

Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski: komentarz makroekonomisty

The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland: A Macroeconomist's Remarks

Stanisław Gomułka*

Wstęp

Profesor Zyta Gilowska, jeszcze w roli Ministra Finansów, wyraziła niedawno opinię, że „Polska przedsiębiorczość ma dziś bardzo dobre warunki rozwoju. Są zagrożenia, ale mają one charakter zewnętrzny, są związane ze wzrostem cen paliw oraz kryzysem na rynku kredytów hipotecznych. Innych niebezpieczeństw nie widać”. („Rzeczpospolita” 31 X – 1 XI 2007 r., s. 1). Tę opinię uważam za błędną. Zauważmy, że duży wzrost cen paliw miał już miejsce w ostatnich dwóch latach i, z dobrze rozpoznanych powodów, nieznacznie wpłynął na gospodarkę światową. Pod tym względem mamy zasadniczą różnicę w porównaniu z dwoma latami po 1979 r., kiedy podobnie duży wzrost cen paliw istotnie spowodował silną stagflację.

W przypadku kredytów hipotecznych sytuacja jest jednak o tyle inna, że kryzys na tym rynku jest czymś dodatkowym w stosunku do bardziej ogólnych napięć i nierównowag makroekonomicznych w gospodarce światowej. Te napięcia i nierównowagi znacznie podnoszą ryzyko na rynkach finansowych i mogą mieć zauważalne negatywne skutki dla sfery realnej, szczególnie w USA. Będę jednak argumentował, że podstawowe zagrożenia dla gospodarki Polski w najbliższych latach mają charakter wewnętrzny.

Zanim przejdę do omawiania tych zagrożeń, chciałbym na początku odpowiedzieć na cztery pytania zadane członkom panelu przez przewodniczącego seminarium, profesora Alojzego Nowaka.

1. Turbulencja na rynkach finansowych i walutowych: jakie przyczyny i jakie możliwe reakcje banków centralnych?

Polityka makroekonomiczna w USA była w ostatnich kilku latach bardzo ekspansywna, może nawet procykliczna. Stopy procentowe były bowiem przez wiele lat wyjątkowo niskie, a deficyty budżetowe oraz obrotów bieżących – wysokie. W rezultacie nastąpił silny wzrost długu publicznego, przede wszystkim zagranicznego, oraz duży wzrost cen zasobów, takich jak akcje przedsiębiorstw oraz domy i mieszkania. Ponadto stopa bezrobocia spadła do historycznie niskiego poziomu 4,7%. W tej sytuacji pojawiło się ryzyko znacznego wzrostu inflacji. To ryzyko inflacyjne podtrzymywane jest umiarkowanym jeszcze wzrostem presji płacowej, silnym osłabieniem dolara oraz dużym wzrostem cen paliw i innych surowców. Amerykański bank centralny zareagował znacznym wzrostem stóp procentowych w okresie od 30 czerwca 2004 r. do 29 czerwca 2006 r., co z kolei wywołało niemal kryzys na rynku kredytów hi-

* London School of Economics and Political Science

potecznych. Wzrost ryzyka kredytowego spowodował z kolei wzrost rynkowych stóp procentowych. Federal Reserve Board (FRB) zareagował na to krokiem wstecz, obniżając swoje stopy podstawowe 18 września 2007 r. oraz zwiększając płynność w systemie bankowym, tak aby ściągnąć stopy rynkowe w dół, do poziomów zbliżonych do stopy bazowej.

2. Czy turbulencja na rynkach kredytów hipotecznych i walutowych może prowadzić do dużego kryzysu gospodarczego?

Na krótką metę dla FRB podstawowym celem wydaje się niedopuszczenie do dużej ogólnej depresji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Przy inflacji jeszcze umiarkowanej, około 2–3%, taki cel polityki monetarnej można uznać za właściwy. Jednak postępujące osłabienie dolara oraz ewentualny dalszy wzrost cen paliw i innych surowców mogą podnieść inflację CPI powyżej 4%. Taki wzrost inflacji może powstrzymać FRB przed dalszym rozluźnianiem polityki monetarnej. W perspektywie średniookresowej idealnym scenariuszem dla FRB byłoby prawdopodobnie umiarkowane spowolnienie wzrostu gospodarczego, czyli tzw. *soft landing*. Jednak po raz pierwszy od kilku lat pojawiło się też w Stanach Zjednoczonych ryzyko stagflacji.

W przypadku Europejskiego Banku Centralnego (ECB) oraz Banku Anglii podstawowym ryzykiem jest, sądzę, dalsze silne umocnienie się euro oraz funta wobec dolara. To ryzyko już powstrzymuje ECB przed dalszym podnoszeniem stóp, a w przypadku Banku Anglii możliwe jest nawet obniżenie stóp. Gospodarka UE jest generalnie dużo bliższa stanowi długookresowej równowagi niż gospodarka USA. Europa jest też mniej niż w przeszłości zależna od eksportu na rynki USA.

Nowym czynnikiem stabilizującym w gospodarce światowej, w porównaniu z sytuacją w 1980 r., są dynamicznie rozwijające się kraje typu *emerging markets*, szczególnie Chiny oraz Indie. Wzrost gospodarczy w tych krajach zależy głównie od czynników produkcyjnych, takich jak inwestycje w środki trwałe, importowana technologia i kapitał ludzki. Te źródła szybkiego wzrostu są jeszcze dalekie od wyczerpania. Z kolei od strony popytowej czynnikiem zasadniczym jest i pozostanie popyt wewnętrzny, a nie eksport netto. W tej sytuacji nawet znaczna depresja w USA może mieć całym ograniczony wpływ na te gospodarki, więc także na gospodarkę UE i, ogólniej, na gospodarkę światową.

3. Jakie są zagrożenia dla gospodarki Polski?

Ze względu na przynależność do UE Polskę zaczęły obowiązywać reguły Paktu Stabilności i Wzrostu. Ten fakt już spowodował spadek premii za ryzyko makroekono-

miczne. Dalszy spadek premii nastąpiłby w chwili przyjęcia przez Polskę wiarygodnego planu wejścia do strefy euro. Z powodu braku takiego planu Polska jest, sądzę, postrzegana przez inwestorów nadal jako *emerging economy* (EC).

Kraje typu EC można podzielić na dwie kategorie: (A) bezpieczne, z solidnymi fundamentami makroekonomicznymi (niska inflacja, niski dług publiczny i mały deficyt budżetowy, nadwyżka na rachunku bieżącym, waluta ze sporym potencjałem aprecjacyjnym) oraz (B) z podwyższonym ryzykiem. Polska należy w tej chwili do kategorii (A). Niemniej jednak istnieje duża niepewność dotycząca polityki fiskalnej w najbliższych latach. W znacznym stopniu zależnie od tej polityki Polska albo wejdzie do bezpiecznej strefy euro, albo znacznie przesunąć się w kierunku grupy B.

Przynależność do grupy A oznacza, że w przypadku perturbacji na amerykańskim rynku finansowym oczekiwałbym raczej dopływu kapitału portfelowego do Polski niż odpływu. Na krótką metę zagrożenia polskiej gospodarki perturbacjami zewnętrznymi są zatem niewielkie. Te zagrożenia byłyby niewielkie nawet wtedy, gdyby doszło do recesji w Stanach Zjednoczonych. Dla polskiej gospodarki najważniejszy jest bowiem rynek UE, a w Europie oczekujemy przecież kontynuacji umiarkowanie szybkiego i dość stabilnego wzrostu gospodarczego.

4. Jak się zabezpieczyć przed ujemnym wpływem perturbacji zewnętrznych?

Silne perturbacje zewnętrzne, jeśli nastąpią, mogą się przełożyć w Polsce na zwiększone wahania kursowe złotego i wyższe długoterminowe stopy procentowe. Tego typu skutki byłyby niewielkie, gdyby polska gospodarka nadal miała solidne fundamenty makroekonomiczne. Jednak ciągły brak reformy finansów publicznych, niejasne perspektywy takiej reformy w najbliższych latach, rosnący deficyt obrotów bieżących oraz rosnąca presja płacowo-cenowa to te czynniki wewnętrzne, które są głównymi źródłami znacznych zagrożeń dla stabilnego wzrostu gospodarczego Polski w najbliższych latach.

Jak się przed nimi zabezpieczyć?

A. Działania potrzebne w sferze polityki fiskalnej

Polska jako członek UE jest zobowiązana do utrzymania zrównoważonego budżetu w całym okresie cyklu koniunkturalnego, przy czym maksymalny deficyt budżetu nie powinien przekraczać 3% PKB. Taka zasada opiera się na założeniu, że w okresie słabszej koniunktury (spowolnienia wzrostu lub recesji) państwo może przejściowo wydawać więcej, niż wynoszą jego dochody, łagodząc w ten sposób osłabienie koniunktury. W okresie dobrej koniunktury budżet państwa powinien natomiast

osiągać nadwyżkę i zmniejszać zadłużenie, tak by w całym okresie cyklu saldo finansów publicznych się równoważyło lub przynajmniej nie następował znaczny wzrost zadłużenia.

Tymczasem w przyjętym przez rząd J. Kaczyńskiego projekcie budżetu na rok 2008 deficyt budżetowy sektora rządowego i samorządowego ma wynieść wg Ministerstwa Finansów 3,0% PKB, a wg Komisji Europejskiej nawet 3,2% PKB. Korekta rządu Tuska zmniejsza ten deficyt tylko o około 0,1% PKB. Wysoki deficyt budżetowy w warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oznacza prowadzenie tzw. procyklicznej polityki fiskalnej. Utrzymywanie wysokiego deficytu budżetowego w okresie dobrej koniunktury sprawia, że w chwili gdy koniunktura się pogarsza i pożyteczne byłoby stymulowanie popytu krajowego poprzez wzrost deficytu budżetowego, trzeba ten deficyt ograniczać, co powoduje pogłębienie procesów ograniczających wzrost. Tym samym tego typu polityka fiskalna zamiast łagodzić wahania koniunktury gospodarczej przyczynia się do zwiększenia skali tych wahań. Przy takiej procyklicznej polityce fiskalnej gospodarka rozwija się „zrywami” między kolejnymi „twardymi lądowaniami”. Ma to dobrze znane negatywne konsekwencje. Po pierwsze, „twarde lądowanie” oznaczałoby przynajmniej częściowo powrót do depresji z lat 2001–2002, z ponownym wzrostem bezrobocia i dużą liczbą bankructw firm. Po drugie, w sytuacji przedłużania się ekspansji fiskalnej pojawia się i stopniowo rośnie ryzyko kryzysu makrofinansowego, w postaci równoczesnego skoku inflacji, wzrostu stóp procentowych, osłabienia złotego, wzrostu długu publicznego i spadku wpływów budżetowych. Kryzys taki może nastąpić szczególnie w sytuacji, gdy mimo wysokiego i rosnącego deficytu na rachunku bieżącym rząd nie zdecyduje się szybko na redukcję deficytu budżetowego, a bank centralny spóźni się z zacieśnianiem polityki monetarnej.

W 2008 r. nie oczekuję zagrożenia takim kryzysem. Realna groźba realizacji kryzysowego scenariusza dotyczy już jednak lat 2010 i 2011, kiedy w odpowiedzi na silny wzrost inflacji i stóp procentowych może nastąpić spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Dla uniknięcia takiego rozwoju wydarzeń konieczne może być silne ograniczanie deficytu budżetowego w latach 2009–2010. Ograniczenie takie będzie musiało być tym większe, im silniejsze będzie stymulowanie fiskalne gospodarki w 2008 r.

B. Wejście do strefy euro

Wejście Polski do strefy euro będzie ważne z punktu widzenia szans na utrzymanie szybkiego i stabilnego wzrostu gospodarczego w perspektywie najbliższych 10–15 lat.

Dzięki wejściu do strefy euro Polska uzyskałaby dostęp do oszczędności zagranicznych przy niskich sto-

pach procentowych, eliminację ryzyka kursowego w relacjach handlowych i finansowych z większością krajów UE, większy napływ inwestycji zagranicznych oraz polisę ubezpieczeniową przeciw wahanom wiarygodności i niestabilności na rynkach finansowych.

Ostatnie dwa lata wyjątkowo sprzyjały realizacji strategii wejścia. Szybki wzrost umożliwiał bowiem spełnienie kryterium fiskalnego nawet bez programu dostosowawczego typu Plan Hausera. Wystarczyło powstrzymanie się od działań znacznie podnoszących wydatki publiczne i silnie obniżających dochody publiczne. W praktyce mieliśmy politykę dokładnie odwrotną, co skutkowało deficytem sektora finansów publicznych, według definicji UE, w skali 3–4% PKB. Ta polityka wymaga teraz korekty niezależnie od kwestii wejścia do strefy euro. Ponadto niski deficyt obrotów bieżących umożliwiał aprecjację złotego, a wysokie bezrobocie powodowało, że procentowy wzrost płac nie był nadmierny. Te dwa czynniki zapewniały niską inflację cen, co pozwalało Polsce na spełnienie, bezboleśnie, monetarnych kryteriów wejścia. Ponieważ kryteria fiskalne z Maastricht i tak Polskę zobowiązują, przyjęcie euro jest nie tylko możliwe i potrzebne, ale też nie będzie wymagało dodatkowych wyrzeczeń.

C. Zmiany instytucjonalne i instrumenty mikroekonomiczne

Oprócz przestrzegania właściwych zasad w polityce makroekonomicznej do utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego niezbędne jest wprowadzenie nowych instrumentów instytucjonalnych i mikroekonomicznych wspierających wzrost wskaźnika zatrudnienia oraz wzrost inwestycji. Takimi instrumentami są:

- szybkie usuwanie biurokratycznych barier działalności produkcyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstw,
- istotne poprawianie infrastruktury (drogi, lotniska, linie kolejowe), w dużym stopniu przez lepsze wykorzystanie środków z UE,
- zakończenie prywatyzacji i reprivatyzacji,
- działania na rzecz pobudzania aktywności zawodowej i powrót tych, którzy w ostatnich latach wyjechali za granicę.

Dla podtrzymania szybkiego wzrostu i niskiej inflacji duże znaczenie ma polityka stymulowania wzrostu podaży pracy. Liczba emerytów i rencistów w Polsce, na poziomie około 10 mln osób, jest tak duża, że realne jest jej zmniejszenie o około 0,5–1,0 mln poprzez zakończenie programu tzw. wczesnych emerytur, podwyższenie wieku emerytalnego kobiet i przegląd świadczeń rentowych. Drugą rezerwą podaży są powroty z zagranicy. W tym celu potrzebna będzie abolicja podatków od dochodów uzyskanych za granicą. Potrzebny będzie też program aktywizacji znacznej rezerwy znajdującej się jeszcze na wsiach i w małych miasteczkach.