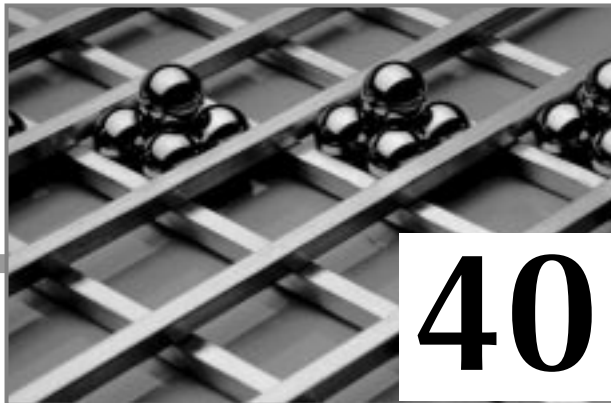


# ZESZYTY BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 2 0 0 0

## PERSPEKTYWY GOSPODARKI ŚWIATOWEJ I POLSKIEJ PO KRYZYSIE ROSYJSKIM



**BRE BANK SA**



**Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i BRE Bank SA

Opracowanie tekstów: Krystyna Olechowska

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

DTP: SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca:

Fundacja Naukowa CASE, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca:

BRE Bank SA, 00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w maju 1999 r. Nakład 600 egz.

## SPIS TREŚCI

Od Redakcji – WPROWADZENIE	5
Lista uczestników seminarium	6
Marek Dąbrowski – KRYZYS ROSYJSKI DETONATOREM ZMIANY NASTROJÓW	7
1. Najnowsza historia kryzysów na wschodzących rynkach	7
2. Wahania nastrojów w krajach wysoko rozwiniętych	9
3. Co poprawiło globalną atmosferę?	10
4. Sukces projektu EURO	11
5. Przyczyny zwolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce	11
6. Reakcja polityki gospodarczej	13
Stanisław Gomułka – GOSPODARKA ŚWIATOWA I POLSKI W 1999 ROKU	15
1. Czy Japonia ma swój „wkład” do kryzysu?	15
2. Czy systemy instytucjonalne w USA i Europie zdają dobrze egzamin?	16
3. Punkty zapalne: CIS oraz Brazylia. Jak duże?	17
4. Jaka jest rola szoków zewnętrznych w osłabieniu koniunktury w Polsce pod koniec 1998 roku?	17
Jacek Rostowski – CZYNNIKI ŚWIATOWE WPŁYWAJĄCE NA WZROST PKB W POLSCE	25
Krystyna Olechowska – PERSPEKTYWY GOSPODARKI ŚWIATOWEJ I POLSKIEJ PO KRYZYSIE ROSYJSKIM – DYSKUSJA	27

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Jolanta Adamiec	Unia Europejska Delegacja w Polsce	Tomasz Kwieciński	Wardyński i Wspólnicy Istytut Nauk Ekonomicznych PAN
Rafał Antczak	Fundacja Naukowa CASE	Adam Lipowski	Fundacja Centrum Prywatyzacji
Ewa Balcerowicz	Fundacja Naukowa CASE	Krzysztof Lis	Bank Depozytowo-Kredytowy w Lublinie SA - GRUPA Pekao SA
Barbara Błaszczki	Fundacja Naukowa CASE	Antoni Magdoń	Fundacja Naukowa CASE
Tadeusz Baczko	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN	Małgorzata Markiewicz	Business Center Club
Bohdan Baryłko	WBJ	Witold Michałek	Reuters
Alina Białkowska-Gużyńska	Businessman	Wojciech Moskwa	Urząd Komitetu Integracji Europejskiej
Anna Bigolas-Siwicka	Departament Strategii i Rozwoju BRE Bank SA	Piotr Nowina-Konopka	CDW Multi-Press
Andrzej Bratkowski	Fundacja Naukowa CASE	Krzystyna Olechowska	Krajowa Izba Rozliczeniowa SA
Jola Brudzińska	Telewizja Polsat	Tadeusz Oldakowski	Narodowy Bank Polski
Ewa Bryx-Sołtysik	BRE Bank SA	Jacek Osiński	Ministerstwo Spraw Zagranicznych
Urszula Budzich	Fundusz Współpracy Agrolinia 2000	Wojciech Ostrowski	Bank Pekao SA - Grupa PEKAO SA OSW
Jacek Bukowski	Polski Fundusz Kapitałowy SA, Agencja Rynku Rolnego	Witold Orzyński	Fundacja Naukowa CASE
Andrzej Bury	CDW Multi-Press	Wojciech Paczyński	Zespół Doradców Ministra Finansów
Piotr Cyburt	BRE Bank SA	Julian Pańków	Komisja Europejska
Marek Dąbrowski	Fundacja Naukowa CASE	Ryszard Petru	
Paweł Dobrowolski	Morgan Grenfell	Jerzy Pieńkowski	
Zdzisław Domaszewicz	Gazeta Wyborcza	Jerzy Pruski	Fundacja Naukowa CASE
Richard Driscoll	Embassy of the United States of America	Łukasz Rawdanowicz	CEU
Jerzy Drygalski	Polskie Towarzystwo Prywatyzacyjne Kleinwort Benson	Jacek Rostowski	Uniwersytet Łódzki
Ludomir Duda	Fundacja Poszanowania Energii	Stanisław Rudolf	Ministerstwo Spraw Zagranicznych
Barbara Durka	Instytut Koniunktur i Cen	Michał Rusiński	ING Barings
Mirosław Dusza	Narodowy Bank Polski	Krzysztof Rybiński	Narodowy Bank Polski
Hanna Głuchowska	Powszechny Bank Kredytowy SA	Ewa Sadowska-Cieślak	Kredyt Bank PBI SA
Stanisław Gomułka	London School of Economics	Izabela Sewerynik	Powszechny Bank Kredytowy SA
Michał Gorzelak	Fundacja Naukowa CASE	Sławomir Sikora	Narodowy Bank Polski
Marcin Gozdek	Bank Handlowy w Warszawie SA	Jan Solarz	Westdeutsche Landesbank Polska SA
Bogusław Grabowski	Rada Polityki Pieniężnej	Maciej Stańczuk	Szkoła Główna Handlowa
Mieczysław Groszek	BRE Bank SA	Tomasz Szapiro	Rynki Zagraniczne
John Hoover	Ambasada USA	Tadeusz Szkamruk	Narodowy Bank Polski
Janusz Jankowiak	Fundacja Naukowa CASE	Piotr Szpuner	BRE Bank SA
Mariusz Jaśkiewicz	KPRM	Krzysztof Szwarz	Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego
Mariusz Jorumiesz	Uniwersytet Łódzki	Ewa Śleszyńska-Charewicz	Rabobank Polska S.A.
Cezary Józefiak	Rada Polityki Pieniężnej	Jerzy Thieme	Fundacja Naukowa CASE
Stefan Kawalec	Bank Handlowy w Warszawie SA	Magdalena Tomczyńska	PKO BP
Ewa Kawecka	Bankowy Fundusz Gwarancyjny	Andrzej Topiński	Fundacja naukowa CASE
Piotr Kazimierzcyk	Bank Inicjatyw Społeczno- -Ekonomicznych SA	Mateusz Walewski	DSR
Joanna Kotowicz	Instytut Badań Strategicznych	Stanisław E. Wencel	Narodowy Bank Polski
Marzena Kowalska	Powszechnie Towarzystwo Emerytalne BRE Bank SA	Ewa Wilk	Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego
Ryszard Kowalski	Bank Śląski SA	Zofia Witek	The World Bank Mission
Marek Kozak	Polska Agencja Rozwoju Regionalnego	Jacek Wojciechowicz	Fundacja Naukowa CASE
Paweł Krzeczunowicz	USAID	Przemysław Woźniak	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Jerzy Kwieciński	Unia Europejska, Delegacja w Polsce	Bohdan Wyżnikiewicz	Rabobank Polska SA
		Paweł Żukowski	

# WPROWADZENIE

*Od Redakcji*

Kryzys rosyjski spowodował natychmiastowe pogorszenie się nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, a także w wielu krajach wysoko uprzemysłowionych. Swoje wcześniejsze prognozy zrewidowali zarówno Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, rządy poszczególnych państw, jak i nierządowe biura prognostyczne. Również zmienili radykalnie swoje wcześniejsze opinie polscy analitycy makroekonomiczni. Coraz głośniej zaczęli mówić o niedoszacowaniu skutków kryzysu rosyjskiego dla polskiej gospodarki. Jedną z prób oceny realnych skutków kryzysu rosyjskiego było 40 seminarium, zorganizowane wspólnie przez Fundację Naukową CASE oraz BRE Bank SA w ramach regularnego cyklu spotkań panelowych, które odbyło się w Warszawie 7 stycznia 1999 r. Zgocnie z intencją organizatorów dyskusji, paneliści najpierw odpowiedzieli na pytania dotyczące zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej a następnie pokazali wpływ tych zjawisk na rozwój sytuacji gospodarczej w Polsce w roku 1999.

Do dyskusji zaproszono trzech panelistów. Prof. Marek Dąbrowski wśród czynników powodujących zwolnienie tempa wzrostu polskiej gospodarki (w roku ubiegłym Polska odnotowała spowolnienie wzrostu gospodarczego o 2 punkty procentowe w porównaniu z rokiem poprzednim) na pierwszym miejscu wymienił kryzys dewaluacyjny w Rosji i niektórych innych krajach WNP (szok dla eksportu), a także wcześniejsze kryzysy azjatyckie, które zwiększyły konkurencyjność importu z tych krajów. Początkowe prognozy, raczej bagatelizujące znaczenie rynku rosyjskiego dla polskiej gospodarki opierały się na błędnych danych statystycznych. Oficjalne dane mówiące o 6-, 8-proc. udziale eksportu do Rosji w eksporcie ogółem nie uwzględniały kilku istotnych dodatkowych okoliczności. Po pierwsze – kryzys rosyjski rozprzestrzenił się również na inne państwa WNP, a ich łączny udział w polskim eksporcie sięga 12-15%. Po drugie - wciąż dużej roli handlu bazarowego. Po trzecie - eksportu do Rosji i krajów WNP poprzez kraje trzecie oraz eksportu kooperacyjnego do krajów zachodnich, związanego z ich produkcją eksportową na rynek rosyjski.

Prof. Jacek Rostowski twierdzi, że polska gospodarka będzie przede wszystkim stymulowana przez rozwój sytuacji w zachodniej Europie. Czekająca nas ogólna zmiana klimatu gospodarki światowej nie powinna nadmiernie zaszkodzić polskiej gospodarce, ale niewątpliwie również jej nie pomoże. Uwzględniając następstwa przewidywanych złych lat dla gospodarki światowej oraz zauważalne słabnące czynniki polskiego wzrostu gospodarczego trudno uznać za realny zakładany 7- czy 8-proc. wzrost gospodarczy.

Prof. Stanisław Gomułka uważa, iż zauważalne w ostatnich miesiącach 1998 r. spadki polskiej produkcji, zyskowności i wskaźników koniunktury w przemyśle przetwórczym oraz wzrost deficytu w bilansie obrotów bieżących wiążą się głównie z szokiem zewnętrznym. W okresach restrykcyjnego szoku zewnętrznego można tylko w umiarkowanym zakresie łagodzić jego ujemne skutki poprzez realną dewaluację złotego. Trzeba się więc zgodzić na wyraźne pogorszenie bilansu handlowego i obrotów bieżących. W takiej sytuacji punkt ciężkości w polityce makroekonomicznej przesuwa się na kurs walutowy i politykę fiskalną.

Prezentowane niżej teksty są rozszerzonymi wersjami wystąpień wygłoszonych na styczniowym seminarium. Zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.

# KRYZYS ROSYJSKI DETONATOREM ZMIANY NASTROJÓW

*Marek D'lbrowski\**

Kryzys rosyjski okazał się w pewnym stopniu punktem zwrotnym w dyskusjach o perspektywach rozwoju gospodarki światowej w okresie najbliższych kilku lat. Natychmiast po dewaluacji rubla 17 sierpnia 1998 r. nastąpiło istotne (i jak się wówczas wydawało – trwałe) pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, a także w szeregu krajach wysoko rozwiniętych ze Stanami Zjednoczonymi na czele. Swoje wcześniejsze prognozy zrewidowali zarówno Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, rządy poszczególnych państw, jak i niezależne biura progностyczne. Niektórzy zaczęli straszyć wizją globalnej recesji, nawet na miarę tej z przełomu lat 20. i 30. Równocześnie następował silny spadek notowań na wszystkich giełdach światowych, a szczególnie na giełdach amerykańskich.

Tak silne echo kryzysu rosyjskiego w świecie mogło budzić zdumienie. Skala reakcji znacznie przewyższała rzeczywisty udział gospodarki rosyjskiej w światowym produkcie globalnym lub handlu. Należy oczywiście pamiętać, że Rosja jest nadal mocarstwem politycznym i militarnym, władającym olbrzymimi zasobami broni jądrowej, co zawsze silnie (może zbyt silnie) oddziaływało na wyobraźnię amerykańskiej i zachodniej opinii publicznej. Ale nie przeceniajmy znaczenia tego czynnika!

Faktem jest też, że w ślad za Rosją kryzys rozprzestrzenił się na inne kraje WNP, takie jak Ukraina, Białoruś, Kirgizstan, Kazachstan, całe Zakaukazie. Jednak ciągle jest to tylko ułamek światowej produkcji. Udział w handlu światowym jest jeszcze mniejszy. Dla porównania Meksyk i pięć krajów Azji Południowo-Wschodniej,

które w niedalekiej przeszłości przeżywały poważne kryzysy finansowe, a także Brazylia, która stała się następną ofiarą kryzysu po Rosji, mają gospodarki o wiele większe od Rosji.

Sam kryzys rosyjski może więc tylko częściowo wyjaśnić tak gwałtowne pogorszenie nastrojów. Trzeba przeanalizować także inne przyczyny, które zbiegły się w czasie z tym kryzysem.

## **1. Najnowsza historia kryzysów na wschodzących rynkach**

Najistotniejszą okolicznością okazał się fakt, że kryzys rosyjski stał się kolejnym w ostatnich latach kryzysem na tzw. wschodzących rynkach (emerging markets). Przypomnijmy krótko najnowszą historię. Na przełomie lat 1994 – 95 wystąpił kryzys meksykański, spowodowany nadmiernym zadłużeniem publicznym, przewartościowaniem kursu peso, a także wydarzeniami politycznymi, takimi jak seria zabójstw politycznych. Kryzys meksykański był szokiem dla inwestorów, głównie amerykańskich, ale ostatecznie został potraktowany jako „wypadek przy pracy”. Poza tym bezprecedensowy co do swej skali pakiet pomocy finansowej MFW, Banku Światowego i USA, wsparty programem reform, bardzo szybko przywrócił zaufanie inwestorów do gospodarki meksykańskiej. Kapitał zaczął powracać do Meksyku już od połowy 1995 roku. Niedługo po kryzysie meksykańskim miał miejsce mniej u nas zauważony kryzys w RPA.

---

Rok 1997 przyniósł mini-kryzys czeski, a następnie całą serię kryzysów w krajach azjatyckich: Tajlandii, Malezji, Filipinach, Indonezji i Korei. Kilka dalszych krajów, jak np. Hongkong, obroniło się przed atakami spekulacyjnymi, ale musiało zapłacić cenę w postaci zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Kryzysy azjatyckie stanowiły zaskoczenie dla wielu analityków i inwestorów, gdyż dotknęły one kraje uważane dotąd powszechnie za oazę sukcesu gospodarczego: wysokiego wzrostu, dyscypliny fiskalnej, dużej zdolności konkurencyjnej na rynkach międzynarodowych itp. Poza pewnymi okolicznościami natury zewnętrznej, takimi jak silna aprecjacja dolara USA wobec jena (większość walut azjatyckich była przywiązana do dolara), kluczową rolę odegrały słabości mikroekonomiczne i instytucjonalne. Chodzi m.in. o nieprzestrzeganie podstawowych norm ostrożnościowych i nadmierną skłonność do ryzyka instytucji sektora finansowego, nieprzejrzyste, często graniczące z oszustwem, zasady rachunkowości, daleko idące powiązanie świata biznesu z polityką, korupcję, ograniczenia dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych w wielu sektorach itp. To wszystko doprowadziło do nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego i gwałtownego spadku zaufania inwestorów co do wypłacalności tych gospodarek.

Kryzysy azjatyckie dotknęły kraje istotnie ważące na rynkach światowych i okazały się znacznie głębsze i poważniejsze w skutkach niż można było początkowo oczekiwać. Przy tym spirala kryzysu w Indonezji nie została jeszcze w pełni zastopowana ze względu na skomplikowaną sytuację polityczną po obaleniu dyktatury Suharto. Z kolei administracyjne restrykcje skierowane przeciw kapitałowi zagranicznemu w Malezji, wstrzymanie sanacji banków i forsowanie populistycznej polityki makroekonomicznej grożą powtórzeniem się kryzysu w tym kraju w znacznie poważniejszym wymiarze niż miało to miejsce latem 1997 roku.

Wiele skutków kryzysu azjatyckiego ujawniło się z półrocznym, a nawet rocznym opóźnieniem. Głęboka dewaluacja walut azjatyckiej piątki doprowadziła – przy relatywnie twardej polityce pieniężnej i fiskalnej – do gwałtownej zmiany salda na rachunku obrotów bieżących. W miejsce deficytu, sięgającego nieraz 10 proc. PKB, na rachunku tym pojawiły się nadwyżki. Objęte kryzysem kraje azjatyckie musiały po prostu obsługiwać zrestrukturyzowany dług,

a nie mogły liczyć na "świeże" finansowanie. Spowodowało to głęboki spadek wewnętrznej konsumpcji, inwestycji, PKB, drastyczne ograniczenie importu, a z drugiej strony – "wypychanie" produkcji krajowej na eksport. Co prawda można krytykować niedostateczne urynkwienie gospodarek "azjatyckich tygrysów", ale nie można zapomnieć, że bardzo dobrze opanowały one umiejętność konkurencyjności na rynkach międzynarodowych. Nastąpiła zatem ekspansja eksportu tych krajów, w pierwszym rządzie na rynek azjatycki (tu leży jedna z przyczyn zwolnienia wzrostu gospodarczego Chin, które nie zdecydowały się na dewaluację swojej waluty), a po jakimś czasie na rynki obu Ameryk i Europy. Pojawiły się także kłopoty w krajach OECD, silnie uzależnionych od rynków azjatyckich, takich jak Australia czy Nowa Zelandia.

Trzeba także pamiętać o poważnych stratach finansowych poniesionych w Azji przez banki i fundusze inwestycyjne z USA, Europy i Japonii, stratach wynikających w dużej mierze z wcześniejszej, nadmiernie optymistycznej oceny perspektyw tych gospodarek. Ten właśnie czynnik spowodował po raz pierwszy generalny spadek zaufania inwestorów, przede wszystkim portfelowych, do innych emerging markets.

W tej atmosferze w październiku i listopadzie 1997 roku nastąpiła pierwsza poważna fala spekulacji przeciwko rosyjskiemu rublowi i ukraińskiej hrywnie. Inwestorzy zaczęli postrzegać te kraje, jak się okazało słusznie, jako następnych kandydatów do spektakularnego załamania się kursu ich walut. W przeciwieństwie do krajów azjatyckich, stan gospodarki rosyjskiej i ukraińskiej nie powinien być budzić jakichkolwiek złudzeń: chroniczny kryzys fiskalny, narastający garb krótkoterminowego długu publicznego, słaby nadzór bankowy, ograniczony postęp w dziedzinie reform strukturalnych i instytucjonalnych, ostre przejawy kryzysu politycznego.

Stało się jednak inaczej. Powszechnym było bowiem przekonanie, że kraje Wielkiej Siódemki (G7) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy udzielą Rosji dostatecznej pomocy i nie pozwolą na załamanie gospodarcze, bo kraj ten jest zbyt ważny politycznie i militarnie, co sprzyjało oczywiście zjawisku moral hazard. Podobne, głównie polityczne, kalkulacje związane były z oczekiwaniami pomocy finansowej dla Ukrainy.

---

Tym razem jednak pomoc MFW dla Rosji (ostatni pakiet pomocy został zaakceptowany w lipcu 1998 r.) nie ustrzegła rubla przed załamaniem. W przypadku Ukrainy program EFF opóźnił się z winy władz ukraińskich.

Straty inwestorów w Rosji nie ograniczyły się tylko do skutków poważnej dewaluacji rubla, tak jak w poprzednich kryzysach. Rosja zawiesiła wykup swoich bonów skarbowych i obligacji, zapowiadając ich przymusową restrukturyzację na zasadach niekorzystnych dla inwestorów. Tego rodzaju posunięcie w odniesieniu do rządowych papierów skarbowych zdarzyło się po raz pierwszy w trakcie najnowszej serii kryzysów finansowych. Dodatkowo ogłoszono 90-dniowe moratorium na obsługę zobowiązań rosyjskich banków komercyjnych wobec zagranicznych partnerów, a większość największych banków rosyjskich okazała się bankrutami.

Wkrótce więc po „wpadce” w Azji, inwestorzy portfelowi musieli rozliczyć i sfinansować kolejne poważne straty, tym razem w Rosji i na Ukrainie. Zachwiało to stabilnością finansową i pozycją rynkową nie tylko typowych funduszy spekulacyjnych (hedge funds), ale również szeregu wielkich banków inwestycyjnych. W wielu z nich wywołało to wewnętrzną rewolucję kadrową i strukturalną.

Bezpośrednio po dewaluacji rubla negatywny „efekt domina” objawił się atakiem na brazylijskiego reala i niektóre inne waluty latynoamerykańskie. Wyniki fiskalne Brazylii nie były lepsze niż Rosji: deficyt budżetowy wynosił 7,5 – 8% PKB, równie wysoki był deficyt obrotów bieżących, real uważano za przewartościowany. Do tego należy dodać wolno idące reformy strukturalne, kłopoty z osiągnięciem consensusu politycznego w sprawie programu uzdrowienia gospodarki. Brazylijski rząd federalny ma ograniczony wpływ na gospodarkę finansową poszczególnych stanów, przy tym niektóre z nich są ogromnie zadłużone. Przypomina to do złudzenia problemy, jakie ma federalne Ministerstwo Finansów Rosji z wieloma podmiotami federacji. Te analogie zapewne przyspieszyły atak spekulacyjny przeciw walucie brazylijskiej, dodatkowo wzmagając pesymistyczne nastroje jesienią 1998 roku, ze względu na ogromną rolę gospodarki brazylijskiej (i szerzej gospodarek całej Ameryki Łacińskiej) dla koniunktury w Stanach Zjednoczonych.

Ostateczne załamanie się reala nastąpiło w styczniu 1999 roku. Na początku lutego 1999 r. jest jednak jeszcze za wcześnie, aby ocenić ostateczną skalę kryzysu brazylijskiego i jego skutki dla gospodarki światowej, w tym przede wszystkim amerykańskiej.

## **2. Wahania nastrojów w krajach wysoko rozwiniętych**

Właśnie zmieniająca się ocena perspektyw gospodarki amerykańskiej odegrała kluczowe znaczenie w huśtawce nastrojów, przeżywanej ostatniej jesieni. Punktem wyjścia początkowej pesymistycznej diagnozy było narastające przekonanie, że wzrost gospodarczy w USA trwa już zbyt długo, aby utrzymać swą dotychczasową dynamikę. Podobnie w Wielkiej Brytanii od szeregu miesięcy oczekiwano dojścia cyklu koniunkturalnego do punktu krytycznego i początków recesji.

Na dodatek nasilały się negatywne sygnały, płynące z drugiej potęgi gospodarczej świata, czyli Japonii. Nie spełniły się wcześniejsze oczekiwania, że Japonii uda się rozwiązać swoje problemy gospodarcze. W 1998 roku wystąpiła w tym kraju rzeczywista recesja. Cały rok trwał wewnętrzny spór polityczny co do sposobów ratowania banków japońskich i sposobów wyciągnięcia tej gospodarki ze stanu kryzysu. Głęboka dewaluacja walut azjatyckich sąsiadów – chociaż są to gospodarki mniejsze od japońskiej – nie pomogła też eksportowi japońskiemu, będącemu tradycyjnie głównym motorem wzrostu gospodarczego w tym kraju. Banki japońskie poniosły olbrzymie straty w dotkniętych kryzysem krajach azjatyckich.

Zbieżność w czasie opisanych wcześniej wydarzeń na wschodzących rynkach oraz zmiany nastrojów w krajach wysoko rozwiniętych zaczęła silnie oddziaływać na rynki finansowe w tych ostatnich. Niedawny optymizm ustąpił pesymizmowi. Przepowiednie recesji ścigały w dół indeksy giełdowe. Umacniała się spirala negatywnych oczekiwań. Stąd paniczne wizje wczesną jesienią 1998 roku.

Po kilku miesiącach okazało się, że globalna recesja nie następuje. Nowelizowane wciąż analizy i prognozy MFW i Banku Światowego (World Economic Outlook



---

i Global Economic Prospects) rewidują wprowadzić w dół poprzednie (sprzed kryzysów) optymistyczne scenariusze wzrostu, ale nadal można oczekiwać, że gospodarka światowa pozostanie w obszarze wzrostu. Czekają nas zwolnienie wzrostu gospodarczego na świecie średnio z poprzednich 4 proc. do niewiele ponad 2 proc. Patrząc historycznie, jest to czwarte takie zwolnienie na przestrzeni ostatnich 25 lat, przy czym bynajmniej nie najgłębsze (silniejsze załamanie wzrostu odnotowano np. w początkach lat osiemdziesiątych).

### 3. Co poprawiło globalną atmosferę?

Dlaczego prognozy i nastroje z początku 1999 roku są mniej pesymistyczne niż te sprzed kilku miesięcy? Oprócz naturalnej weryfikacji przez życie sądów przesadnych, miały też miejsce pewne nowe zdarzenia, wpływające na zmianę atmosfery. Przede wszystkim, w krótkim okresie nastąpiły trzykrotne obniżki stóp procentowych (każda o 0.25 punktu procentowego), zdecydowane przez Zarząd Rezerwy Federalnej (FED) Stanów Zjednoczonych, a także jedna wspólnie uzgodniona obniżka stóp procentowych w strefie EURO, plus dodatkowa wyrównująca obniżka w tych krajach EURO, które miały stopy procentowe wyższe od niemieckich lub francuskich.

Dało to bodziec do odrodzenia się rynku akcji w Stanach Zjednoczonych, w Europie i częściowo w Azji. Powstaje jednak pytanie, na jak długo? Podziela obawy Jacka Rostowskiego, że prawdopodobnie FED poszedł za daleko w obniżkach stóp, a obecna hossą na giełdzie nowojorskiej ma charakter bańki spekulacyjnej, większej nawet od tej z lata 1998 r. Prędzej czy później bańka może pęknąć, co może wówczas spowodować prawdziwą recesję w Stanach Zjednoczonych. Trudno więc w tej chwili jednoznacznie ocenić, czy wszystkie trzy decyzje FED o obniżkach stóp procentowych dadzą się obronić z punktu widzenia dłuższej perspektywy czasu. Na razie jednak niebezpieczeństwo recesji w USA zostało przynajmniej odsunięte w czasie, a gospodarka światowa dostała pewien dodatkowy impuls.

Niezależnie od tego, gospodarka amerykańska, wbrew pesymistycznym wcześniejszym prognozom, cały czas wykazuje silną dynamikę wzrostu, bardzo niską inflację, nadwyżkę budżetową, niskie bezrobocie i nie malejącą konkurencyjność. Oznacza to, że reformy ekonomiczne z okresu prezydentury Reagana stworzyły stabilną podstawę długofalowego zrównoważonego rozwoju gospodarczego.

Kolejną przyczyną poprawy nastrojów stało się zawarte w Japonii porozumienie polityczne dotyczące programu ratowania banków. Są to ogromne sumy, które zdecydowano się wpompować w sektor bankowy celem jego restrukturyzacji, ale kosztem wzrostu deficytu budżetowego. Niewątpliwie poprawiło to nastroje w samej Japonii i Azji, co obok obniżki stóp procentowych w USA i kłopotów politycznych prezydenta Clintona było jedną z przyczyn aprecjacji jena wobec dolara. Wzmocnienie jena i osłabienie dolara korzystnie wpływa na szansę ożywienia gospodarczego w objętych kryzysem krajach Azji Południowo-Wschodniej. Oceniając pakiet ratunkowy dla banków, można powiedzieć, że nie powinien on przynieść zagrożenia inflacyjnego w Japonii, gdzie problemem jest raczej silna deflacja, a ludzie – z punktu widzenia możliwości inwestycyjnych gospodarki – mają nadmierną skłonność do oszczędzania. Obecny pakiet posunięć doraźnych nie rozwiązuje jednak długookresowych problemów Japonii, której potrzebne są głębokie reformy instytucjonalne i strukturalne.

Kolejnymi przyczynami wzrostu optymizmu są widoczne tendencje odbicia od dna w krajach azjatyckich (z wyjątkiem Indonezji), szczególnie w Tajlandii i Korei Południowej.

Przez dwa miesiące czynnikiem wzmocniającym optymizm był uzgodniony przez kraje G7, MFW i Bank Światowy pakiet ratunkowy dla Brazylii, który na krótko uspokoił spekulację wobec tego kraju. Wewnętrzne trudności polityczne, a przede wszystkim odmowa trzeciego pod względem wielkości stanu Minas Gerais regulowania swojego zadłużenia wobec budżetu federalnego spowodowały silną dewaluację reala w połowie stycznia 1999 r. i panikę na brazylijskim rynku finansowym. Wszystkie prognozy przewidują spadek PKB w Brazylii i zwolnienie tempa wzrostu gospodarczego w innych krajach Amery-

---

ki Łacińskiej, szczególnie w Argentynie i Meksyku. Na razie jednak kryzys brazylijski nie załamał świeżej fali optymizmu w gospodarce amerykańskiej.

W sumie skorygowany pejzaż ekonomiczny odsuwa od świata niebezpieczeństwo recesji i skłania do ostrożnego optymizmu.

#### **4. Sukces projektu EURO**

Najmniej wątpliwości dotyczyło i dotyczy perspektyw 11 krajów Unii Europejskiej, które z dniem 1 stycznia 1999 r. wprowadziły wspólną walutę EURO. Już od początku maja 1998 r., kiedy zdecydowano o udziale w EMU aż jedenastu państw, było wiadomo, że wdrażany od prawie 10 lat historyczny projekt skazany jest na sukces. Lata 90. nie były dobre dla gospodarek zachodnio-europejskich. Ograniczenia fiskalne, które trzeba było ponosić i ograniczanie inflacji w imię wspólnej waluty działały w pewnym stopniu hamująco na wzrost gospodarczy, ale teraz jest szansa, że Europa zacznie zbierać premię za dobrze przygotowaną unię monetarną (tak, jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania odnoszą obecnie korzyści z reform Ronalda Reagana i Margaret Thatcher). Pogłębienie integracji gospodarczej eliminuje kolejną barierę przepływu towarów i kapitału, a jest to przecież obszar o największym znaczeniu ekonomicznym dla Polski.

Ale jest i druga strona medalu. Kluczowym pozostaje pytanie, na ile w ślad za unią monetarną pójdą dostosowania rozwiązań instytucjonalnych, reformy mikroekonomiczne i strukturalne w krajach Unii Europejskiej, np. na rynku pracy i w sferze socjalnej. Tu można być większym pesymistą, bo dojście do władzy socjaldemokratów, szczególnie w Niemczech i Francji może zdecydowanie spowolnić proces tego typu dostosowań.

Pierwsze tygodnie funkcjonowania EURO potwierdziły prognozy, że będzie to solidna, ciesząca się zaufaniem waluta. To oczywiście daje podstawy do ostrożnego optymizmu co do najbliższych perspektyw rozwojowych Europy Zachodniej. Wprawdzie prognozy wzrostu dla krajów Unii Europejskiej, a szczególnie dla strefy EURO są niższe niż były w początkach i połowie ubiegłego roku,

ale są nadal jednymi z najkorzystniejszych wśród państw OECD (powyżej 2 proc. wzrostu).

Spodziewane umacnianie się EURO wobec dolara USA jest bardzo ważne dla Polski. Spowoduje, że, przy założeniu stabilnego kursu nominalnego złotego wobec koszyka walut, złoty ulegnie pewnej dewaluacji w stosunku do EURO i wzmocni się wobec dolara. Oczekiwania inflacyjne w Polsce są powiązane głównie z dolarem, a dodatkowo szereg podstawowych surowców, szczególnie energetycznych, importowanych jest w rozliczeniu dolarowym. Uzyskujemy natomiast efekt pobudzający dla przemysłu przetwórczego, który jest głównym naszym eksporterem na rynki krajów Unii Europejskiej.

#### **5. Przyczyny zwolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce**

W roku 1998 Polska odnotowała spowolnienie wzrostu gospodarczego o 2 punkty procentowe w porównaniu z rokiem poprzednim. Było to szczególnie zauważalne w ostatnich czterech miesiącach roku. Uległy wówczas także pogorszeniu saldo bilansu handlowego oraz bilansu obrotów bieżących, a także stopa bezrobocia.

Przyczyną zwolnienia tempa wzrostu w polskiej gospodarce są cztery grupy czynników:

1. Kryzys dewaluacyjny w Rosji i niektórych innych krajach WNP (szok dla eksportu), a także wcześniejsze kryzysy azjatyckie, które zwiększyły konkurencyjność importu z tych krajów.
2. Przyspieszenie procesów integracji gospodarki polskiej z krajami UE i OECD.
3. Koszty dezinflacji i przeprowadzonego dostosowania w polityce fiskalnej i pieniężnej, tym większe, że miało ono miejsce po szeregu latach stosunkowo niskiej wiarygodności polityki makroekonomicznej.
4. Wyczerpywanie się prostych rezerw wzrostu, polegających głównie na lepszej realokacji istniejącego majątku produkcyjnego, szybkim rozwoju małych i średnich firm prywatnych i początkowych dostosowań w sektorze państwowym.

---

Dwa pierwsze noszą charakter szoków zewnętrznych, a dwa dalsze mają swe źródła w wewnętrznej polityce ekonomicznej.

Kryzys rosyjski, choć nie zachwiał na dłużej, niż na kilka tygodni pozycją złotego, okazał się bardzo dotkliwy dla sfery realnej gospodarki, szczególnie dla niektórych gałęzi, takich jak przemysł mięsny, cukierniczy, farmaceutyczny, meblowy. Spadek popytu na Polski eksport jest wynikiem:

- głębokiej deprecjacji rubla (prawie 4-krotnej w okresie pierwszego pół roku po kryzysie);
- spadku PKB w Rosji, który, według różnych prognoz może wynieść od 5 do 10% PKB w r. 1999;
- kryzysu bankowego w Rosji i związanego z tym paraliżu w rozliczeniach transakcji handlowych.

Początkowe prognozy, raczej bagatelizujące znaczenie rynku rosyjskiego dla polskiej gospodarki, opierały się na błędnych danych statystycznych. Oficjalne dane, mówiące o 6 – 8% udziału eksportu do Rosji w eksporcie ogółem, nie uwzględniały bowiem kilku istotnych dodatkowych okoliczności:

- kryzys rosyjski rozprzestrzenił się również na inne państwa WNP, a ich łączny udział w polskim eksporcie sięga 12 – 15%;
- dużej wciąż roli handlu bazarowego (transgranicznego);
- eksportu do Rosji i krajów WNP poprzez kraje trzecie oraz eksportu kooperacyjnego do krajów zachodnich, związanego z ich produkcją eksportową na rynek rosyjski.

W trakcie 1999 roku może nastąpić częściowa odbudowa eksportu na rynek rosyjski i innych krajów WNP, na skutek m.in. wyczerpywania się zapasów towarów, zgromadzonych przez tamtejszych importerów w oczekiwaniu dewaluacji, stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego, ustępowania paraliżu systemu bankowego, a także powrotu do transakcji barterowych w handlu zagranicznym. Ale jest raczej niemożliwe, aby eksport do krajów WNP szybko odbudował się do rozmiarów sprzed sierpnia 1998 r. Nie można też wykluczyć scenariusza dalszego pogłębiania się kryzysu rosyjskiego i ukraińskiego.

Szerszego komentarza wymaga drugi z szoków wewnętrznych. Takie zdarzenia i fakty, jak przyjęcie Polski do NATO (a wcześniej OECD), całkiem konkretna per-

spektywa członkostwa Polski w UE, utrzymująca się od szeregu lat dobra reputacja polskiej gospodarki, wzrost wiarygodności organów kierujących polityką fiskalną i monetarną od końca roku 1997 i początku roku 1998, zwiększyły skokowo atrakcyjność inwestowania w Polsce. Mamy więc do czynienia z gwałtownym wzrostem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz związanego z tym finansowania (dotyczy to także znacznej części zagranicznych pożyczek dla sektora prywatnego).

Drugim istotnym źródłem nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych jest gwałtowne przyspieszenie prywatyzacji tzw. sektorów strategicznych, takich jak banki i telekomunikacja. Za jakiś czas dojdą jeszcze zwiększone transfery z Unii Europejskiej. To wszystko nieuchronnie prowadzi do trwałej aprecjacji złotego (zwanej niekiedy chorobą holenderską). Oprócz tego kontynuowana jest realizacja układu stowarzyszeniowego, wiążąca się z systematycznymi obniżkami ceł importowych (większość korzyści dla polskich eksporterów wystąpiła już wcześniej na skutek asymetrycznego harmonogramu liberalizacji handlu).

Należy uświadomić sobie, że drugi z wymienionych szoków zewnętrznych ma charakter nieodwracalny (chyba, że Polska dokonałaby jakiegoś negatywnego zwrotu w polityce gospodarczej lub zagranicznej, czego nie należałoby sobie życzyć). Co więcej, ten szok będzie się według wszelkiego prawdopodobieństwa dalej nasilać. Musimy więc liczyć się z nieuchronną dalszą realną aprecjacją złotego i pogorszeniem deficytu obrotów bieżących, prawdopodobnie powyżej sakramentalnego 4 – 5% PKB, lansowanego sztampowo przez IMF i Bank Światowy.

Oba szoki zewnętrzne kompensują się w zakresie oddziaływania na bilans płatniczy i kurs złotego. Szok „rosyjski” powiększył deficyt obrotów bieżących, szok „europejski” zwiększył natomiast nadwyżkę na rachunku kapitałowym. Mimo kryzysu rosyjskiego i chwilowej deprecjacji kurs nominalny złotego szybko powrócił do poziomu przedkryzysowego, dzięki właśnie napływowi inwestycji bezpośrednich i transakcji prywatyzacyjnych. Obydwa szoki ograniczają natomiast popyt na produkcję eksportową, a szok „europejski” zwiększa dodatkowo nacisk ze strony konkurencyjnego importu. Przyczyniają się więc do chwilowego zwolnienia przyrostu PKB.

---

Jeśli chodzi o czynniki wewnętrzne, zaostrzenie polityki fiskalnej i pieniężnej, konieczne dla obniżenia inflacji i ograniczenia deficytu obrotów bieżących, wiąże się z określoną ceną w postaci chwilowego spowolnienia wzrostu, tym wyższą, im mniej wiarygodną była w ostatnich latach polityka makroekonomiczna i im bardziej była ugruntowana inercja inflacyjna. Jeśli większość uczestników życia gospodarczego spodziewała się znacznie wyższej inflacji, niż faktycznie osiągnięta, to pod te wyższe oczekiwania inflacyjne kształtowano plany produkcyjne i inwestycyjne, ustalano ceny i płace nominalne. Tym twardsze jest lądowanie, kiedy inflacja faktyczna okazuje się niższa od oczekiwanej. To samo dotyczy np. działania mechanizmu pełzającego pasma kursowego, który obiecuje eksporterom dewaluację, której faktycznie nie ma.

Wreszcie ostatni czynnik, czyli pojawienie się strukturalnych barier po stronie podaży, wynika m.in. z wyczerpywania się prostych rezerw wzrostu, właściwych początkowemu okresowi transformacji, ze spowolnienia reform strukturalnych i mikroekonomicznych, szczególnie prywatyzacji, w latach 1994 – 1997, rosnącego w tym okresie przeregulowania i biurokratyzacji gospodarki, nadmiernego obciążenia wydatkami socjalnymi, wreszcie nasilania się wąskich barier w sferze infrastruktury technicznej (np. transport, łączność).

Podstawowym problemem jest zbieżność w czasie wystąpienia wszystkich czterech szoków. Na to jednak w zasadzie obecne władze gospodarcze nie miały wpływu. Można mieć jedynie pretensje do poprzedników, że w latach korzystnego szoku zewnętrznego w handlu zagranicznym (1994 – 1995) nie walczone dostatecznie energicznie z inflacją, wcześniej nie zabrano się za dostosowanie fiskalne, zamrożono prywatyzację sektorów tzw. strategicznych, czy też opóźniono inne ważne reformy strukturalne. Próba opóźniania po raz kolejny dezinflacji być może chwilowo złagodziłaby sytuację części sektora realnego (przy tym tej nie najbardziej efektywnej) za cenę wyższego deficytu obrotów bieżących, wyższej inflacji, niższej wiarygodności itp. Byłaby to więc kolejna próba odłożenia problemów na przyszłość.

## 6. Reakcja polityki gospodarczej

Zwolnienie tempa wzrostu gospodarczego i pogorszenie się salda obrotów towarowych i obrotów bieżących wywołało bardzo nerwową reakcję nie tylko wśród polityków, ale i wielu ekonomistów. Pojawiły się liczne żądania natychmiastowego poluzowania polityki pieniężnej, czyli istotnego obniżenia stóp procentowych i spowodowania znaczącej deprecjacji złotego, a niekiedy również złagodzenia polityki fiskalnej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. Realizacja tego rodzaju postulatów byłaby jednak poważnym błędem, o daleko idących negatywnych konsekwencjach na przyszłość.

Przede wszystkim, w odróżnieniu od Japonii, USA, strefy EURO, czy nawet większości krajów Azji Płd. Wsch. znaczące obniżenie stóp procentowych i dewaluacja złotego będą miały jednoznaczne skutki inflacyjne, a bardzo ograniczone i raczej krótkotrwałe efekty propodażowe. Postęp w ograniczaniu inflacji, osiągnięty w r. 1998, zostałby zaprzeczony, łącznie z poniesionymi już kosztami. Byłby to już któryś kolejny na przestrzeni ostatnich lat przejaw polityki stop-go-stop, obniżający wiarygodność i zwiększający koszty polityki makroekonomicznej.

Wspomniane propozycje spowodowałyby też dalsze pogorszenie się deficytu obrotów bieżących. Efekt popytowy (zwiększenie podaży pieniądza, a być może także zwiększenie szybkości jego obiegu) byłby bowiem silniejszy od zmian relatywnych cen, wynikających z dewaluacji. W warunkach negatywnego szoku zewnętrznego nie można jednocześnie stymulować wzrostu i poprawiać deficytu obrotów bieżących. Taki jest jednoznaczny wniosek, wpływający zarówno z modeli teoretycznych, np. modelu Mundella-Fleminga, jak i z doświadczeń empirycznych wielu krajów, szczególnie krajów rozwijających i transformujących się. Stymulowanie wzrostu musi się bowiem odbywać przy pomocy powiększania popytu wewnętrznego w warunkach stosunkowo wysokiej importochłonności marginalnego przyrostu PKB.

Dewaluacja jest także pomysłem wątpliwym w gospodarce o słabych jeszcze fundamentach mikroekonomicznych. Stanowi połączenie ekspansji pieniężnej i protek-

---

cjonizmu. Nie skłania więc przedsiębiorstw do poprawy efektywności, a jedynie chwilowo łagodzi skutki napięć. Dane, które zaprezentował Stanisław Gomułka na tym samym seminarium, świadczą o istniejących wciąż ogromnych różnicach w poziomie wydajności pracy (a więc konkurencyjności) pomiędzy polskim przemysłem przetwórczym, a przemysłem krajów UE. Potencjalnie istnieją więc rezerwy dalszego wzrostu przemysłu przetwórczego, ale można je uruchomić jedynie za pomocą reform mikroekonomicznych, przede wszystkim dalszej prywatyzacji i zwiększania nacisku konkurencyjnego na krajowych producentów.

Próba kompensowania doznanych szoków poprzez odgórnie wyreżyserowaną dewaluację jest także pomysłem wątpliwym z punktu widzenia zadeklarowanej przez Radę Polityki Pieniężnej we wrześniu 1998 roku średniookresowej strategii polityki pieniężnej, opartej na bezpośrednim celu inflacyjnym (BCI).

Po pierwsze, wymagałaby ona powrotu do aktywnej polityki kursowej NBP, od której z takim trudem (na skutek inercji mentalnej i politycznej) odchodzimy, odkładając w ten sposób *ad calendas grecas* strategię BCI. Nie poprawiłoby to wiarygodności NBP, której budowa przychodzi z trudem.

Po drugie, nie bardzo wiadomo, jak to zrobić. Rzekomy zalew krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego jest mitem. Świadczą o tym dwa proste fakty empiryczne: ograniczona skala odpływu kapitału po kryzysie rosyjskim (mimo dokonanej w jego trakcie obniżki stóp procentowych) oraz rosnąca nadwyżka w obrotach kapitałowych, mimo wielokrotnych obniżek stóp procentowych (i ewidentnego zmniejszenia tzw. dysparytetu stóp procentowych dla inwestorów zagranicznych). Dalsze obniżki stóp procentowych doprowadzą więc raczej do zwiększenia podaży pieniądza, niż do zmniejszenia nadwyżki w obrotach kapitałowych. Znaczniejsze pogorszenie bilansu obrotów kapitałowych, wymuszające trwalsze obniżenie kursu złotego, mogłoby nastąpić dopiero po pewnym czasie, jeśli inwestorzy zagraniczni straciliby zaufa-

nie do naszej stabilności makroekonomicznej i jakości prowadzonej polityki gospodarczej. Ale nie jest to scenariusz, do którego należałoby dążyć.

Po trzecie, jedyną metodą wymuszenia dewaluacji pozostałaby stała interwencje NBP na rynku dewizowym. A to oznaczałoby konieczność dalszego wzrostu aktywów zagranicznych netto (rezerw dewizowych netto) NBP i potęgowania operacji sterylizacyjnych. Już obecnie aktywa zagraniczne netto NBP prawie dwukrotnie przekraczają wielkość bazy monetarnej, powodując głęboko ujemny bilans operacji NBP z bankami komercyjnymi, konieczność sterylizacji na ogromną skalę, niski wynik finansowy NBP, niskie wpłaty do budżetu z NBP, wysokie stopy rezerw obowiązkowych, zmniejszające konkurencyjność i zyskowność banków komercyjnych. Faktycznie jest to polityka subsydiowania eksportu na koszt budżetu i sektora bankowego. Sądzę, że możliwości dalszego posuwania się w tym kierunku już się wyczerpały. Po czwarte, wobec ograniczonych możliwości sterylizacyjnych tendencja do realnej aprecjacji i tak się zrealizuje, tyle że poprzez wyższą inflację.

Właściwą odpowiedzią polityki gospodarczej powinno być raczej przyspieszanie reform strukturalnych i mikroekonomicznych, a także powstrzymywanie wzrostu płac. Pewne ograniczenie deficytu obrotów bieżących i presji aprecjacyjnej mogłoby nastąpić w wyniku dalszego dostosowania fiskalnego.

Podsumowując, polskie przedsiębiorstwa muszą się nauczyć funkcjonować w warunkach niskiej inflacji, stabilnego złotego i znacznie zwiększonej konkurencji zewnętrznej. Inaczej szybkie członkostwo Polski w Unii Europejskiej będzie ekonomicznie nierealne.

---

\*/ Autor jest wiceprzewodniczącym Rady Fundacji CASE

---

# GOSPODARKA ŚWIATOWA I POLSKI W 1999 ROKU

*Stanisław Gomułka\**

Intencją organizatorów dzisiejszej dyskusji na seminarium było, aby paneliści najpierw odpowiedzieli na pytania dotyczące zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej a następnie pokazali wpływ tych zjawisk na rozwój sytuacji gospodarczej w Polsce w roku 1999. Swoją referat konstruuje więc wokół serii pytań dotyczących tych dwóch kwestii.

## 1. Czy Japonia ma swój „wkład” do kryzysu?

W latach 80. i 90. Japonia stała się częścią obszaru, który nazywam „Technology Frontier Area”. Do tego obszaru należy także USA i Kanada oraz duża część Wspólnoty Europejskiej (WE). Tempo wzrostu PKB w tym obszarze jest stosunkowo niskie, około 1,5% na godzinę pracy. W USA niskie są też oszczędności (i inwestycje) w relacji do PKB. W latach 1950-1975 kraje WE oraz Japonia miały wysokie tempo wzrostu i wysokie stopy oszczędności. Wydawałoby się, że wraz z niemal eliminacją dystansu do USA pod względem PKB na głowę, zmniejszy się też wysiłek inwestycyjny w tych krajach do mniej więcej tego poziomu, jaki od dłuższego czasu obserwujemy w Stanach Zjednoczonych. Tak się istotnie stało w głównych krajach Europy Zachodniej, gdzie udział inwestycji w PKB spadł w latach 90. do około 15-20% (rys. 1.).

Tymczasem w Japonii udział oszczędności był w ostatnich 40. latach dość stabilny i wynosił około 30-35% (rys. 2). W latach 50. i 60. temu dużo wyższemu

udziałowi oszczędności odpowiadało dużo wyższe tempo wzrostu PKB niż obecnie. Jeszcze w latach 80. wzrost PKB w Japonii wynosił 4% średniorocznie w porównaniu z 2,5% w USA i WE. Jednak niewątpliwym sukcesem Japończyków w usunięciu luki cywilizacyjnej wobec USA wyczerpał możliwości szybszego wzrostu. W latach 1991-1997 średnioroczne tempo wzrostu spadło do poniżej 2%. Świadczy to pośrednio o wyczerpaniu się w Japonii puli projektów inwestycyjnych przynoszących wysokie zyski. Japonia zaczęła szukać takich projektów za granicą. Około 10% japońskich oszczędności zostało w latach 90. wyeksportowanych. Nadwyżka bilansu obrotów bieżących stanowiła wtedy ok. 100 mld USD rocznie. Środki te zostały częściowo użyte na inwestycje bezpośrednie w Azji Południowo-Wschodniej. Zasiliły także japońskie instytucje finansowe, które pożyczały sektorowi prywatnemu w tym rejonie świata. Właśnie w latach 90. obserwujemy tam niemal eksplozję długu zagranicznego (tabela 1). Dane dotyczące PKB (w wyrażeniu dolarowym) wskazują również na silną aprecjację walut lokalnych przed kryzysem pod koniec roku 1997, a następnie silną dewaluację w rezultacie tego kryzysu. Aprecjacja była związana z dopływem kapitału zagranicznego w postaci pożyczek oraz inwestycji bezpośrednich. Zachęcała lokalne przedsiębiorstwa do zaciągnięcia długu zagranicznego pomimo rosnącego ryzyka. Ryzyko to było słabo widoczne, bo było maskowane oficjalnymi deklaracjami utrzymania sztywnych kursów walutowych. Z kolei silna dewaluacja po roku 1997 podniosła gwałtownie koszty obsługi długu zagranicznego i koszt importu wywołując stagflację. Ale jest symptomatyczne,

**Tabela 1. Dług zagraniczny (DZ) i PKB w niektórych krajach Azji Południowo-Wschodniej (w mln USD)**

Kraje		1992	1994	1996	1998 <sup>s</sup>	2000 <sup>o</sup>
Indonezja	DZ	82	92	121	147	151
	PKB	139	177	228	84	178
Korea	DZ	64	101	160	152	120
	PKB	308	380	485	306	405
Malezja	DZ	29	34	39	44	44
	PKB	58	73	99	65	78
Tajlandia	DZ	43	68	100	93	82
	PKB	111	144	181	119	179

Uwagi: s - szacunek w odniesieniu do roku 1998, o - oczekiwany poziom w roku 2000.

Źródła: J. P. Morgan, Emerging Markets; Economic Indicators, January 15, 1999.

że całkowite zadłużenie czterech krajów wymienionych w Tabeli 1 w roku 1996, tuż przed kryzysem, było nawet mniejsze niż sumaryczna nadwyżka Japonii na rachunku bieżącym w latach 1991-1996.

Duże oszczędności Japonii nie musiały prowadzić do kryzysu. Stworzyły one tylko przejściowo sytuację obfitości kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych – zwłaszcza japońskim. Stało się to w sytuacji, kiedy trudniej było znaleźć wysokozyskowe inwestycje. Kombinacja ta zwiększyła ryzyko błędnych decyzji inwestycyjnych.

## 2. Czy systemy instytucjonalne w USA i Europie zdają dobrze egzamin?

Odpowiedź na tak postawione pytanie jest ważna, bo od sprawności systemów instytucjonalnych zależy rozszerzenie się kryzysu na główne centra gospodar-

tywne w USA oraz UE niż w Japonii. W Europie zwraca uwagę zmniejszenie oszczędności w relacji do PKB wraz ze zmniejszeniem potencjalnego tempa wzrostu (Rys. 1). Instytucje w UE zdały też egzamin doprowadzając do konwergencji warunków makroekonomicznych według kryteriów Maastricht oraz do zastąpienia 11 walut jedną wspólną walutą. Wszystkie te zmiany zmniejszyły ryzyko recesji. W przypadku USA, a w Europie także Wielkiej Brytanii i Holandii sukcesem jest połączenie spadku inflacji z dużym spadkiem stopy bezrobocia. Podzielał pogląd tych ekonomistów, którzy wiążą ten sukces z większą elastycznością rynku pracy, na co częściowo zapewne wpływ mają reformy dotyczące związków zawodowych oraz systemów świadczeń socjalnych.

Tym niemniej podzielam opinię prof. Rostowskiego, że indeksy giełdowe w USA i UE są na historycznie tak wysokim poziomie, iż ryzyko krachu jest znaczne. Silna korekta tych indeksów byłaby zapewne czynnikiem pro-

**Tabela 2. Tempo wzrostu (w procentach) importu całkowitego UE i całkowitego eksportu Polski oraz produkcji przemysłu przetwórczego**

	1993	1994	1995	1996	1997
Import przez Unię <sup>1</sup>	-3,1	7,9	6,9	4,3	7,9
Eksport Polski <sup>2</sup>	-1,1	18,3	16,7	9,7	13,7
Produkcja przemysłu przetwórczego <sup>2</sup>	10,4	13,7	11,6	9,8	12,8

<sup>1</sup> IMF, World Economic Outlook, <sup>2</sup> Biuletyny Statystyczne GUS-u.

ki światowej. W mojej ocenie ryzyko takiego rozszerzenia jest niewielkie. Zarówno instytucje, jak i polityka gospodarcza były i są bardziej elastyczne i efek-

tywnym. Gdyby jednak ta korekta nie była gwałtowna, to jej destabilizacyjne skutki byłyby prawdopodobnie stosunkowo łagodne.

### 3. Punkty zapalne: CIS oraz Brazylia. Jak duże?

O kryzysie w Rosji i ryzyku rozszerzenia się tego kryzysu na inne kraje CIS mówił już prof. Dąbrowski. Silny spadek importu do Rosji ma swoją dobrą stronę w postaci poprawy bilansu płatniczego. Sektor realny w Rosji jest w tej chwili pod mniejszą presją importu. Być może nowy sektor prywatny wykorzysta tę głęboką dewaluację realną rubla do wzmocnienia finansowego i ekspansji własnej podaży w dalszej przyszłości. Restrukturyzacja podstawowego długu zagranicznego będzie prawdopodobnie niezbędna. Rząd Primakowa i Bank Centralny Rosji (BCR) okazują się być na razie ostrożni w poluzowaniu fiskalnym i monetarnym. Realne wydatki socjalne silnie maleją. Wysoka popularność rządu oraz współpraca z Dumą są nowymi okolicznościami, które zmniejszają ryzyko dalszej destabilizacji. W sumie sytuacja w Rosji wydaje się być lepsza niż przewidywa-

jach Ameryki Łacińskiej. Taki rozwój sytuacji miałby oczywiście wpływ ujemny na koniunkturę w USA, mógłby nawet wywołać tam silną korektę giełdy i (zapewne raczej małą) recesję.

### 4. Jaka jest rola szoków zewnętrznych w osłabieniu koniunktury w Polsce pod koniec 1998 roku?

Fakty wskazują na to, że istotnie zauważalne w ostatnich miesiącach 1998 r. duże spadki produkcji, zyskowności i wskaźników koniunktury w przemyśle przetwórczym oraz duży skokowy wzrost deficytu obrotów bieżących wiążą się głównie z szokiem zewnętrznym w postaci silnego spadku popytu na polski eksport. Wydarzenia lat 1998-99 trzeba postrzegać na tle trendów ustanowionych w latach 1993-98. Dane za te lata dają następujący obraz sytuacji:

**Tabela 3. Wzrost produkcji przemysłu przetwórczego w kwartałach (w % wobec kwartału poprzedniego roku)**

Kwartał	1993	1994	1995	1996	1997	1998
I	11,3	14,0	17,0	10,4	10,1	15,3
II	15,9	11,0	14,2	11,7	15,6	8,4
III	8,9	19,6	11,2	12,0	13,7	5,9
IV	8,0	16,9	10,8	12,7	14,4	

Źródło: Biuletyn Statystyczny GUS-u.

ły „czarne scenariusze”. Tym niemniej w 1999 roku nieuniknionym efektem makroekonomicznej polityki pro-stabilizacyjnej będzie dalszy spadek PKB.

Głównym punktem zapalnym na początku br. będzie Brazylia. Nadwartościowa waluta, wysokie stopy procentowe i wysoki deficyt budżetowy stanowią w sumie silny potencjał destabilizacyjny. Próba rozładowania tego potencjału poprzez znaczną dewaluację i głębokie cięcia budżetowe musi prowadzić do stagflacji. Ale jeśli działania dostosowawcze zostaną podjęte bezzwłocznie, to niższe stopy procentowe są możliwe i mogą być czynnikiem ograniczającym skalę stagflacji. Jednak istnieje znaczne ryzyko, że recesja w Brazylii połączona z dewaluacją wywoła silny spadek importu ze skutkiem w postaci serii dewaluacji i recesji w szeregu innych kra-

Przyjmując poziom produkcji przemysłu przetwórczego w 1992 r. za 100, w roku 1998 produkcja ta wyniosła około 200. Daje to średnioroczne tempo wzrostu 12,2% w okresie 6. lat 1992-1998 (patrz rys. 2). Zatrudnienie w tym sektorze było niemal dokładnie takie samo (2,6 mln osób) przez cały analizowany okres. Wynika stąd, że wzrost wydajności pracy wynosił również 12,2% średniorocznie.

Wzrost wolumenu eksportu był w tym czasie, według danych GUS-u niemal dokładnie taki sam, jak wzrost produkcji przemysłu przetwórczego. Innymi słowy, na długą metę czynniki podażowe determinują nie tylko wzrost produkcji, ale także wzrost eksportu. Świadczy o tym fakt, że polski eksport rósł w tempie około 2 razy większym niż cały import Unii Europejskiej z krajów spoza Unii.



**Tabela 4. Wzrost wolumenu eksportu w kwartałach (w % wobec kwartału poprzedniego roku)**

Kwartał	1993	1994	1995	1996	1997	1998
I	-12,6	19,6	21,1	10,5	9,8	18,3
II	-8,8	21,4	15,3	6,5	16,4	4,8
III	0,0	14,7	20,5	10,7	8,0	
IV	12,4	18,5	11,0	10,7	20,7	

Źródło: Biuletyny Statystyczne GUS-u.

Obserwujemy jednak duże wahania tempa wzrostu całkowitego importu krajów UE (i innych obszarów), w rezultacie także duże wahania polskiego eksportu. Ponieważ eksport przemysłu przetwórczego stanowi około 40 do 50% produkcji finalnej tego przemysłu, to fluktuacja popytu na rynkach zewnętrznych rzutuje silnie na tę produkcję. Jeśli więc trend w produkcji i eksporcie jest determinowany głównie po stronie podażowej, to fluktuacja wokół tego trendu jest determinowana w dużym stopniu po stronie popytu zagranicznego. Fluktuacja ta jest szczególnie duża między kwartałami i miesiącami, ale znaczna nawet między latami. Pokazuje to tabela 2 (liczby są tempami realnego wzrostu):

W ujęciu kwartalnym zróżnicowanie temp wzrostu jest dużo większe. W przypadku produkcji przemysłu przetwórczego wynosi ono od 5,9% w kwartale III br. do

19,6% w kwartale III 1994 r., w przypadku eksportu, od -12,6% w I kwartale 1993 r. do 21,4% w II kwartale 1994 r. Dla pełnej informacji podaję tempa w latach 1993-98.

Dane z tabeli 3 pokazują na rys. 3. Zwracają uwagę dwa piki na przełomie lat 1994/95 oraz w okresie od kwartału I 1997 r. do I kwartału 1998 r. W tych dwóch okresach mieliśmy też wyjątkowo wysokie tempo wzrostu eksportu.

Związek między dynamiką produkcji przemysłu przetwórczego a wzrostem eksportu pokazują na rys. 4. Mamy kilka punktów typu „outliers”, ale pomimo to związek jest dość ścisły. Mianowicie:

Tempo wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego +8,9%+0,286 (wzrost eksportu) (patrz wykres 4). Zależność ta pozwala na oddzielenie roli szoków zewnętrznych

**Tabela 5. Interpretacja źródeł odchyleń od trendu tempa wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego w 1998 r.**

1998 r. miesiąc	Odchylenie od trendu tempa wzrostu w %		Odchylenie tempa wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego w % wg źródeł			
	Produkcja przemysłu przetwórczego, trend =12,2%	Cały eksport, trend =11,5%	Cały eksport	w tym		Krajowe czynniki
				Eksport do WNP i innych byłych państw socjalistycznych	Pozostały eksport	
I	1,5	5,6	1,6	2,0	-0,4	-0,1
II	1,0	9,5	2,7	1,2	1,5	-1,7
III	6,7	5,9	1,7	1,1	0,6	5,0
IV	-5,7	-9,5	-2,7	-0,2	-2,5	-3,0
V	-0,2	0,6	0,2	0,4	-0,2	-0,4
VI	-5,4	-9,8	-2,8	-0,5	-2,3	-2,6
VII	-3,9	-6,2	-1,8	-0,4	-1,4	-2,1
VIII	-4,5	-9,7	-2,8	-1,2	-1,6	-1,7
IX	-10,1	-26,1	-7,5	-3,9	-3,6	-2,6
X	-13,0					
XI	-13,6					

trznym w tych odchyleniach w 1998 r., w tym spadku eksportu do WNP i innych krajach b. krajów socjalistycznych, od wpływu czynników krajowych, związanych m.in. z polityką makroekonomiczną. Wyniki tej analizy (patrz tabela 5) prowadzą do następujących wniosków:

1. Bardzo dynamiczny wzrost eksportu do krajów WNP i innych b. socjalistycznych w I kwartale 1998 roku w sumie przyjmujących około 25% polskiego eksportu, wyjaśnia blisko połowę nadwyżkowego tempa wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego w tym kwartale. Reszta rozkłada się mniej więcej po równo między pozostały nadwyżkowy eksport, głównie do Unii Europejskiej, oraz sprzyjające produkcji czynniki krajowe. Czynniki te odnoszą się zapewne głównie do popytu wewnętrznego na polskie produkty, na który wpływ ma polityka makroekonomiczna.
2. Już w pięciu miesiącach kwiecień – sierpień ub.r. tempo wzrostu produkcji polskiego przemysłu przetwórczego było niższe od trendu przeciętnie aż o 3,9 punktu procentowego. Udziały procentowe moich 3. źródeł tego odchylenia w dół są następujące:

wolniejszy eksport do WNP i innych b. krajów socjalistycznych	10%
wolniejszy pozostały eksport	44%
słabszy popyt wewnętrzny i inne czynniki krajowe (w tym ujemny wpływ bardziej konkurencyjnego importu w rezultacie umocnienia złotego)	46%

Zwraca uwagę znikoma rola czynnika rosyjskiego w tym okresie oraz duża rola czynników krajowych.

3. Jakościowo nową sytuację mamy w miesiącach od września ub.r., kiedy to odchylenia od trendu wynoszą około 10-15%. W tej chwili dysponujemy tylko danymi GUS-u dotyczącymi eksportu za wrzesień. Udziały procentowe moich 3. źródeł 10-procentowego odchylenia od trendu w tym miesiącu są następujące:

wolniejszy eksport do WNP i innych byłych krajów socjalistycznych	39%
wolniejszy pozostały eksport	36%
słabszy popyt wewnętrzny i inne czynniki krajowe	25%

4. Dodatkowy wniosek wynika z danych GUS-u dotyczących cen towarów importowanych i eksportowanych oraz wzrostu wolumenu importu. Otóż w roku 1998, w porównaniu z tym samym okresem 1997 roku:

	I-VI	VII-IX
– wzrost cen złotych importu	6,4%	2,5%
– wzrost cen złotych eksportu	10,0%	9,1%
– wzrost wolumenu importu	17,8%	17,5%
– wzrost wolumenu eksportu	11,6%	-2,5%.

Import stawał się tańszy w roku 1998 w stosunku do produkcji krajowej i to musiało podtrzymać popyt na import oraz osłabić popyt krajowy na towary polskiej produkcji. Od września ub. r. to zjawisko substytucji zapewne się nasiliło. Sprzyja to restrukturyzacji, spadkowi inflacji i jest generalnie dobre dla konsumenta, ale ma też swoją negatywną stronę, szczególnie na krótką metę, dla producentów i budżetu państwa.

Wnioski bardziej ogólne z powyższej analizy są następujące:

5. Trend wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego jest od 1992 roku dość stabilny na poziomie około 12% rocznie.
6. Wyjątkowo wysokie tempo wzrostu na przełomie lat 1994/95 oraz na przełomie 1997/98, umiarkowane tempo w 1996 roku oraz wyjątkowo niskie tempo od II kwartału br. dają się wyjaśnić w dużej mierze szokami zewnętrznymi.
7. W okresach restrykcyjnego szoku zewnętrznego można tylko w umiarkowanym zakresie łagodzić jego ujemne skutki poprzez realną dewaluację złotego. W takich okresach trzeba się godzić z wyraźnym pogorszeniem bilansu handlowego i obrotów bieżących. To pogorszenie jest też automatycznie ograniczane przez niższą dynamikę wzrostu produkcji przemysłowej i PKB.

---

8. Przez ostatnie dwa lata średniomiesięczny deficyt obrotów bieżących wynosił około 350 mln USD. Ten deficyt wzrósł gwałtownie od września 1998 roku. Taki skokowy wzrost świadczy o zasadniczej roli czynników zewnętrznych w pogarszaniu deficytu bilansu obrotów bieżących oraz osłabieniu koniunktury gospodarczej.

9. W sytuacji tak znacznego deficytu obrotów bieżących punkt ciężkości w polityce makroekonomicznej przesuwa się na kurs walutowy i politykę fiskalną. Pewne osłabienie złotego jest możliwe. Nastąpi ono jako reakcja na dalsze obniżenie stóp procentowych i wzrostu deficytu obrotów bieżących. Takie osłabienie jest też wskazane, jako instrument ograniczający negatywne skutki szoku zewnętrznego na bilans handlowy i wzrost gospodarczy. Obniżenie stóp powinno być zatem skoncentrowane na początku b. r., ale poluzowanie warunków monetarnych zależy od utrzymania pod kontrolą deficytu budżetowego. Eliminacja tego deficytu, a nawet nadwyżka budżetowa jest też potrzebna po to, aby zwiększyć oszczędności krajowe z obecnych około 20% PKB do przynajmniej 25%PKB. Wraz z kapitałem zagranicznym napływającym w ilości około 4 – 5% PKB, umożli-

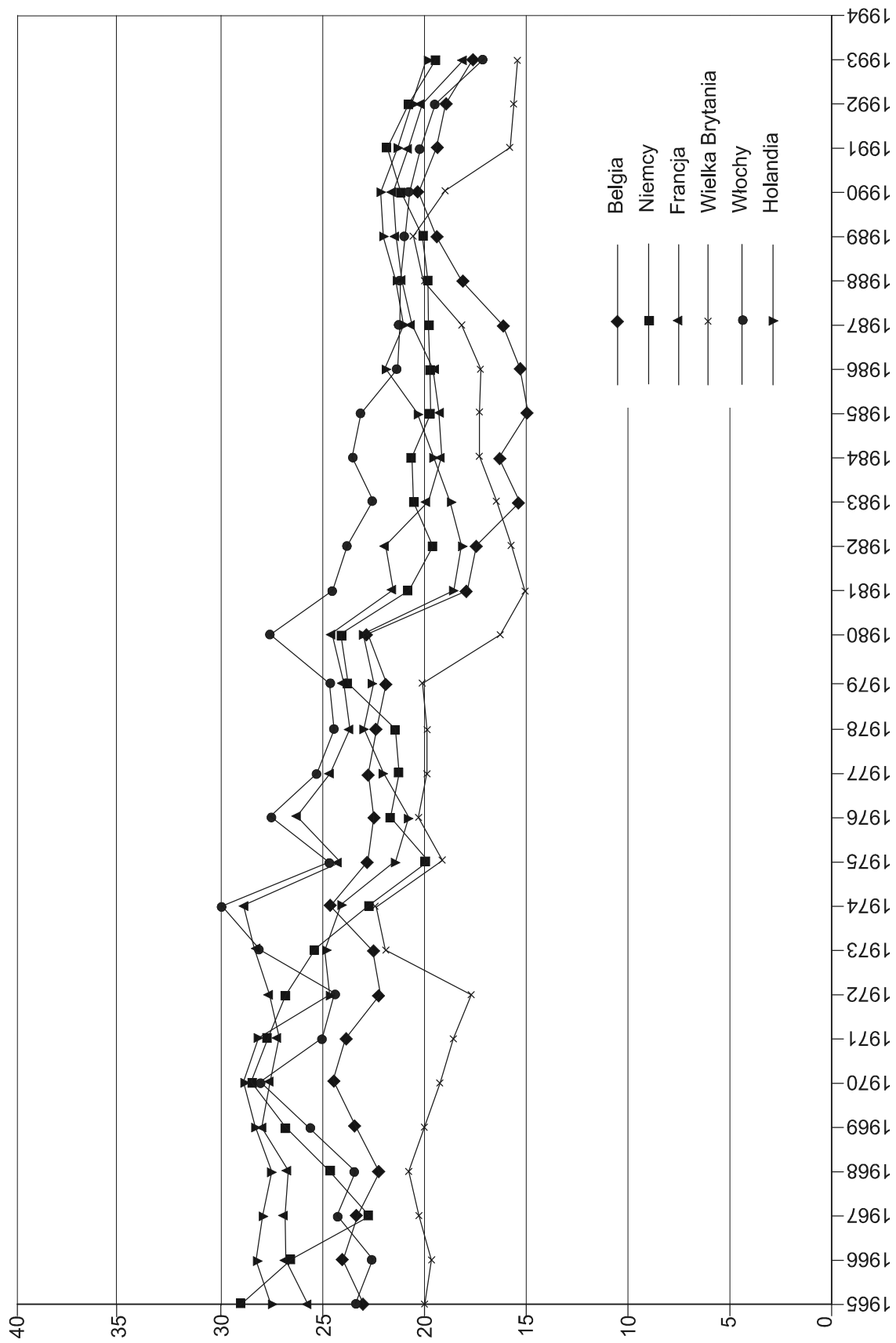
liłoby to podtrzymanie wzrostu gospodarczego w tempie około 5 – 6% rocznie

10. Miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniesie zapewne około 700-1000 mln USD w najbliższych miesiącach. Z uwagi na duży program prywatyzacji, finansowanie nawet tak dużego deficytu nie będzie wielkim problemem w 1999 roku, ale sytuacja może zacząć się komplikować, jeśli warunki zewnętrzne będą równie złe także w 2000 roku.

---

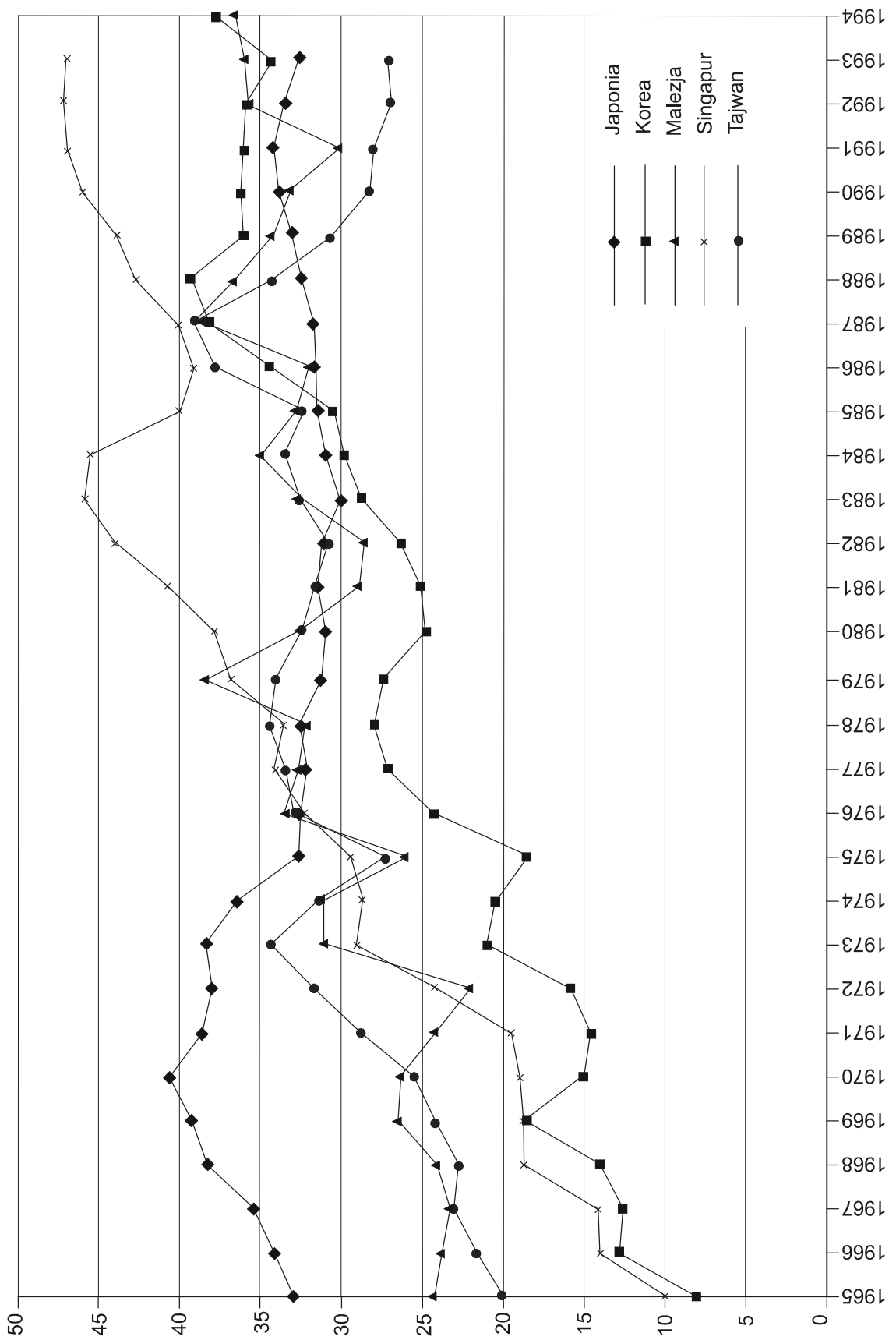
\*/ Autor jest wykładowcą w London School of Economics oraz członkiem Rady Naukowej CASE. W roku 1999 jest także doradcą ekonomicznym Ministra Finansów RP. Niniejszy artykuł jest autoryzowaną wypowiedzią w panelowej dyskusji CASE – BRE w dniu 07.01.1999 r.

Rysunek 1. Inwestycje brutto w środki trwałe i obrotowe jako procent PKB w niektórych krajach UE



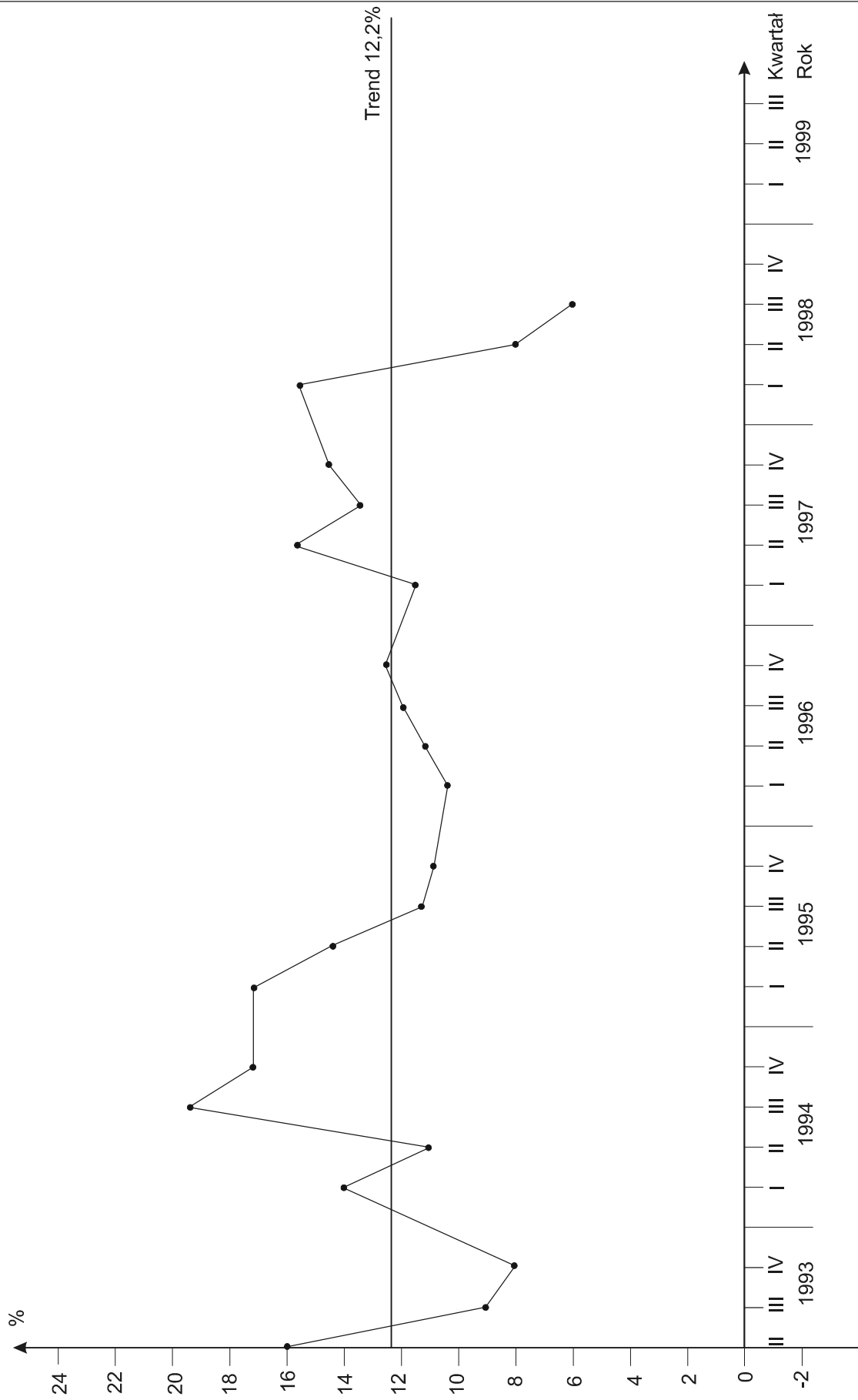
Źródło: IFS database

Rysunek 2. Oszczędności krajowe jako procent PKB w niektórych krajach Azji Południowo-Wschodniej

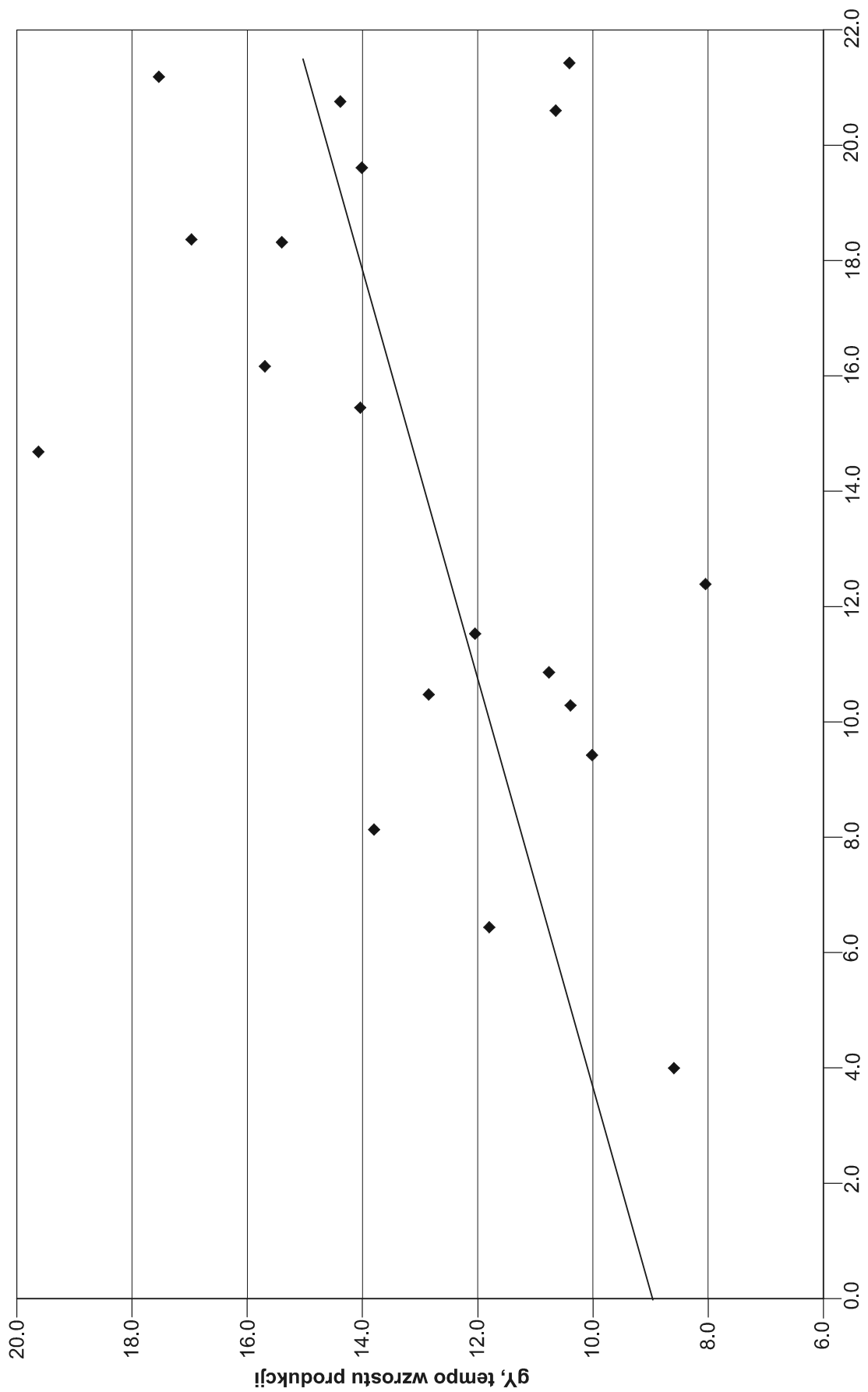


Źródło: IFS database

Rysunek 3. Polska 1993 – 1998. Tempo wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego (wzrost w relacji do kwartału poprzedniego roku).



Rysunek 4. Zależność tempa wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego od tempa wzrostu wolumenu eksportu w okresie 1993 r. do II kwartał 1998 r.



Równanie trendu:  $gY = 8.9\% + 0.286gX$ ,  $RSQ = 0.31$  Statystyki t Studenta wynoszą odpowiednio 6.0 oraz 2.8

---

## CZYNNIKI ŚWIATOWE WPŁYWAJĄCE NA WZROST PKB W POLSCE

*Jacek Rostowski\**

Od października ubiegłego roku wartość akcji na amerykańskiej giełdzie gwałtownie rośnie nadrabiając wszystkie spadki, które miały miejsce we wrześniu i w I połowie października 1998 r. Wzrost ten powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego co zmniejsza oszczędności amerykańskiej ludności, które są po raz pierwszy ujemne w całej historii tego kraju – w granicach -2% dochodów po uwzględnieniu podatków. Jest to tym bardziej uderzające, że od 1990 r. mamy do czynienia ze spadkiem oszczędności równowartym 8 pkt proc. PKB. Spadek dotyczy nie tylko dochodów osobistych, ale również dochodów całego sektora prywatnego. Oszczędności w sektorze prywatnym wynoszą obecnie -4% PKB Stanów Zjednoczonych.

Wzrost popytu konsumpcyjnego zwiększa zyski firm, które są notowane na giełdach. Wzrost zysków firm uzasadnia wzrost cen ich akcji. Sytuacja ta jest nie do utrzymania na dłuższą metę. Jest ona klasyczną, choć skomplikowaną zbudowaną bańką. Wystarczy ją przerwać w jednym miejscu, żeby dotychczasowe błędne koło, które działało jak gdyby pozytywnie na rzecz gospodarki amerykańskiej i światowej – zaczęło kręcić się w odwrotnym kierunku.

Wydaje się, że już obserwujemy dowody świadczące o nadchodzącej zmianie kierunku obracania się błędnego koła. Oszczędności spadają, ceny akcji są na poziomie dotychczas nie notowanym w historii Stanów Zjednoczonych, relacja: ceny akcji/zarobki firm-posiadaczy akcji w indeksie Dow Jones wynosi 38. Warto przypomnieć, że w październiku 1987 r. przed ówczesnym krachem iloraz ten wynosił 28. Prognozy przewidują również, że tempo wzrostu zyskowności firm amerykańskich będzie malało.

Co nakręca amerykańską gospodarczą bańkę mydlaną? Wydaje się, że co najmniej dwa elementy procesu warte są odnotowania.

Część analityków twierdzi, że winni są Japończycy, którzy za dużo oszczędzają i jeszcze nie zrozumieli, że tempo wzrostu ich gospodarki nie uzasadnia tak wysokiego poziomu oszczędności. Ponieważ oszczędności nie mogą być lokowane w samej Japonii z powodu bardzo niskiej rentowności inwestycji w tym kraju, lokowane są w innych krajach, nie tylko na rynkach rozwijających się, ale i w Stanach Zjednoczonych.

Inni obserwatorzy światowych rynków finansowych głównego powodu wzrostu gospodarczej bańki upatrują w luźnej polityce monetarnej prowadzonej przez amerykański bank centralny. Przyrost „szerokiego pieniądza” w przeciągu ostatnich trzech lat w Stanach Zjednoczonych wynosił 10% rocznie przy 2-proc. inflacji i 3-proc. tempie wzrostu PKB. Co więcej amerykański bank centralny prowadzi politykę ewidentnie zmierzającą ku utrzymaniu cen akcji na giełdzie, nie pozwalającą na ich szybki spadek. W listopadzie 1998 r., kiedy bank centralny Stanów Zjednoczonych obniżył stopy procentowe o następne 0,25%, w poprzedzających tę obniżkę czterech tygodniach „szeroki pieniądz” wzrósł o 15% w skali roku. Podobną sytuację obserwowaliśmy w latach osiemdziesiątych w Japonii, kiedy ceny akcji na tokijskiej giełdzie rosły bardzo szybko, a japoński bank centralny nie chciał pozwolić na to, żeby te ceny spadły do bardziej realistycznego poziomu.

Wydaje się, że szybki wzrost cen amerykańskich akcji osłabnie. Powodem może być chociażby bardzo szybko obecnie rosnący deficyt na rachunku bieżącym Stanów



---

Zjednoczonych, który już dochodzi do 3% PKB. Co prawda nie oznacza on natychmiastowego załamania się kursu dolara, ale z czasem spowoduje spadek jego wartości. W takiej sytuacji inwestorzy zagraniczni (jeśli to rzeczywiście oni są sprawcami hossy na nowojorskiej giełdzie) zaczną się wycofywać.

Innym elementem zagrażającym gospodarczej bańce mydlanej jest ostatni wzrost stóp procentowych długoterminowych papierów wartościowych w Japonii, który powoduje częściową repatriację pieniędzy. Wśród innych elementów, które mogłyby stać się powodem załamania się nowojorskiej giełdy można by wymienić potencjalny kryzys w Brazylii, niekorzystną sytuację w Rosji, ewentualny nowy kryzys znaczącej instytucji finansowej w Nowym Jorku, co miało miejsce w październiku 1998 r. Twierdzę więc, że obecna sytuacja na amerykańskich rynkach finansowych jest nie do utrzymania i w jakimś momencie kierunek toczenia się amerykańskiego koła gospodarczego ulegnie zmianie. Jeśli ceny akcji na nowojorskiej giełdzie zaczną spadać, to inwestorzy nie tylko nie będą powiększali swoich negatywnych oszczędności, ale zaczną bardzo dużo oszczędzać, by chociaż częściowo zrekompensować sobie utracone zyski spowodowane spadkiem cen akcji. W takiej sytuacji zaczną również spadać zyski firm amerykańskich notowanych na giełdzie, ubędzie pieniędzy na zakup akcji – zaczną się więc potęgować, ale w odwrotnym niż dotychczas kierunku, wszystkie elementy decydujące o funkcjonowaniu rynku finansowego.

Wydaje się więc, że nieunikniona jest poważna recesja w Stanach Zjednoczonych, niekoniecznie aż na taką skalę jak w latach trzydziestych, ale w granicach od 2 do

3 % ujemnego wzrostu PKB przez kilka lat, ponieważ Amerykanie bardzo niewiele oszczędzali przez ostatnie osiem lat i prawie nic przez ostatnie trzy lata.

Generalizując, można stwierdzić, że po bardzo dobrych z gospodarczego punktu widzenia latach dziewięćdziesiątych pierwsze pięć lat nowego wieku na pewno ogólnie będzie dla gospodarki światowej złe.

Jakie mogą być skutki przewidywanej recesji dla naszej gospodarki? Polska gospodarka będzie przede wszystkim stymulowana przez rozwój sytuacji w zachodniej Europie. Bardzo niskie tempo wzrostu w Niemczech jest prawdopodobnie skutkiem wejścia Niemiec do EMU przy silnie nadwartościowanym kursie marki. Można więc spodziewać się długiego okresu bardzo niskiego wzrostu w Niemczech. Jednak warto pamiętać, że bardzo dobre dla polskiej gospodarki lata dziewięćdziesiąte nie były dobre dla gospodarki europejskiej. Można więc wnioskować, że czekająca nas ogólna zmiana klimatu gospodarki światowej nie powinna nadmiernie zaszkodzić polskiej gospodarce, ale niewątpliwie również nie pomoże. Uwzględniając następstwa przewidywanych złych lat dla gospodarki światowej oraz zauważalne słabnące czynniki polskiego wzrostu gospodarczego trudno uznać za realny zakładany przez niektórych analityków 7- czy 8-proc. wzrost gospodarczy Polski.

---

\* / Autor jest wykładowcą w Central European University

# PERSPEKTYWY GOSPODARKI ŚWIATOWEJ I GOSPODARKI POLSKIEJ PO KRYZYSIE ROSYJSKIM — DYSKUSJA

*Krystyna Olechowska\**

W sprawach zasadniczych opisujących polską gospodarkę paneliści nie różnili się. Zgodnie uznali, że o wzroście gospodarczym zadecydują przede wszystkim oszczędności i realizacja reform instytucjonalnych, przede wszystkim prywatyzacyjnych oraz pozostałych, np. systemu ubezpieczeń społecznych, która zwiększyłaby oszczędności.

## 1. Syndrom tygrysa

W określeniu wpływu kryzysu rosyjskiego i globalnego spojrzenia na polską gospodarkę zabrakło wątku transmisji przez rynki finansowe, tzn. tego co nazywamy syndromem tygrysa (**K. Rybiński**). Polska zaczęła być postrzegana inaczej przez inwestorów niż dotychczas a efekty tego były już zauważalne w pierwszych dniach stycznia br.: umocnienie złotego, powolny spadek rentowności obligacji, spory napływ krótkoterminowego kapitału. Jak powinna być polityka fiskalna i emerytalna w 1999 roku, aby poradzić sobie z syndromem tygrysa, który potencjalnie może być dla naszej gospodarki niebezpieczny?

Zgadzam się, że pojawił się syndrom tygrysa (**prof. S. Gomułka**), wobec tego rynki mogą zachowywać się irracjonalnie, co obserwowaliśmy w odniesieniu do Rosji, a rezultatem były wielomilionowe straty domów finansowych. Mogą więc popełnić błąd również w odniesieniu do Polski – w najbliższych latach za dużo zainwestować. Problem jest poważny, bo wpływ indywidualnych osób na zachowania się podmiotów rynkowych jest niewielki. Wpływ instytucji jest nieco większy, ale również nieogromny. Sytuacja ta niewątpliwie wymaga współpracy i kooperacji polskich gremiów odpowiedzialnych za satn finansów np. Rady Polityki Pieniężnej i Ministerstwa Finansów. Wypowiedzi przedstawicieli obu tych instytucji muszą być zbliżone, wtedy efekt wpływania na zachowania podmiotów zagranicznych jest silniejszy. Jednak i tak syndrom tygrysa jest problemem. Jedną

z możliwości działania jest długogalowa analiza i ostrzeżenie inwestorów polskich i zagranicznych o ryzyku.

Model pożądanej polityki wydaje się jasny (**prof. J. Rostowski**): luźniejsza polityka monetarna, a zatem ostrzejsza polityka fiskalna. Wydaje się, że realizacja tego modelu jest bliska, bo wzorem innych krajów europejskich Ministerstwo Finansów krytykuje bank centralny za zbyt restrykcyjną politykę pieniężną a Narodowy Bank Polski gani Ministerstwo Finansów za zbyt luźną politykę fiskalną. Problem polega na tym, że każda ze stron świetnie potrafi wykazać błędy drugiej strony, ale nie własne.

## 2. Dewaluacja złotego

Jeszcze kilka tygodni temu prof. Gomułka twierdził, że jakaś próba odpowiedzi polityki kursowej na pogarszający się rachunek obrotów bieżących w Polsce powinna być dewaluacja złotówki. Jak ma wyglądać techniczny sposób dokonania dewaluacji złotówki? (**M. Stańczuk**).

Prostym sposobem dewaluacji jest trochę luźniejsza polityka monetarna, ale nie powinniśmy się łudzić – dopóki nasza gospodarka postrzegana jest jako gospodarka sukcesu, to pieniądź będzie napływał (**prof. J. Rostowski**). Wydaje się, że na razie napływający do Polski pieniądź, przynajmniej w ubiegłym roku, nie był pieniądzem krótkoterminowym – lokowano w inwestycjach bezpośrednich. Przewiduję, że nadal będziemy mieć do czynienia z inwestycjami bezpośrednimi i nadal będzie wywierana presja na aprecjację złotego. Proces wydaje się nieunikniony. Powinniśmy z niego skorzystać, by obniżyć tempo inflacji.

Po raz pierwszy w tym roku bank centralny wprowadził bezpośredni cel inflacyjny jako cel polityki pieniężnej. Jak szeroki powinien być przedział dla celu inflacyjnego? Tegoroczny cel, z czym wszyscy się zgadzają, ustawiony został bardzo wysoko. Jeśli weźmiemy pod uwagę to, że działa-

---

my w sytuacji dużej niepewności makroekonomicznej, nie wiadomo dokładnie jaki będzie wzrost PKB, to jak szeroki powinien być ten przedział? Musimy wziąć także pod uwagę instrument polityki makroekonomicznej, który został wzięty do osiągnięcia tego celu, czyli krótkoterminowe stopy procentowe (**P. Chwiejczak**).

W tej chwili mamy bardziej elastyczną politykę kursową. Oto właśnie chodzi. Pasma zostało rozszerzone i trzeba tę politykę traktować poważnie. Nie proponuję jakiegokolwiek sterowania poprzez interwencje zwłaszcza na znaczącą skalę, bo wydaje mi się, że takie interwencje byłyby zbyt kosztowne i na dłuższą metę nieskuteczne. Nie jestem doktrynerem w tej sprawie, jak niektórzy członkowie RPP, którzy w ogóle nie chcą żadnej interwencji. Wszędzie na świecie banki centralne, również w tych krajach, które uprawiają bardzo elastyczną politykę, interweniują od czasu do czasu, żeby zmniejszyć zbyt duże wahania, zdając sobie sprawę, że nie mogą wpłynąć w istotny sposób na kurs, ponieważ bezpośrednio, poprzez interwencje, nie da się wpłynąć na kurs, wpływać można jedynie pośrednio, poprzez politykę stóp procentowych. W Polsce stopy procentowe są stale zmniejszane, jednocześnie szybko zmniejsza się inflacja, a punkt wyjścia stóp procentowych był daleko odbiegający od równowagi, w związku z tym dosyć dramatyczne zmniejszenie stóp w drugiej połowie ubiegłego roku ciągle pozostawia je na wysokim poziomie.

Jakie środki zaradcze można zaproponować rządowi i klasie politycznej, aby utrzymać rozsądne tempo wzrostu – 4% w Polsce? Czy istnieje realna szansa na drastyczne obniżenie podatków, głównie podatku dochodowego, i czy jednocześnie możliwe jest obniżenie stopy kredytu inwestycyjnego bez obniżenia ceny kredytu konsumpcyjnego? (**J. Bukowski**)

Strategia średniookresowa Ministerstwa Finansów dokładnie precyzuje, jakie reformy i jakie instrumenty byłyby potrzebne. Minister Steinhof przygotował dokument o koncepcji średniookresowego rozwoju gospodarczego do roku 2002, w którym też mówi się o różnych krokach potrzebnych do podtrzymania wysokiego tempa wzrostu w szczególności zwracając uwagę na inwestycje i oszczędności. Jest to dokument uzupełniający zabiegi stabilizacyjne między innymi banku centralnego, Rady Polityki Pieniężnej, zmierzające do zmniejszenia inflacji, które powinny mieć pozytywny wpływ, jeśli chodzi o warunki makroekonomiczne, zapewniający utrzymanie tempa wzrostu na dotychczasowym poziomie (**prof. S. Gomułka**).

Twierdzi się, że istnieje konieczność zwiększenia wolumenu oszczędności jako warunku zwiększenia średniorocznego dochodu narodowego. Z jakich źródeł ma pochodzić zwiększenie oszczędności – głównie chodzi o wyszczególnienie źródeł zewnętrznych i wewnętrznych. Obecnie trudno wyobrazić sobie możliwość gwałtownego zwiększenia oszczędności wewnętrznych. Wnioskuje, że mają to być oszczędności zewnętrzne. Jeśli tak, to jak tezę tę pogodzić z koniecznością zmniejszenia deficytu na rachunku bieżącym, o którym mówią eksperci? (**K. Błędowski**)

Twierdzi się, że nie ma wewnętrznych źródeł oszczędności, jesteśmy więc skazani na wysoki deficyt na rachunku bieżącym. Wydaje mi się, że założenie jest nieprawdziwe. Nie zgadzam się z twierdzeniem, że wewnętrzne źródła oszczędności wyczerpały się. Oszczędności w Polsce są na poziomie od 18 do 19% PKB więc są bardzo niskie jak na kraj na tym poziomie rozwoju. Krajowe oszczędności tygrysów dalekowschodnich wzrosły o od 10 do 20 pkt procentowych PKB w ciągu 20-30 lat. Wzrost tych oszczędności o 5-8 pkt procentowych powinien być możliwy w ciągu najbliższych 5-8 lat. Między innymi reforma ubezpieczeń społecznych czy reforma podatkowa są dwoma głównymi reformami, które powinny ułatwić to zadanie. Gwałtowny więc wzrost deficytu na rachunku bieżącym nie jest nieunikniony. Wydaje się, że utrzymanie dopływu inwestycji bezpośrednich na poziomie 4-5% PKB przez dłuższy okres byłoby sukcesem. Już dochodzimy do tego poziomu. Przewiduje się, że ten napływ może być w najbliższym czasie nawet większy, za parę lat pojawią się również inwestycje krajów Wspólnoty Europejskiej. W budowaniu więc długookresowej strategii rozwoju gospodarczego nie należy liczyć za bardzo na oszczędności zewnętrzne, bo one zawsze i w każdym kraju są czynnikiem dodatkowym i uzupełniającym. Polityka gospodarcza natomiast ma gwarantować, że wzrost gospodarczy będzie finansowany głównie przez oszczędności krajowe (**prof. S. Gomułka**).

W najbliższej przyszłości nie grozi nam niższe tempo wzrostu niż 4%, chociażby z powodów wymienianych przez S. Gomułkę – bardzo duża różnica pomiędzy wydajnością pracy w niemieckim przemyśle przetwórczym a polskim (**prof. J. Rostowski**). Oczywiście problem polega na tym na ile można zwiększyć tempo wzrostu do 6 lub 7%. Wydaje się, że tylko optymiści mogą wskazywać na możliwości oszczędności wewnętrznych. Fakt, że w krajach Dalekiego Wschodu oszczędności te stanowiły o tyle większy odsetek PKB nie jest przekonujący. Jeśli Filipiny, jedyny kraj katolicki Dalekiego Wschodu, nie wykażą wzrastających oszczędności wewnętrznych, powoływanie się na kraje Dalekiego Wschodu jest bezprzedmiotowe.

---

### 3. Czynniki wpływające na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego

Pytanie o sposób zapelnienia luki oszczędności jest pytaniem kluczowym. Wydaje się, że podtrzymanie w dłuższym okresie wzrostu gospodarczego na określonym poziomie w miarę realizacji procesu doganiania wymaga jednak coraz wyższych stóp inwestycji. Inwestycje te trzeba z czegoś sfinansować. Jeśli miałyby się realizować projekcje 30% i więcej PKB, to powstaje pytanie o źródła ich finansowania. Jestem o wiele mniejszym optymistą, jeśli chodzi o wzrost o 5 czy 6 pkt proc. PKB stopy oszczędności w ciągu najbliższych trzech - pięciu lat (**prof. M. Dąbrowski**). Pomijając czynnik wyznaczeniowy preferowany przez prof. J. Rostowskiego jest wiele innych argumentów instytucjonalnych, historycznych (choćby związanych z historią inflacyjną, roli socjalnej państwa itp), które wskazują, że nasze szanse na dojście do poziomu japońskiego czy koreańskiego są bardzo problematyczne. Wzrost stopy oszczędności będzie się więc dokonywał bardzo powoli. Jeśli chcemy utrzymać wysoką stopę wzrostu, będzie musiała rosnąć stopa inwestycji. Póki co, luka oszczędnościowa będzie musiała być zapelniana oszczędnościami zewnętrznymi. Oznacza to deficyt obrotów bieżących i oznacza to presję aprecjacyjną, która ma do pewnego stopnia pozytywne skutki dezinflacyjne, ale która oznacza również dodatkowy szok dla gospodarki. Spróbujmy na to spojrzeć z innej strony, od strony podaży kapitału.

Właściwie już od kilku lat, ale w 1998 roku chyba po raz pierwszy odnotowaliśmy w takiej skali znaczący napływ inwestycji bezpośrednich i finansowania związanego z inwestycjami bezpośrednimi, bo przecież znaczna część pożyczek np. pomiędzy kompaniami-matkami i córkami jest ciągiem finansowania inwestycji bezpośrednich. Widoczne jest duże zaangażowanie inwestorów zagranicznych w proces prywatyzacji. Za chwilę zaczną się bardziej znaczące transfery budżetu europejskiego. Odwołując się do przykładu innych krajów, które wchodziły do Unii Europejskiej, krajów śródziemnomorskich, Irlandii, całkiem realna jest sytuacja, że możemy mieć capitała canserpla rządu 7-8% PKB. Niekoniecznie musimy powiełać wzorzec, który mechanicznie przyjmuje wielu analityków (opierających się na doświadczeniach ostatnich kryzysów), że deficyt obrotów bieżących może wynosić jedynie 4-5% PKB, bo większy procent oznacza zagrożenie kryzysem. Mechaniczne przyjmowanie tego wzorca nie jest pożądane.

Dotychczas polityka monetarna próbowała absorbować część deficytu poprzez wzrost rezerw i poprzez sterylizację, która notabene była jednym z czynników, które wywindowały na obecny poziom stopy procentowe. Proces ten jest odrębną

kwestią pewnego strukturalnego dezbalansu w bilansach monetarnych – aktywa zagraniczne banku centralnego prawie dwukrotnie przewyższają bazę monetarną, w związku z tym bank centralny jest zadłużony na ogromną skalę w bankach komercyjnych. Zwiększa to z jednej strony bezpieczeństwo państwa, choćby z tego względu groźba dewaluacyjnego kryzysu walutowego, o którym wiele mówiliśmy jeszcze rok temu na zasadzie podobieństwa z innymi krajami, jest mało prawdopodobna. Ale za to się płaci określonymi konsekwencjami zmniejszającymi pole manewru w polityce monetarnej. Niezależnie od tego, jakie rozwiązania zostaną przyjęte, niewątpliwie możliwość dalszej absorpcji różnicy pomiędzy nadwyżką w obrotach kapitałowych a pewnym, uznawanym za dopuszczalny, deficytem w obrotach bieżących nie istnieje. W związku z tym deficyt obrotów bieżących będzie musiał odpowiadać nadwyżce bilansu kapitałowego. Prawdopodobnie więc przez jakiś czas deficyt obrotów bieżących będziemy musieli mieć wyższy niż 4 czy 5%. Co wcale nie oznacza, że automatycznie staniemy się kandydatem do kryzysu walutowego, ponieważ nieadekwatne jest porównywanie Polski przykładowo z Brazylią, która ma jednocześnie deficyt fiskalny 7,5% PKB i jest on głównym czynnikiem kreującym deficyt obrotów bieżących. Deficyt obrotów bieżących oznacza również istotną presję aprecjacyjną, która ma oczywiście konsekwencje dla sektora realnego.

Niewątpliwie czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu gospodarczego jest również szok zewnętrzny wynikający z zaawansowanego procesu integracji Polski ze strukturami zachodnimi – naszego członkostwa w NATO i integracją z Unią Europejską. Efektem jest mechanizm aprecjacyjny, a poza tym także w pewnym stopniu skutki układu stowarzyszeniowego, które wprowadzały asymetrię w liberalizacji barier celnych – w pierwszych latach były głównie obniżane właśnie dla polskich eksporterów przemysłu przetwórczego, obecnie my musimy je w wielu przypadkach obniżać, bo wyznaczone naszemu krajowi przeważnie są sprowadzone do zera. Koszt ten ponosiły wszystkie kraje, które wstępowały do Unii Europejskiej i wydaje mi się, że jeżeli chcemy być członkiem wspólnoty, to tego dostosowawczego kosztu nie unikniemy. Oczekiwanie, że polityka monetarna, w jakiś sposób, może absorbować deficyt obrotów bieżących jest niczym innym jak iluzją. W minimalnym stopniu może go zniwelować polityka fiskalna, bo zmniejszanie deficytu budżetowego, czy ewentualnie przechodzenie do nadwyżki budżetowej ceteris paribus co prawda złagodziłoby sytuację, ale realnie oceniając w warunkach zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnej realizacji reform systemowych w sferze socjalnej należy postawić otwarte pytanie: Ile jeszcze można oczekiwać szczególnie w najbliższych kilku latach dostosowania fiskalnego?

---

Czy pozostało jeszcze duże pole manewru? na ile jest realne? Wydaje się, że szczególnie 1999 rok dla polityki fiskalnej będzie szczególnie ciężki, stąd wielu analityków nie tylko nie oczekuje nowego dodatkowego dostosowania fiskalnego, ale spodziewa się nawet pogorszenia.

Odrębnej dyskusji wymaga rozstrzygnięcie na ile pomogłaby ewentualna dewaluacja złotego. Przy czym nie należy zapominać, że zdaniem części analityków rozwiązywanie problemów dostosowawczych gospodarki przez dewaluację jest działaniem na krótką metę. Przykładowo, jeżeli wydajność pracy w naszym przemyśle przetwórczym jest na poziomie 15% wydajności pracy w Unii Europejskiej, to oznacza, że możliwości dostosowawcze po stronie podaży są ogromne i jeśli zaczniemy je łagodzić poprzez dewaluację, to dostosowanie nigdy nie nastąpi. Oczywiście będzie koszt przejściowy, bo może on wynosić rok, dwa lub trzy lata, ale skutkiem będzie wejście sektora realnego gospodarki na inny poziom konkurencyjności i wydajności pracy.

Prof. Gomułka twierdzi, że wewnątrz zagrożenia krajowe mają równie duże znaczenie destabilizacyjne jak zagrożenia zewnętrzne. O jakie zagrożenia chodzi? Czy chodzi jedynie o problem niestabilności rachunku bieżącego? (**B. Błaszczyk**)

W najbliższych trzech-czterech latach to zagrożenie jawi się jako podstawowe. W tej chwili krótkoterminowe zadłużenie Polski jest jeszcze niewielkie, to nie jest sytuacja, którą obserwowaliśmy na Dalekim Wschodzie czy w Meksyku. Drugim podstawowym zagrożeniem jest zadłużenie krótkoterminowe, które w Polsce nie występuje. Pozostaje nadzieja, że nie dojdzie w Polsce do eksplozji zadłużenia polskich przedsiębiorstw w ciągu najbliższych paru lat. Na razie więc wzrost tego zadłużenia, który jest monitorowany zarówno przez NBP jak i MF jest umiarkowanie szybki. Trzecim poważnym zagrożeniem jest deficyt budżetowy. Co prawda istnieją obawy o rozwój sytuacji na tym odcinku, ale nawet zmniejszone dochody nie powinny w dramatyczny sposób zwiększyć ryzyka niestabilności. W tej chwili głównym zagrożeniem wydaje się pogarszające się saldo na rachunku bieżącym i to nie w tym roku a w latach 2001-2002.

Wyraźnie uwidoczniły się różnice ocen doradców gospodarczych i makroekonomistów. Ci pierwsi podważali optymizm analityków makroekonomicznych co do utrzymania bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Analitycy twierdzą, że wydajność pracy w Polsce stanowi 15% wydajności w Europie Zachodniej. Abstrahują natomiast od kosztu pracy, który stanowi 20% europejskiego. Nie ma więc szczególnej zachęty do lokowania inwestycji zagranicznych, jeżeli nowe fabryki nie mają produkować na rynek wewnętrzny. Zdaniem Jacka Bukowskiego, mniejsze

zainteresowanie przedsiębiorców przemysłowych Polską jest już wyraźnie widoczne. Potrzebne są więc zachęty dla utrzymania w Polsce inwestycji zagranicznych. Problemem nie jest jedynie brak pieniędzy na udzielanie kredytów, ale i to, że kredyty inwestycyjne są niesłychanie drogie.

Obok wymienionych czynników: dezinflacji, umocnienia złotówki, kryzysu rosyjskiego, zmniejszonej chłonności rynków zachodnich fundamentalną funkcję w spowolnieniu wzrostu gospodarczego pełni bariera akumulacyjna (**J. Kotowicz**). Przy tym poziomie oszczędności podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, z którym mamy do czynienia w tej chwili obserwujemy stopę inwestycji na poziomie 21,5%. Żeby osiągnąć tempo wzrostu na poziomie 4-5% oczekiwana stopa inwestycji musiałaby być na poziomie 25-27%. Jakie są możliwości jej uzyskania w obecnych warunkach? Zdaniem Kotowicza z Instytutu Rozwoju i Studiów Strategicznych, możliwości są znikome, a właściwie nie ma ich wcale. Mamy do czynienia na rynku z syndromem popytowo-kosztowym, czyli ze zjawiskiem, w którym podmioty gospodarcze pozbawione zaplecza akumulacyjnego (z powodu poziomu restryktywności polityki fiskalnej) nie są w stanie nadążyć z tempem rotacji kapitału i modernizacji majątku, żeby dostosować się do wyzwań konkurencyjności jakościowej produkcji importowej, która w tej chwili w ostrym tempie zaczyna się pojawiać i wymusza jakościową poprawę produkcji. Syndrom ten powoduje, że przy ograniczonych możliwościach zbytu produkcji na rynku krajowym i ograniczonym popycie na rynku rosyjskim przedsiębiorstwa nie mogą rotować, nie mogą organizować majątku z powodu bariery akumulacyjnej i braku odpowiedniego tempa oszczędzania cash flow, aby sprostać konkurencji importu. Z tego powodu przedsiębiorstwa wypadają z rynku. Obserwujemy spadek rentowności, płynności finansowej i wszystkich innych wskaźników oszczędnościowych przedsiębiorstw. Wobec tego pożądanym celem polityki gospodarczej w najbliższych latach jest odbudowa akumulacyjnego zaplecza procesów inwestycyjnych. Chodzi nie tylko o odbudowę samych oszczędności inwestycyjnych, które powinny być podstawą tej akumulacji, a zewnętrzne tylko źródłem uzupełniającym, ale chodzi także o zmianę rankingu źródeł finansowania procesów inwestycyjnych. Dzisiaj obowiązuje następujący: środki własne przedsiębiorstw, szara strefa, kapitał obcy, krajowy kredyt inwestycyjny. Zadaniem polityki gospodarczej na najbliższe lata wydaje się odwrócenie tej sytuacji, takie nacelowanie instrumentów polityki pieniężnej, a więc fiskalnej i kredytowej, aby ten ranking uległ zmianie. Pierwsze miejsce musi zająć krajowy kredyt inwestycyjny, tak jak jest wszędzie na całym świecie. Obecnie stanowi on w Polsce 18% finanso-

wania procesów rozwojowych, a na świecie - od 70 do 80%. Na drugim powinny znaleźć się środki własne, następnie – obcy kapitał inwestycyjny i na końcu – szara strefa. Żeby to mogło nastąpić konieczna jest liberalizacja polityki fiskalnej i odbudowa krajowych oszczędności zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, co może spowodować aktywizację kredytu inwestycyjnego w procesach alokacyjnych, bo dzisiaj ta funkcja kredytu inwestycyjnego jest absolutnie bierna.

Z oceną stopnia finansowania inwestycji własnych przez firmy na świecie polemizował prof. J. Rostowski, ponieważ w krajach OECD od 60 do 70 proc. finansowania firm pochodzi ze środków własnych a znacząca i rosnąca część pochodzi z emisji akcji i papierów dłużnych. Jeżeli natomiast chcemy, aby zwiększyły się kredyty bankowe dla przedsiębiorstw, to musimy stworzyć warunki, w których ludzie chcą trzymać pieniądze w banku. Nawet bardzo wysokie stopy procentowe depozytów są jedynie rozwiązaniem doraźnym, nie do utrzymania w dłuższym okresie, jedynym więc rozwiązaniem jest stale bardzo niska inflacja, ponieważ nie można finansować gospodarki rabując gospodarstwa domowe.

Oszczędności mają sfinansować w przyszłości szybki wzrost gospodarczy. Jeżeli uwierzymy, że strategia ministra finansów zbilansowania budżetu do 2003 roku zostanie zrealizowana, to oznacza, że oszczędności krajowe wzrosną o 2%. Według symulacji w ciągu kilku lat na skutek reformy emerytalnej oszczędności sektora prywatnego wzrosną o kolejne 2%, czyli w ciągu najbliższych 6-7 lat nastąpi jak gdyby samoczynny wzrost oszczędności o 4% na skutek tych dwóch procesów. Problem więc nie polega na tym, że oszczędności nie mogą wzrosnąć o 4 czy 5 %, jak dowodził prof. M. Dąbrowski, ale na tym, że inwestycje mogą rosnąć jeszcze szybciej, co oznacza powiększenie deficytu na rachunku bieżącym.

Rozpatrując szansę zwiększenia oszczędności zewnętrznych warto byłoby się rozprawić z mitem braku przyływu zagranicznego kapitału krótkoterminowego. Zdaniem Krzysztofa Rybińskiego z ING Barings część 5 mld USD, które napłynęły w 11 miesięcy ubiegłego roku na pewno stanowi kapitał krótkoterminowy stanowiący zabezpieczenie transakcji w instrumentach krótkoterminowych, a inwestycja w instrumenty pochodne stanowi przecież najkrótszy z krótkoterminowych kapitałów. Jeśli więc, w kontekście syndromu tygrysa, tendencja ta nasili się, to w 1999 roku możemy mieć kilka mld USD kapitału krótkoterminowego zakumulowanego w rękach inwestorów zagranicznych. A to jest już dość duża kwota, by wyrzucić presję na kurs walutowy. Nie można również zapominać, że Polska przez powojenne dziesięciolecie była krajem dwuwalutowym, to-

też gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niekoniecznie muszą trzymać oszczędności jedynie złotówkowe.

Jeśli przyczyną spadku PKB czy niższej dynamiki jest określony czynnik, to na siłę trzeba go odwracać. Jeśli spadek handlu z Rosją jest ważny, to nie oznacza wcale, że na siłę musimy ten handel pobudzać. Jeżeli bardzo ważnym czynnikiem jest aprecjacja złotego, to wcale nie znaczy, że mamy się ratować przez osłabianie złotówki. Ważniejsze są bowiem czynniki długoterminowe, które decydują o restrukturyzacji a różnego rodzaju w dużym stopniu egzogeniczne czynniki, które nam na krótką metę obniżają tempo wzrostu powinny być traktowane jako szoki, które w dużym stopniu trzeba cierpliwie przyjąć do wiadomości, a nie za wszelką cenę im przeciwdziałać. Z tego punktu widzenia, zdaniem Andrzeja Bratkowskiego, należy obawiać się bezkrytycznego naśladownictwa reakcji zagranicznych polityków gospodarczych, których, ze względu na znacznie lepszą sytuację gospodarczą, czynniki czysto polityczne znacznie bardziej skłaniają do niwelowania krótkookresowych szoków, by lepiej wypaść politycznie, natomiast mniej jest dla nich ważna długoterminowa koniunktura.

Oszczędności wewnętrzne. Nie sądzę, żeby w zasadniczy sposób można było zmienić strukturę oszczędności. Ze względu na istniejącą strukturę firm, nie zapominając, że wzrost finansowany jest przede wszystkim z oszczędności własnych firm jest naturalne i tak być powinno. Koszty pośrednictwa finansowego w takiej strukturze gospodarki są bardzo wysokie. Nie da się zasilać małych firm z systemu bankowego, bo to za dużo kosztuje. Ważniejsze więc są możliwości pozwalające małym firmom akumulować własne środki, a więc pilnie potrzebna jest umożliwiająca ten proces reforma podatkowa. Rynek kapitałowy natomiast powinien zasilać duże przedsiębiorstwa (**A. Bratkowski**).

## 5. Kombinacja polityki monetarnej i fiskalnej

Jeśli policy mix (kombinację polityki monetarnej i fiskalnej) odniesiemy do ubiegłego roku, kiedy inflacja wynosiła ponad 13% (i nadal jest powyżej standardów, do których zmierzamy), to pierwszym podstawowym wnioskiem jest konieczność zacieśniania całej polityki makroekonomicznej, żeby tę inflację ograniczać, a dopiero w drugiej kolejności staje problem kombinacji dyskutowanych polityk. Jeśli przypatrzymy się wszystkim danym statystycznym za okres ubiegłego roku, to stwierdzimy, że nastąpiło ogólne zacieśnienie polityki makroekonomicznej i jednocześnie zmiana proporcji. Polityka fiskalna dokonała dostosowania i w 1997 i w I połowie 1998 ro-

ku, a w polityce monetarnej poczynając od lutego 1998 roku stopy procentowe były obniżane kilkakrotnie, spadła stopa interwencyjna o 9 pkt proc., wzrosła podaż pieniądza w stopniu znacznie przekraczającym wzrost realnego PKB x inflacja, czyli nastąpiło wyraźne poluzowanie polityki monetarnej. Czy dalsza zmiana kombinacji polityki monetarnej i fiskalnej będzie mogła postępować w bieżącym roku w dużym stopniu będzie zależało od polityki fiskalnej. Nie negując celu strategicznego Ministerstwa Finansów – zejścia do zera z deficytem fiskalnym, to obawiam się, że rok 2000 nie przyniesie postępów ze względu na koszty czterech reform, błędy w palnowaniu makroekonomicznym (zbyt wysoki wskaźnik inflacji, zbyt wysoki wskaźnik wzrostu PKB przy konstrukcji budżetu) będą powodowały kłopoty. Jeśli nie zmieni się polityka fiskalna, to trudno oczekiwać liberalizacji polityki monetarnej. Wydaje się, że spadek stóp procentowych będzie mógł jedynie postępować w ślad za spadkiem inflacji.

Poziom stóp procentowych wynika między innymi ze skłonności do oszczędzania i ze skłonności do inwestowania. Nawet w Japonii realne stopy procentowe zaczęły spadać chociaż nie zmieniła się skłonność do oszczędzania, ale odnotowano spadek chęci do inwestowania. W Polsce wciąż odnotowujemy bardzo wysoką i niewykluczone, że rosnąca chęć do inwestowania (choć może teraz w wyniku zwolnienia wzrostu gospodarczego może ulec korekcie) i tylko stopniowo rosnącą skłonność do oszczędzania. Stopy procentowe muszą więc być wyższe niż w innych krajach, w których nie ma takiego rozwarcia. Jeśli postulujemy na przykład płynny kurs walutowy i zwiększanie ryzyka kursowego, to za to musimy płacić znów wyższymi realnymi stopami procentowymi.

Niewątpliwie polska gospodarka przeżywa obecnie moment zakrętu spowodowanego szokami zewnętrznymi – kryzys rosyjski, wchodzenie do struktur euroatlantyckich, wewnętrzne korekty gospodarcze. Rezerwy dostosowań mikroekonomicznych są jeszcze ogromne. Czy one zostaną uruchomione i jak szybko – zależy od polityki prywatyzacyjnej, deregulacji, zmian instytucjonalnych.

Kiedy zbliżenie Polski i Europy Zachodniej staje się faktem, kiedy następuje liberalizacja przepływów kapitałowych i zwiększenie ich mobilności, kiedy polskie przedsiębiorstwa poprzez polski system bankowy mają większy dostęp do kapitału zagranicznego, to utrzymywanie zbyt dużych różnic w stopach procentowych jest po prostu niemożliwe (**prof. S. Gomułka**). Bank centralny może próbować takie różnice utrzymać, ale one są bardzo kosztowne i potencjalnie niebezpieczne, destabilizacyjne. Obniżenie stóp zapewnia duży dopływ spekulacyjnego portfelowego kapitału, duży przyływ rezerw. Jeżeli powiększymy różnice pomiędzy stopami europejskimi i polskimi, narazamy się na ogromną aprecjację, co

oznacza duże koszty bezpośrednie fiskalne, albo realne obciążające eksporterów oraz zagrożenie kryzysem w niedalekiej przyszłości. Utrzymanie więc zbyt dużej różnicy w stopach procentowych jest nierealne. Im wcześniej Rada Polityki Pieniężnej to zauważy, tym lepiej. Tym bardziej że już w zeszłym roku miały miejsce destabilizacyjne przypadki, które nawet nie były zgodne z celami NBP np. zbyt duży przyrost rezerw a w związku z tym zbyt duży przyrost pieniądza zagranicznego a stąd i koszty wyrażające się w tej chwili w przyroście zadłużenia banku centralnego wobec innych podmiotów gospodarczych, a z drugiej strony – przyspieszenie procesu zadłużania się polskich przedsiębiorstw za granicą z potencjalnie niebezpiecznymi skutkami na dłuższą metę. Utrzymywanie więc wysokich stóp procentowych jest działaniem destabilizacyjnym, działaniem skierowanym przeciwko celom banku centralnego. W tym roku, zdaniem prof. S. Gomułki, koncentracja działań polityki monetarnej powinna stać się głównie na początku roku, w pierwszych kilku miesiącach, ponieważ zjawiska prorecesyjne są substytutem dla twardszej polityki monetarnej. Mniejsza zyskowność przedsiębiorstw samoistnie dyscyplinuje na przykład wzrost płac. Aprecjacja złotego automatycznie dyscyplinuje przedsiębiorstwa, zmniejsza również inflację i jest substytutem stóp procentowych. Pojawiły się procesy prorecesyjne i wzmacniające złotówkę, a reakcją na nie powinno być zmniejszenie stóp procentowych, bo to w tej chwili nie grozi uaktywnieniem procesów inflacyjnych, bo są pod kontrolą. Powstała więc rezerwa, którą im wcześniej wykorzystamy, tym więcej zmniejszymy koszty szoków zewnętrznych. Szoki zewnętrzne, których doznaje obecnie Polska, zgodnie z teorią ekonomii, dają przez pewien czas większe pole manewru dla bardziej ekspansywnej polityki monetarnej. Gdyby doszło do odwrócenia sytuacji i działania rozpoczęłyby się dopiero w drugiej połowie roku, wówczas stopy procentowe mogą pójść nawet w górę, zwłaszcza gdyby nastąpiło pogorszenie sytuacji fiskalnej. Oznaczać to może nawet powstrzymanie procesów destabilizacyjnych na jakiś czas, jeśli pogorszy się sytuacja fiskalna a z drugiej strony trzeba będzie podwyższyć stopy procentowe, co przełoży się na wzrost kosztów i co może mieć wpływ na poziom inflacji.

\*/ Krystyna Olechowska jest współpracownikiem Fundacji CASE