak długo w gospodarce powszechnie panuje niepełne wykorzystanie zdolności wytwórczych i siły roboczej, tak długo – zgodnie z mechanizmem mnożnika – ten wzrost wydatków będzie prowadził do wzrostu płac i zysków, a wskutek tego także do wzrostu oszczędności, które są funkcją wielkości dochodów. Co prawda przyrost krajowych oszczędności będzie o tyle mniejszy od przyrostu deficytu, o ile wzrośnie popyt netto na towary sprowadzane z zagranicy, tj. o wielkość dodatkowej nadwyżki importowej (nazywanej niekiedy importem zagranicznych oszczędności), jednak wydatki finansowane z deficytu budżetowego w znacznej części „finansują się same” przez to, że tworzą dodatkowe krajowe i zagraniczne dochody, z których oszczędności zapewniają ich sfinansowanie.

Z argumentem o przejmowaniu na finansowanie deficytu budżetowego oszczędności, które w przeciwnym razie byłyby dostępne dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, łączy się porównywanie pożądanego w kryzysie postępowania rządu z postępowaniem gospodarstw domowych. Kiedy nasze dochody się kurczą, musimy oszczędzać. Nie zarabiam, zasiłek dla bezrobotnych jest kilkakrotnie mniejszy niż była moja płaca, muszę więc zmniejszyć wydatki. To samo robią inni, których dochody się zmniejszyły lub którzy się tego obawiają. Tak samo powinno postępować państwo.

Ta analogia jest jednak fałszywa. Kiedy ktoś traci pracę i wskutek tego ogranicza wydatki, ich redukcja jest mikroskopijnie mała w stosunku do wszystkich wydatków w gospodarce, więc jej wpływ na poziom popytu globalnego można pominąć. Jeżeli jednak w fazie osłabienia koniunktury wszyscy ograniczymy nasze wydatki konsumpcyjne, to o tyle samo zmniejszy się produkcja i zatrudnienie w sektorze dóbr konsumpcyjnych, zaś w obliczu kurczących się rynków zbytu przedsiębiorcy ograniczą inwestycje. Producenci samochodów nie zwiększą swoich inwestycji tylko dlatego, że ograniczając wydatki ktoś zrezygnuje z kupna samochodu i to samo zrobi jeszcze kilkanaście tysięcy osób. W mechanizmie gospodarki rynkowej nie ma też żadnej automatycznej transmisji tak zwiększonych oszczędności jednych w zwiększone wydatki inwestycyjne innych. W istocie taka redukcja wydatków w całej gospodarce prowadzi nie do zwiększenia oszczędności, ale do redukcji konsumpcji i dochodu narodowego.

Strategię fiskalnej ekspansji uważa się także za nieskuteczną, a to dlatego, że za „sztuczne” pobudzenie koniunktury trzeba będzie w przyszłości zapłacić jeszcze głębszym kryzysem. Zamiast bowiem ozdrowieńczego wymuszenia przez kryzys restrukturyzacji lub wprost eliminacji nieefektywnych przedsiębiorstw, wytwarzających po najwyższych kosztach (na tym polega „twórcza destrukcja” kryzysu u Schumpetera, który ten termin wymyślił) – łagodzenie „twardego ograniczenia budżetowego” tylko odsuwa się w czasie i tak konieczne i bolesne przystosowania.

Argument ten w jakimś stopniu jest prawdziwy; łagodzenie przebiegu kryzysu ten proces eliminacji najdroższych i najmniej efektywnych producentów osłabia. Jednak – jak to wyraźnie obrazują zmiany w sektorze polskich przedsiębiorstw w ostatnich latach, okres dobrej koniunktury (zwłaszcza po akcesji do Unii Europejskiej) wykorzystywały one właśnie do modernizacji i konkutowania nie ceną, ale jakością produktu i jego nowoczesnością, także za cenę bardzo silnego wzrostu importowanych technologii i półproduktów, finansowanego najczęściej zagranicznymi kredytami. Wskutek obecnego kryzysu ich inwestycje modernizacyjne zostały wstrzymane i wielu z tych firm grozi upadłość. Kryzys nie służy więc tylko wymuszonej restrukturyzacji, także ją hamuje.

O nieskuteczności strategii fiskalnej ekspansji ma też świadczyć brak pozytywnych wyników dotychczas wydanych pieniędzy. Argument ten jest nieprzekonujący. Kroki mające zastąpić kurczące się rynki zbytu w kraju i za granicą ekspansją wydatków rządu są podejmowane dopiero od niedawna, w miarę przenoszenia się konsekwencji kryzysu finansowego na sektor niefinansowy. Z oceną skutków tych działań wypada się jednak wstrzymać co najmniej przez dwa-trzy kwartały. Jeżeli na ujawnienie skutków zacieśnienia polityki fiskalnej czy pieniężnej należy czekać kilka kwartałów, to dlaczego skutki ekspansji fiskalnej miałyby wystąpić niemal natychmiast po ich wprowadzeniu?

Jeżeli finansowane z deficytu inwestycje publiczne miałyby polegać – jak w latach trzydziestych ub. wieku – na budowie dróg i autostrad, to – zwracają uwagę krytycy takich inwestycji – dzisiaj ich budowa wymaga specjalistycznego sprzętu i wykwalifikowanej siły roboczej a ani jednego, ani drugiego nie mamy w nadmiarze. Dlaczego jednak przy zastoju na rynku budownictwa mieszkaniowego i inwestycyjnego ma to przekreślać wydatki publiczne na remonty szkół, państwowych placówek służby zdrowia, komisariatów, urzędów pocztowych i podobnych obiektów użyteczności publicznej?

Kolejnym argumentem mającym przemawiać przeciwko polityce ekspansji fiskalnej w fazie kryzysu jest wynikające stąd obciążanie długiem publicznym przyszłych pokoleń, które będą musiały go spłacać. Przyszłym pokoleniom zostawiamy jednak nie tylko dług, ale i skarbowe papiery wartościowe oraz odsetki, które ich właściciele corocznie otrzymują. Przy około 33 mld zł przeznaczonych na obsługę długu w 2009 r. i przy proporcji finansowania kosztów jego obsługi zgodnej z załącznikiem 3 do ustawy budżetowej na 2009 r. w rękach krajowych posiadaczy papierów skarbowych pozostanie przeszło 28 mld zł samych tylko odsetek od tego długu. Przyjmując że państwo jest instytucją trwałą, która nie może zbankrutować wobec swoich krajowych wierzycieli, argument o obciążaniu przyszłych pokoleń wydaje się wątpliwy.

Oczywiście można się troszczyć o to, że podatki na obsługę długu publicznego muszą płacić wszyscy, zaś beneficjentami przychodów od papierów skarbowych są głównie osoby lepiej zarabiające. Ta troska skłaniałaby co najmniej do opowiedzenia się za utrzymaniem progresji w opodatkowaniu dochodów osobistych i za utrzymaniem „podatku Belki” (którego zniesienie oznaczałoby ponadto dyskryminację przedsiębiorców w stosunku do rentierów). W każdym jednak razie tym konsekwencjom w rozkładzie dochodu narodowego trzeba

przeciwstawić konsekwencje dla podziału dochodu narodowego wynikające z wyższego bezrobocia, gdyby polityki ekspansji fiskalnej nie stosować. Wybór czy z tej polityki korzystać i w jakimś stopniu godzić się na związane z nią nierówności w rozkładzie kosztów i obciążeń, czy raczej godzić się na nierówności wynikające z wyższej stopy bezrobocia, nie daje się rozstrzygnąć na gruncie teorii ekonomii. Nie wydaje się jednak, aby właśnie troską o nierówności w rozkładzie kosztów i korzyści finansowanie długu publicznego kierowali się krytycy strategii fiskalnej ekspansji.

Z argumentem o ciężarze obsługi długu wiąże się jeszcze jeden, a mianowicie, że strategia ekspansji fiskalnej i wzrostu deficytu budżetowego oraz idący w ślad za tym wzrost potrzeb pożyczkowych brutto, pogorszą oceny wiarygodności Polski. To zaś wywoła taki dodatkowy wzrost oprocentowania papierów skarbowych, a przez to kosztów obsługi całego długu, który z powodzeniem może przewyższyć początkowy wzrost deficytu<sup>6</sup>. Chociaż nie przedstawiono uzasadnienia liczbowego dla tego wniosku ani założeń, na których się ono opiera, to punkt ten ma znaczenie krytyczne.

### **Kiedy ekspansja fiskalna jest niebezpieczna?**

Polska nie jest jedynym krajem odrzucającym strategię ekspansji fiskalnej. Wśród nowych krajów członkowskich UE odrzucają ją także Estonia, Łotwa, Litwa, Węgry, Czechy oraz Rumunia i Bułgaria. W każdym przypadku kluczowe znaczenie mają ograniczenia związane z możliwościami sfinansowania dodatkowego długu państwa za granicą, z sytuacją w bilansie płatniczym oraz z potencjalnymi zmianami ratingu długu tych krajów.

Analizując przypadek Polski, dla uproszczenia pomińmy przychody z prywatyzacji i ze środków Unii Europejskiej, a także rezerwę na ewentualny wcześniejszy wykup zadłużenia. Wtedy w 2009 r. na łączną sumę blisko 176 mld zł krajowego i zagranicznego finansowania potrzeb pożyczkowych brutto sektora finansów publicznych aż 134 mld zł ma pochodzić z finansowania krajowego, którego zwiększenie w pewnym przedziale bynajmniej nie musi prowadzić do gwałtownego wzrostu kosztów obsługi, a tylko niespełna 42 mld zł ma zostać sfinansowane za granicą<sup>7</sup>. W tym świetle – biorąc pod uwagę m.in. założony w budżecie wzrost dochodów gospodarstw domowych, utratę zainteresowania lokowaniem oszczędności w funduszach inwestycyjnych a także przyrost środków na rachunkach OFE – zwiększenie potrzeb pożyczkowych państwa samo w sobie bynajmniej nie musi nieodwołalnie prowadzić do niekontrolowanego wzrostu kosztów obsługi długu publicznego.

Nie powinno to nas jednak uspokajać. Mimo stosunkowo niewielkiego udziału finansowania zagranicznego potrzeb pożyczkowych państwa, właśnie

<sup>6</sup> Na koniec 2008 r. państwowy dług publiczny wyniósł blisko 600 mld zł. Wzrost oprocentowania papierów skarbowych o jeden punkt procentowy oznacza wzrost kosztów jego obsługi długu o 6 mld zł.

<sup>7</sup> Zob. Ustawa budżetowa na 2009 rok, Dz.U. z dn. 23 stycznia 2009 r. nr 10, poz. 58, załącznik 3.



to finansowanie może się okazać czynnikiem niepozostawiającym przestrzeni dla strategii ekspansji fiskalnej. Możliwości sprzedaży polskich instrumentów dłużnych na zagranicznych rynkach są bowiem wyznaczone także przez zagraniczne zadłużenie sektora niefinansowego oraz gospodarstw domowych. A to zadłużenie w ostatnich czterech latach silnie rośnie. Szacuje się, że całe zadłużenie zagraniczne Polski na koniec 2008 r. wyniosło 184 mld euro, a w 2009 r. może osiągnąć 196 mld euro (przy spadku udziału sektora finansów publicznych w tym długu z przeszło 50% do około 1/3). Jednocześnie w ciągu ostatnich czterech lat o 10 punktów procentowych zmniejszył się udział długu długoterminowego do 70%, co dodatkowo zwiększa potrzeby pożyczkowe brutto całej polskiej gospodarki.

Ten przyrost zadłużenia jest jednym ze skutków wysokich stóp procentowych w Polsce od lat przewyższających stopy w krajach wysoko rozwiniętych. Jeżeli polskie gospodarstwa domowe od lat szerokim strumieniem korzystały z kredytów hipotecznych zaciąganych we frankach szwajcarskich, to przecież nie ze szczególnego upodobania do szwajcarskiego sera czy czekolady, ale dlatego że od lat koszty obsługi tych kredytów były znacznie niższe niż kredytów denominowanych w złotych. I w niejednym przypadku, mimo obecnego osłabienia kursu złotego, nadal kredyty w CHF są tańsze niż w PLN. Takim samym rachunkiem opłacalności kierowali się przedsiębiorcy. Udzielane dziś lekcje, że „kredyty należy zaciągać w walucie, w jakiej się zarabia” – często przez te same osoby, których decyzje prowadziły do tak znacznej różnicy między stopami w Polsce i UE, i które zarazem przykazywały kierowanie się elementarnym rachunkiem opłacalności – wydają mi się raczej przejawem taniego dydaktyzmu niż próbą wyjaśnienia przyczyn tego wzrostu zadłużenia.

Co więcej, trwale wyższe niż w „starych” krajach UE stopy procentowe przyciągały inwestycje kapitałowe, które nie tylko ułatwiały równowagę chronicznego deficytu bilansu handlu zagranicznego oraz akumulację zagranicznych rezerw walutowych, ale ponadto prowadziły do stałej aprecjacji złotego, co dodatkowo poprawiało rentowność lokat zagranicznego kapitału, zarazem zaś pogarszało rentowność eksportu i uzależniało równowagę na rachunku bieżącym bilansu płatniczego od napływu zagranicznego kapitału. W tę strategię walki z inflacją zaporowo wysokimi stopami procentowymi było wpisane otwarcie gospodarki na systemowe ryzyko pogarszania się sytuacji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i odpływu rezerw w miarę sukcesu w obniżaniu inflacji i redukcji różnic w stopach procentowych w Polsce i za granicą oraz kryzysu finansowego w razie osłabienia złotego. Oba ryzyka właśnie się materializują.

Powinno to nas skłonić do zmiany dość lekkomyślnego podejścia do niektórych pozycji rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Kompensowanie trwałego deficytu w bilansie handlu zagranicznego wpływami z prywatyzacji, bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi czy inwestycjami portfelowymi nie po raz pierwszy okazuje się nie tylko drogie, ale w latach kryzysu bardzo niepewne i grożące zachowaniu zdolności regulowania zagranicznych zobowiązań. „Rodowe srebra” można sprzedać tylko raz, zagraniczny inwestor łatwo może

dzisiaj przenieść swoją fabrykę do innego kraju, a przepływy kapitału (pod nieobecność „podatku Tobina” lub podobnych ograniczeń) postępują natychmiast za zmianami stóp procentowych i kursów walut. Z tego punktu widzenia wejście do strefy euro dzięki obniżeniu stóp procentowych będzie chronić przed napływem krótkoterminowego kapitału nastawionego na krótki zysk i wykluczy aprecjację krajowego pieniądza, która z kolei szkodzi eksportowi. O poprawie bilansu handlu zagranicznego od strony eksportu decydować będzie wtedy jego konkurencyjność produktowa oraz jednostkowe koszty pracy.

We wspomnianych już nowych krajach członkowskich UE sytuacja jest bez porównania trudniejsza. Relacje deficytu na rachunku bieżącym do PKB i całego zadłużenia zagranicznego do PKB w latach 2007 i 2008 w nowych krajach członkowskich naszego regionu przedstawiono w tabelicy 1. Jak widać, ich sytuacja dalej się pogarsza. Deprecjacja walut wielu spośród tych krajów spowodowała gwałtowny wzrost kosztów obsługi zadłużenia denominowanego w obcych walutach oraz osłabienie zdolności dalszej obsługi tych długów przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Nic więc dziwnego, że wysokie deficyty na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i wysokie zagraniczne zadłużenie (w relacji do PKB) wielu z tych krajów nie pozostawiają przestrzeni dla strategii ekspansji fiskalnej.

Tabela 1

**Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego i zadłużenie zagraniczne w nowych krajach członkowskich UE z Europy Środkowej i Wschodniej na koniec 2008 r. (w % PKB)**

Kraj	Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego o		Zadłużenie zagraniczne	
	2007	2008	2007	2008
Bułgaria	-21,60	-24,4	91,8	107,6
Czechy	-3,2	-3,1	35,7	38,8
Estonia	-16,2	-9,2	113,1	120,2
Litwa	-7,1	-11,6	70,7	71,3
Łotwa	-23,4	-13,2	133,1	127,1
Polska	-4,0	-5,5	46,5	50,6
Rumunia	-14,3	-12,6	52,2	53,4
Słowacja	-4,7	-5,4	52,7	57,2
Słowenia	-4,1	-5,9	78,9	105,3
Węgry	-4,6	-7,8	88,1	106,0

Źródło: dane dla 2007 r. – WITW, *Current Analyses and Forecast*, nr 3, February 2009; dane dla 2008 r. – NBP, *20 lat po upadku gospodarki socjalistycznej*, <http://www.nbp.pl/badania/konferencje/2009/transformacja/statistics.pdf>, s. 10 i 11

Co więcej, w krajach, gdzie kurs krajowego pieniądza jest sztywno powiązany z dolarem lub euro (kraje nadbałtyckie, Bułgaria), sytuacja jest jeszcze trudniejsza, gdyż w warunkach recesji utrzymanie sztywnego kursu wymaga głębszego fiskalnego zacieśnienia ze wszystkimi skutkami dla spadku produkcji

i zatrudnienia (prognozowany przez Komisję Europejską spadek PKB w 2009 r. wynosi od 10,3% w Estonii i 11% na Litwie, do 13,1% na Łotwie (i spadku o 1,6% w Bułgarii)<sup>8</sup>, co dodatkowo wpływa na oceny tych krajów przez agencje ratingowe, a przez to na koszty obsługi długu). Podobnie jak sztywne powiązanie kursu waluty działa dążenie do spełnienia fiskalnych warunków kryteriów z Maastricht, które wymaga tym głębszych redukcji wydatków publicznych, im głębsza recesja. W obawie przed jeszcze głębszymi i długotrwałymi redukcjami rozmiarów produkcji i zatrudnienia w przypadku jednych i drugich krajów wysuwane są argumenty za porzuceniem sztywnego powiązania kursu waluty z euro (czy dolarem) i-lub za odroczeniem terminu wejście do strefy euro<sup>9</sup>.

## Wnioski

Środki podjęte przez NBP i rząd pod ciśnieniem światowego kryzysu finansowego były adekwatne tak do zagrożeń związanych z możliwością przeniesienia do Polski destabilizacji systemu bankowego, paniki bankowej i utraty zdolności przeprowadzania przez system bankowy rozliczeń z jednej strony, jak i do stosunkowo dobrego stanu polskiego sektora bankowego z drugiej strony. Natomiast dotychczasowy program rządu przeciwdziałania skutkom kryzysu w sektorze gospodarki realnej w Polsce może budzić wątpliwości.

Ograniczenie działań rządu tylko do takich instrumentów jak zwiększenie puli gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa, ulgi inwestycyjne dla nowozakładanych firm oraz selektywne wsparcie inwestycji w energetyce, w odnawialnych źródłach energii, w infrastrukturze teleinformatycznej i w badaniach naukowych, źle rokują w zestawieniu z rozmiarami spadku inwestycji, dochodu narodowego i zatrudnienia. Także redukcje stóp referencyjnych NBP nie poprawią aktywności inwestycyjnej, i to nie tylko dlatego, że mało się odbijają w oprocentowaniu kredytów w bankach, ale także dlatego, że w Polsce, jak już wspomniano, sektor przedsiębiorstw finansuje się przede wszystkim ze środków własnych.

Jednym ze skutków kryzysu finansowego była powszechna utrata zaufania. Nie tylko banków między sobą czy banków do klientów i vice versa, ale przedsiębiorców do ich obecnych i przyszłych możliwości sprzedaży, pracowników – co do pewności zatrudnienia i jego warunków, klientów przedsiębiorstw i banków – co do ich rzeczywistych możliwości finansowych i ich własnej zdolności kredytowej. Stąd (a także w rezultacie utraty aktywów przez sektor przedsiębiorstw i przez gospodarstwa domowe), załamanie sprzedaży, utrata zagranicznych rynków zbytu i przeniesienie kryzysu bankowego na kryzys w sektorze niefinansowym i w całej gospodarce. Wobec tego dla przywrócenia

<sup>8</sup> Są to prognozy z końca czerwca 2009 r., zob. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>. Według szacunków NBP spadek PKB w I kw. 2009 r. osiągnął 18,6% na Łotwie, blisko 10,9% na Litwie i 15,6% w Estonii (zob. [http://www.nbp.pl/publikacje/nms/nms\\_05\\_09.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_05_09.pdf), Aneks statystyczny, tab. 1).

<sup>9</sup> Zob. m.in. Jerzy Hausner i Mirosław Gronicki, „Polityka gospodarcza w kryzysie”, *Gazeta Wyborcza*, 24 listopada 2008 r.

normalnego zakresu kredytowania i powstrzymania recesji konieczne jest przywrócenie zaufania „wszystkich do wszystkich”: banków – co do wypłacalności potencjalnych kredytobiorców; przedsiębiorców – co do przyszłej zdolności do spłaty dziś zaciągniętych zobowiązań; a więc co do przyszłych możliwości zbytu i cen; gospodarstw domowych – także co do zdolności do spłat zaciągniętych kredytów, a więc co do pewności zatrudnienia i płac.

Obrana przez rząd strategia raczej fiskalnego zacieśnienia niż fiskalnej ekspansji ze względu na efekty dochodowe redukcji wydatków z jednej strony i wzrostu wydatków na osłony socjalne z drugiej strony w każdym razie prowadzi do zwiększenia deficytu i długu publicznego w wielkościach absolutnych i w relacji do PKB, bez względu na deklaracje rządu o nieprzekraczalności wielkości przyjętych w ustawie budżetowej. Wybór między utrzymaniem deficytu na tym poziomie z jednej strony lub jego tzw. nieodpowiedzialnym przekroczeniem z drugiej strony jest moim zdaniem alternatywą fałszywą. Rzeczywisty wybór dotyczy tego, czy będziemy mieli większy deficyt wskutek wtórnych efektów ograniczania wydatków, tj. ograniczenia rozmiarów produkcji i zatrudnienia, dochodów przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, a wobec tego dalej dochodów budżetowych, czy wskutek tego, że przez dodatkowe wydatki finansowane z deficytu uda się nam chociaż częściowo ochronić produkcję, zatrudnienie oraz dochody firm i pracowników, a przez to i wpływy budżetowe. Nie trzeba dodawać, że oceny agencji ratingowych będą też inne w przypadku gospodarki pogrążającej się w długotrwałej recesji niż gospodarki, która z niej wychodzi.

Podsumowując, alternatywą nie jest dziś to czy deficyt budżetowy uda się utrzymać na planowanym poziomie, czy też będzie od niego wyższy, ale to czy w każdym razie wyższy deficyt będzie skutkiem przede wszystkim dostosowania gospodarki na drodze redukcji wydatków i postępującego w ślad za tym zmniejszania się rozmiarów produkcji, dochodów i zatrudnienia, czy też będzie on skutkiem zwiększenia wydatków państwa celem osłabienia skutków recesji i szybszego z niej wyjścia. Jeżeli zaś tak, to kluczowe znacznie mają pytania, czy dla polityki fiskalnego pobudzenia koniunktury jest w ogóle przestrzeń od strony jej wpływu na koszty obsługi długu zagranicznego Polski i o ile deficyt można zwiększyć, aby nie wpaść w pułapkę gwałtownie rosnących kosztów obsługi i utracenia wiarygodności na światowych rynkach finansowych. Odpowiedź na te pytania wymaga szczegółowych rachunków i symulacji różnych scenariuszy rozwoju. Dopiero takie wyliczenia powinny być podstawą decyzji co do wyboru strategii.

Takie wyliczenia mogą jednak prowadzić do wniosku, że mimo deficytu na rachunku bieżącym na koniec 2008 r. wynoszącego tylko (aż!) 5,5% PKB a całego długu zagranicznego tylko (aż!) 50,6% PKB, także w Polsce nie mamy przestrzeni dla strategii fiskalnej ekspansji, już to ze względu na wysokość naszego deficytu na rachunku bieżącym i-lub długu zagranicznego, już to ze względu na strukturę tego długu, tj. wysoki i rosnący udział zadłużenia krótkoterminowego. W tym ostatnim przypadku za dopuszczenie w minionych latach do zwiększenia o 10 punktów procentowych udziału kredytów krótkotermino-

wych w całości zadłużenia zagranicznego Polski dziś płacilibyśmy dodatkowo wysoką cenę. W niedostatecznym stopniu korzystaliśmy z kredytów EBRD, Europejskiego Banu Inwestycyjnego czy Banku Światowego, a dług finansowaliśmy emisją papierów wartościowych, droższych i o krótszych terminach zapadalności. Trzeba było z tych kredytów korzystać od lat, kiedy było o nie łatwiej. Obecnie, nawet po radykalnym zwiększeniu ich wolumenu dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej, będzie o nie trudniej. Uruchomienie nowej pożyczki EBI dla Polski, w wysokości 3,5-4 mld euro w 2009 r. na finansowanie projektów infrastrukturalnych, jest dobrym sygnałem zmiany tej polityki.

Dotychczasowa retoryka rządu, kategorycznie odzégnującego się od polityki fiskalnej ekspansji, rozmija się trochę z jego praktyką. Znajduje się bowiem w niej miejsce i na interwencyjne wspieranie ze środków publicznych kredytowania budownictwa mieszkaniowego i przejmowanie części zobowiązań przejściowo niewypłacalnych dłużników, i na wspierane zatrudnienia w firmach tracących płynność, i na inne działania. Nie kwestionując bynajmniej ich pożytku, nie zmieniają one jednak ogólnego kierunku realizowanej polityki zaciesnienia fiskalnego.

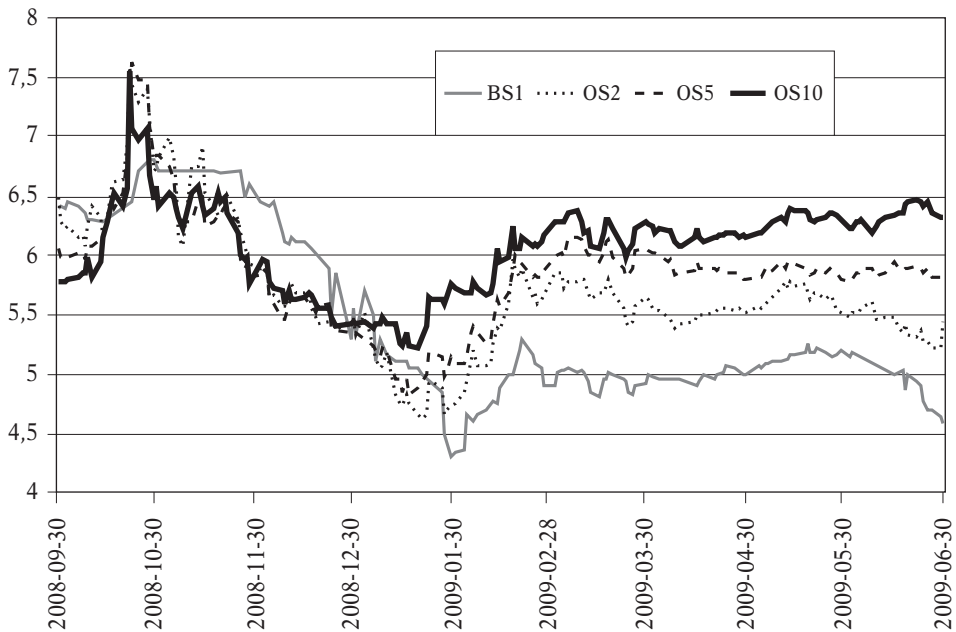
Co więcej, wykonanie budżetu po pierwszych pięciu miesiącach 2009 r. może podważać opinię rządu co do nieuniknionego wzrostu rentowności skarbowych papierów wartościowych (dalej SPW) w przypadku zwiększenia wielkości deficytu sektora finansów publicznych. Jak już wspomnieliśmy, na zaplanowane w budżecie na 2009 r. około 176 mld zł krajowego i zagranicznego finansowania potrzeb pożyczkowych brutto 134 mld zł ma pochodzić z finansowania krajowego. Po pierwszych pięciu miesiącach całoroczne finansowanie krajowe samego tylko budżetu państwa (zaplanowane na 12,6 mld zł) zostało wykonane w wysokości 15,2 mld zł, tj. w blisko 121%<sup>10</sup>. Przyjmijmy dla uproszczenia, że krajowe finansowanie budżetu państwa jest proporcjonalne do krajowego finansowania łącznych potrzeb finansowych brutto oraz że finansowanie to jest równo rozłożone w czasie. Wtedy po pięciu miesiącach krajowe finansowanie deficytu budżetowego powinno wynieść niespełna 42% jego rocznego finansowania, czyli około 6,3 mld zł, o prawie 9 mld mniej niż wyniosło. Ani założenie proporcjonalności, ani równomiernego rozkładu kosztów obsługi zadłużenia w ciągu roku nie są bardzo realistyczne, ale w świetle przywołanej informacji Ministerstwa Finansów dość wiarygodną wydaje się teza, że w tych pięciu miesiącach sprzedano na rynku krajowym o kilka miliardów więcej SPW niż to w ustawie budżetowej zakładano. Czy rzeczywiście wywołało to gwałtowny wzrost rentowności SPW?

Wykres krzywych rentowności wybranych, typowych SPW, tj. 52 tygodniowych bonów skarbowych oraz dwu-, pięcio- i dziesięcioletnich obligacji skarbowych, w pierwszych sześciu miesiącach 2009 r. takiej tezy bynajmniej nie potwierdza. Przeciwnie, raczej wskazuje, że zwiększenie w pewnym przedziale

<sup>10</sup> Zob. Ministerstwo Finansów, Szacunkowe dane o wykonaniu budżetu państwa za okres styczeń – maj 2009 r., [http://www.mf.gov.pl/\\_files/\\_budzet\\_panstwa/szacunkowe\\_wykonanie\\_budzetu/2009/szacunki\\_v\\_2009.pdf](http://www.mf.gov.pl/_files/_budzet_panstwa/szacunkowe_wykonanie_budzetu/2009/szacunki_v_2009.pdf).

rozmiarów deficytu bynajmniej nie musi prowadzić do gwałtownego wzrostu kosztów jego obsługi. Tezy o nieuniknionym wzroście rentowności SPW lokowanych na rynku krajowym zdaje się nie potwierdzać także Ministerstwo Finansów w informacji o finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto w I kwartale 2009 r. Według tej informacji wyniosło ono 50,6 mld zł i odbywało się głównie przez sprzedaż na rynku krajowym SPW o wartości 37,4 mld zł<sup>11</sup>. Gdyby i w tym przypadku założyć równomierny w czasie rozkład finansowania, to w I kw. zaawansowanie finansowania byłoby na około 3,5 mld zł powyżej średniej kwartalnej. Jednak rentowność SPW na rynku krajowym, jak informuje Ministerstwo Finansów, było w tym czasie pod wpływem zupełnie innych czynników. „Na początku I kwartału nastąpił spadek rentowności w wyniku dokonanych i oczekiwanych obniżek stóp procentowych (zarówno w Polsce, jak i na rynkach bazowych) będących reakcją na spowolnienie gospodarcze oraz słabnącą presję inflacyjną. Następnie okresowo nastąpił wzrost rentowności wywołany głównie deprecjacją złotego oraz wzrostem awersji do ryzyka. Nastąpiło również zmniejszenie oczekiwań rynkowych na obniżki stop procentowych przez RPP”<sup>12</sup>.

Wykres 1. Krzywe rentowności wybranych SPW w okresie wrzesień 2008 – czerwiec 2009 r.



Źródło: Reuters

<sup>11</sup> Zob. Ministerstwo Finansów, Informacja kwartalna o sytuacji makroekonomicznej i stanie finansów publicznych, czerwiec 2009 r., [http://www.mf.gov.pl/\\_files/\\_raporty\\_analazy\\_statystyki/informacja\\_kwartalna/kwartalna\\_06\\_publicacja\\_czerwiec0609.pdf](http://www.mf.gov.pl/_files/_raporty_analazy_statystyki/informacja_kwartalna/kwartalna_06_publicacja_czerwiec0609.pdf), s. 13.

<sup>12</sup> Ibidem.

Gdyby jednak mimo wszystko okazało się, że przestrzeń dla strategii fiskalnej ekspansji rzeczywiście jest bardzo ograniczona (nie mamy jeszcze informacji o wykonaniu potrzeb pożyczkowych brutto po pięciu miesiącach, co może istotnie wpływać na zmiany rentowności SPW w dalszej części roku) lub że mimo jej istnienia rząd się na nią nie zdecyduje, to zapowiadane przez rząd działania antykrzysowe ani wspomniane działania *ad hoc* nie wystarczą dla zahamowania spadku dynamiki gospodarczej w Polsce i jego przełamanie nadejdzie dopiero jakiś czas po poprawie koniunktury w najwyższej rozwiniętych krajach Unii Europejskiej, a zwłaszcza w Niemczech. Zważywszy, że w założeniach makroekonomicznych do projektu budżetu na 2010 r. przyjmuje się wzrost PKB w całym 2009 r. tylko w wysokości 0,2% (przy wzroście o 0,8% w I kw. 2009 r.), zaś na 2010 r. tylko na poziomie 0,5% PKB, nie kwestionując bynajmniej realizmu tego ostatniego wskaźnika można stąd wyprowadzić wniosek, że albo rząd w istocie liczy się z dość znacznym spadkiem PKB w 2009 r., rzędu 1,5-2,0 PKB, albo z długotrwałą stagnacją gospodarczą.

W każdym jednak razie od wielu lat za zbyt wysokie stopy procentowe w Polsce i wynikający stąd wzrost zagranicznego zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, znaczny napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego, przewartościowany złoty i wynikające stąd pogarszanie się bilansu handlu zagranicznego, przyjdzie teraz płacić dłuższym i głębszym osłabieniem dynamiki gospodarczej, być może recesją. Może się jednak okazać, że dla ekspansji fiskalnej jest miejsce, i – prowadzona wraz z racjonalizacją wydatków publicznych – pozwoli ona na szybsze wyjście z dzisiejszych trudności.

## **POLAND'S MACROECONOMIC STRATEGY AT A TIME OF GLOBAL CRISIS**

### **S u m m a r y**

Different countries have followed different policies to deal with the latest world economic crisis. While Poland and other new member countries of the European Union have tightened their fiscal policies and applied various instruments of supply-side economics, the United States, Japan and many old EU member countries have employed a fiscal expansion policy. This policy is based on a GDP multiplier effect and therefore a rise in general government revenues that follow increased government expenditure financed through increased public debt. Once the volume of potential fiscal expansion multiplier is estimated for the Polish economy in 2008 the key arguments of critics of the fiscal expansion strategy and counterarguments of its advocates are discussed.

In new EU member states, the paper argues, the ratio of the balance of payments current-account deficit to GDP and the ratio of foreign debt to GDP are the main factors that determine whether or not there is room for fiscal expansion in the economy. In the wake of the global financial crisis, these ratios increased dramatically in these countries, chiefly due to previously underestimated systemic risks implied in the applied strategies of vigorous combating inflation through high interest rates maintained for

many years in the new EU member countries. The disparity between domestic and foreign interest rates was largely responsible for continuous appreciation of their exchange rates that depressed competitiveness of exporters, increased foreign debt of businesses and households, and growing reliance on foreign capital investment as a way of balancing foreign trade deficits. All these risks materialized in the course of the present international financial crisis.

The author asks the question if there is room for a fiscal expansion policy in Poland and whether such a policy could lead to a sharp rise in yields of Treasury bills and bonds, and in the cost of public debt servicing. This question requires detailed calculations, he argues, and shows that although in the first five months of the year the domestic financing of the 2009 budget deficit was 121 percent of its whole year target, no major increase in Treasury security yields could be observed, which may mean that there is room for such a policy in Poland. However, the author concludes, should there be no room for fiscal expansion policy, the country could face a prolonged period of economic stagnation.

**Keywords:** global economic crisis, fiscal expansion, fiscal contraction, government expenditure multiplier, budget deficit, public debt, foreign debt