

*Alojzy Z.Nowak**

Dylematy polskiej polityki gospodarczej wobec zmian na światowych rynkach finansowych i integracji z Unią Europejską (ujęcie jakościowe)

1. Uwagi ogólne

Obserwowane na przestrzeni 1998 i 1999 r. perturbacje finansowe w niektórych krajach azjatyckich wywołały wśród wielu ekonomistów i praktyków życia gospodarczego o uznanym autorytecie międzynarodowym falę dyskusji nt. możliwości kryzysu gospodarczego na skalę globalną. Niektórzy z nich, jak np. Eisuke Sakakibara, wiceminister finansów Japonii, uznali, że jest to początek kryzysu światowego kapitalizmu. Inni wskazują, że jest to przede wszystkim „kryzys zaufania” (zdaniem Kennetha Courtisa, byłego eksperta Deutsche Bank), a jeszcze inni straszą niemal końcem świata (Viviane Forrerster). Jednak większość dyskutantów (m.in. Rudiger Dornbusch z MIT czy Allan Greenspan z FED) wydaje się być bardziej powściągliwa i powiada, że były to tylko chwilowe wahnięcia, spowodowane nieroztropną polityką finansową w poszczególnych krajach.

Biorąc pod uwagę z jednej strony wielkość zjawiska w stosunku do obrotów finansowych notowanych globalnie na międzynarodowych rynkach finansowych, a z drugiej – stan koniunktury gospodarczej w krajach będących „lokomotywami” współczesnego świata, należy chyba generalnie zgodzić się z tymi ekonomistami, którzy w chwili obecnej nie widzą bezpośrednio takiego zagrożenia. Do wyrażenia takiego poglądu uprawniają w szczególności wskaźniki makroekonomiczne (m.in. tempo wzrostu gospodarczego czy poziom oszczędności, inwestycji i bezrobocia) w Stanach Zjednoczonych i państwach Europy Zachodniej. Rzecz jasna kraje te, choć w różnym stopniu, także doświadczają pewnych

* Prof. dr hab. **Alojzy Z.Nowak** – dyrektor Centrum Europejskiego oraz prodziekan Wydziału Zarządzania, Uniwersytet Warszawski; kierownik Katedry Finansów, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Warszawie.

negatywnych procesów, jak np. obserwowany w Europie kontynentalnej wysoki poziom bezrobocia, szacowany na ok. 18-20 mln bezrobotnych. Jednak zjawiska te – oceniane dzisiaj – nie wydają się być w najbliższym czasie bezpośrednią przyczyną kryzysu na świecie.

Z drugiej strony, jeśli popatrzymy na kraje Dalekiego Wschodu, a wśród nich na Japonię i Koreę Południową, uchodzące przez ostatnie kilkanaście lat za gospodarce „lokomotywy”, to zauważymy, że jednak coś tam „pękło” w ostatnim czasie, co niektórzy ekonomiści traktują jako ostrzeżenie przed kryzysem ogólnoswiatowym. Miejmy nadzieję, że obserwowane załamanie na rynkach finansowych w tych krajach miało tylko charakter tymczasowy (tzw. korekcyjny) i że nie będzie to miało wpływu na sferę realną, a tym samym nie pojawią się przyczyny wystąpienia kryzysu właściwego.

Patrząc na świat globalnie nie wolno nam także zapominać o Rosji i innych krajach należących do byłego Związku Radzieckiego. One przecież także mogą być – chociażby ze względu na swój potencjał gospodarczy i ludnościowy – stabilizatorami bądź destabilizatorami gospodarki światowej, a tym samym i sytuacji gospodarczej w Polsce. A poza wszystkim są to nasi sąsiedzi, a więc jesteśmy niejako skazani na współpracę gospodarczą z nimi. Doświadczenia wskazują jednak, że ich wpływ na koniunkturę gospodarczą świata zależy będzie m.in. od rodzaju i sposobu wprowadzania reform ekonomicznych, które będą uwarunkowane także ogólną sytuacją gospodarczą na świecie oraz prowadzoną w tych krajach polityką makroekonomiczną.

Chciałbym w tym miejscu przywołać raport przygotowany niegdyś przez ekonomistów amerykańskich i niemieckich we współpracy z ekonomistami rosyjskimi dla prezydentów Gorbaczowa i Jelcyna, wskazujący, że w przypadku wprowadzenia w Rosji tzw. szokoterapii bezrobocie w tym kraju mogło osiągnąć wskaźnik 29%, co w liczbach bezwzględnych dawałoby 36 milionów osób. Wpływ takiego stanu rzeczy, przy założeniu w miarę swobodnego przepływu siły roboczej, na stan koniunktury gospodarczej przynajmniej w Europie nie wymaga, jak się wydaje, komentarza. Na szczęście Rosja odeszła od wprowadzania tego typu terapii szokowej.

2. Czy grozi światu kryzys walutowy?

Jest to doprawdy interesujące i bardzo ważne pytanie, choć odpowiedź na nie jest, moim zdaniem, niezwykle skomplikowana. Wydaje się, że po pierwsze należałoby zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego, a po drugie wyodrębnić kryzys walutowy strukturalny i koniunkturalny. Według mnie, z kryzysem walutowym ma się do czynienia wtedy, kiedy dane podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę swoich aktywów nominowanych w danej walucie. Główną przyczyną takiego zjawiska jest utrata zaufania do owej

waluty, spowodowana np. pogarszaniem się jej siły nabywczej, czyli jej deprecjacją, a tym samym zmniejszaniem się wartości walorów utrzymywanych w tej walucie. Zanim odpowiem na pytanie, co może być przyczyną obniżania się wartości danej waluty, zdefiniujmy co rozumiemy przez to pojęcie.

Najogólniej rzecz ujmując, przez walutę rozumie się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym, co jest tym środkiem oraz w szczególności o tym, jaka jest jego wartość wymienna w stosunku do innych walut decyduje władza monetarna danego kraju (Bank Centralny, minister finansów, minister skarbu). Decyzje takie podejmowane są z reguły na podstawie oceny sytuacji ekonomicznej danego kraju, tj. w zależności od poziomu tempa wzrostu gospodarczego, zatrudnienia, oszczędności, inwestycji, stanu salda bilansu płatniczego, poziomu rezerw walutowych, kursu walutowego itd. Te natomiast wielkości są pochodnymi procesów realnych, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które – jak wskazano wcześniej – w wiodących krajach świata wykazują duży postęp. Niektórzy ekonomiści anglosascy i praktycy życia gospodarczego a wśród nich m.in. wspomniany Allan Greenspan, szef Systemu Rezerwy Federalnej USA, uważają nawet, że w rezultacie tych pozytywnych zjawisk zachodzących w sferze realnej, wiek XXI może być okresem dezinflacji, przynajmniej w Stanach Zjednoczonych, a tym samym będzie się umacniało zaufanie do waluty amerykańskiej.

A zatem, jeśli analiza gospodarki kraju, którego waluta odgrywa rolę światową – w obecnym czasie jest to USA i dolar amerykański, który w świetle danych obsługuje około 70% obrotów handlowych w świecie – wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, to raczej nie ma podstaw do obaw dotyczących pojawienia się strukturalnych przyczyn kryzysu walutowego.

Czy jednak zawsze musi tak być? Wydaje się, że doświadczenia innych krajów wskazują, że niestety nie. W szczególności przychodzi tutaj na myśl słynny „Barometr Harvardzki”, który w latach 30. wykazywał, że gospodarka będzie się w dalszym ciągu wspaniale rozwijała, a tymczasem stało się dokładnie odwrotnie.

3. Przyczyny nierównowagi finansowej

Wielu czołowych ekonomistów uważa, że głównym powodem zaistnienia nierównowagi finansowej na światowych rynkach finansowych może być tzw. nadpłynność finansowa głównych „graczy” na tych rynkach. Według dostępnych danych statystycznych szacuje się, że obroty na międzynarodowych rynkach finansowych są 30-40-krotnie wyższe niż obroty w sferze realnej. Powodem takiego wysokiego wolumenu obrotów jest m.in. wprowadzenie w latach 70. płynnych kursów walutowych, a następnie w latach 80. deregulacja

obrotów instrumentami finansowymi i ich pochodnymi. W rezultacie – głównie z chęci zysku, a nie jak dotąd w przeważającej mierze z powodu wyrównywania pozycji walutowych (do połowy lat 70. podstawowymi uczestnikami rynków walutowych były banki) – pojawiło się na rynkach finansowych wiele nowych podmiotów: funduszy powierniczych, instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych itd. oraz wiele nowych instrumentów finansowych. Ta wielość uczestników i walorów oraz ich pogoń za zyskiem spowodowały powstanie swojego rodzaju „nadprodukcji pieniądza”, co w efekcie może prowadzić do różnego rodzaju perturbacji powodujących hossę albo bessę na rynkach finansowych, jak to miało miejsce w 1999 r. Wydaje się jednak, że międzynarodowe instytucje finansowe coraz częściej uświadamiają sobie te zjawiska i podejmą odpowiednie kroki zapobiegawcze, głównie w sferze regulacyjnej. Jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć, to rzecz jasna trudno w tej chwili przewidzieć.

Innym czynnikiem, mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych może być utrata zaufania do waluty (walut) światowej z pobudek nazwijmy to irracjonalnych: psychologicznych bądź innych, które czasami nawet trudno zdefiniować. Pamiętajmy bowiem, że współczesne stosunki walutowe nie opierają się właściwie na żadnych „twardych podstawach”, jak to miało miejsce w przeszłości, kiedy rolę pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie podstawą taką były stałe kursy walutowe. Obecnie nie występuje bezpośrednio zagrożenie utraty zaufania do waluty światowej, m.in. z tego względu, że współczesny świat finansowy występuje niezwykle solidarnie w jej obronie, obawiając się zapewne znanego ekonomistom „efektu domina”. Myślę tutaj np. o wielomiliardowym kredycie stabilizacyjnym udzielonym Korei Południowej, Malezji i innym „tygrysom” azjatyckim przez Bank Światowy, ale także o pomocy interwencyjnej rządu USA udzielonej krajom Dalekiego Wschodu dla obrony wartości ich walut oraz dla zachowania pozycji dolara amerykańskiego.

Na początku 1998 r. taki gest solidarności uczyniły nawet Chiny, ogłaszając na konferencji w Davos, że nie zezwolą na zmianę wartości swojej waluty w obliczu zdarzeń na Dalekim Wschodzie, co oczywiście wzbudziło ogromny aplauz innych uczestników tego ekonomicznego „szczytu”. Czy jednak zawsze ma miejsce taka zgodność świata finansowego? Historia pokazuje, że niestety nie. Co może się zdarzyć, przynajmniej hipotetycznie, jeśli takiej wspólnej interwencji by nie było? Pierwsze, co nasuwa się na myśl, to oczywiście ucieczka kapitału z miejsc zagrożenia i wizja pojawienia się w dużych rozmiarach kapitału nomadycznego na tzw. wschodzących rynkach, gdzie pewny i wysoki zysk (istnienie wysokiej stopy procentowej) z pewnością stanowiłby dużą zachętę do lokat. Czy Polska jest przygotowana do ewentualnej absorpcji takiego kapitału? Właściwie trudno w tej chwili dać jednoznaczną

odpowieź, gdyż, o ile mi wiadomo, żadne poważniejsze badania w tej materii nie zostały jeszcze przeprowadzone. Dlatego też pozwalam sobie zachęcać do prowadzenia dalszych analiz w tym zakresie, przynajmniej metodą jakościową, by w efekcie wskazać kierunki działania i sposoby zachowania się władz monetarnych w podobnych sytuacjach.

4. Perturbacje finansowe na świecie a destabilizacja gospodarki polskiej

Analiza tak postawionej kwestii czy też próba odpowiedzi na pytanie, czy w związku z perturbacjami na świecie także Polsce grozi kryzys walutowy, nie może być niestety jednoznaczna. Wynika to przynajmniej z trzech powodów.

Po pierwsze, występujące wciąż ograniczenia w swobodzie przepływu kapitału w naszym kraju niejako amortyzują wszelkie perturbacje pojawiające się na międzynarodowych rynkach finansowych, zabezpieczając jednocześnie polski rynek finansowy przed nadmierną ruchliwością kapitału nomadycznego, który byłby zainteresowany uczestnictwem na jeszcze większą skalę w krótkoterminowych operacjach finansowych na naszym rynku kapitałowym. Warto na marginesie zauważyć, że zarówno doświadczenia innych krajów (Meksyk, Czechy), jak częściowo już i nasze, wskazują, że akurat w tym aspekcie nie jest pożądana zbyt pośpieszna deregulacja. Choć – co należy podkreślić – w Polsce głoszone są także opinie, że tylko liberalizacja i swobodny przepływ kapitału może zmniejszyć niebezpieczeństwo przenoszenia perturbacji finansowych powstających na międzynarodowych rynkach finansowych na krajowy rynek walutowo-pieniężny. Bez przesądzania w chwili obecnej, która opinia jest bliższa rzeczywistości, wydaje się, że oba te stanowiska wymagają głębszych studiów, choćby z tego względu, że *emerging markets* pojawiły się po raz pierwszy i standardowe porównania oraz odniesienia mogą okazać się nieadekwatne do otaczającej nas rzeczywistości.

Po drugie, istnienie w Polsce niezwykle płytkiego rynku finansowego powoduje, że nawet niewielkie zawirowania za granicą mogą powodować znaczące wstrząsy na naszym rynku finansowym. Czy można zatem ten płytki rynek finansowy w Polsce „pogłębić” i w jaki sposób?

Teoretycznie rzecz ujmując, można to uczynić m.in. poprzez kreację nowych instrumentów finansowych. Argumentem dodatkowo przemawiającym za takim rozwiązaniem jest także względnie niski stopień monetyzacji polskiej gospodarki, mierzony relacją agregatu pieniężnego M2 do Produktu Krajowego Brutto.

Gdy jednak przyjrzeć się bliżej polskiemu systemowi finansowemu, to można zauważyć, że nawet w obecnej sytuacji nie wykorzystuje on w pełni swoich możliwości związanych z kreacją podstawowych walorów finansowych.

Chodzi tutaj głównie o mały udział kredytów bankowych w finansowaniu rozwoju gospodarczego oraz o pewną awersję polskich banków do udzielania kredytów podmiotom gospodarczym. Wystarczy powiedzieć, że kredyty w aktywach banków komercyjnych stanowią w chwili obecnej około 38-40% ich aktywów ogółem, podczas gdy w rozwiniętych krajach z gospodarką rynkową – około 70%. Jest to rzecz jasna duży postęp w porównaniu z pierwszą połową lat 90., kiedy to ich udział wynosił zaledwie 14-16%, ale jak widać, wciąż daleko jest

w tej dziedzinie do osiągnięcia standardów światowych.

Dlaczego tak się dzieje? Główną przyczyną takiego zjawiska można upatrywać m.in. w wysokiej stopie procentowej i w rezultacie w wysokim oprocentowaniu rządowych bonów skarbowych, które stanowią jedną z głównych pozycji aktywów banków komercyjnych. Dochodzi do sytuacji paradoksalnej z punktu widzenia funkcji systemu bankowego. Oto banki – jak określa to prof. K.Ryć – „żyją” z podatników, zamiast z gospodarki (przez udzielanie jej kredytów i pożyczek). Banki komercyjne dzierżą blisko 1/3 długu publicznego, co stanowi około 15% PKB i na skutek tego nie produkcja, lecz redystrybucja jest najefektywniejszym źródłem pomyślności sektora bankowego.

Po trzecie, dla pełniejszego określenia wpływu zmian zachodzących na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację ekonomiczno-finansową w Polsce, należy także rozważyć konsekwencje powstania i wprowadzenia europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

5. Euro i konsekwencje jego wprowadzenia dla Polski

Wprowadzenie euro z całą pewnością wywrze istotny wpływ na kształtowanie się stosunków wymiennych w Europie i na świecie, gdzie obecnie najważniejszą walutą rozliczeniową oraz rezerwową jest dolar amerykański. Ukształtowanie się odpowiedniej relacji wymiennej pomiędzy tymi walutami będzie wpływało w najbliższym czasie na stosunki gospodarcze na świecie, w tym także na sytuację ekonomiczną w Polsce.

Najogólniej można powiedzieć, że skutki, jakich należy się spodziewać w wyniku utworzenia w Europie jednego wspólnego pieniądza będą konsekwencją przejścia od wielowalutowości do jednawalutowości z jednej strony w stosunkach między krajami Unii Europejskiej, zaś z drugiej strony – w stosunkach Polski z tym nowym organizmem gospodarczym. Bezpośrednio będą one dotyczyły co najmniej trzech sfer zagadnień:

- stosunków w handlu zagranicznym,
- przepływu kapitałów oraz
- stanu i struktury długu zagranicznego Polski.

Oznacza to zatem, że mająca powstać unia walutowa wpłynie z całą pewnością na kształtowanie się w Polsce polityki pieniężnej (stopień monetyzacji i stopę procentową), politykę fiskalną (podatki, wydatki budżetu) oraz kształtowanie się kursu złotego.

Dodatkowo w analizie problemu należy wziąć pod uwagę szeroko rozumiane tło gospodarcze, w tym wspomniane już stosunki gospodarcze z krajami ościennymi, na które wpłynie także powstanie UGW, jak i konsekwencje tego dla Polski.

Dla krajów Unii rezultaty utworzenia euro mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne. Pierwsze mogą być rezultatem wzmocnienia pozycji międzynarodowej nowej waluty i wprowadzenia krajów UGW na ścieżkę ustabilizowanego wzrostu. Rezultaty negatywne mogą natomiast wynikać z ewentualnych napięć wewnętrznych powodujących osłabienie euro i gospodarek państw należących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Należy więc analizować pozycję Polski w kontekście tych dwóch scenariuszy, które jednocześnie określają różne struktury międzynarodowych rynków pieniężnych.

5.1. Scenariusz optymistyczny

W przypadku scenariusza optymistycznego doszłoby do powstania nowej silnej waluty o pozycji większej niż posiada obecnie marka niemiecka. Doprowadzi to do względnego pogorszenia międzynarodowej pozycji dolara. Mocna waluta europejska stałaby się atrakcyjna dla inwestorów na rynkach pieniężnych. Można więc oczekiwać, że przynajmniej częściowo restrukturyzowałiby oni swoje portfele inwestycji walutowych na niekorzyść dolara. Nastąpiłoby jego względne osłabienie i potaniecie z tendencją do powstania presji inflacyjnej z jednej strony, a z drugiej – potaniecia towarów amerykańskich. Dla Unii Europejskiej natomiast skutkiem wzrostu popytu na euro byłby wzrost jego wartości i względne podrożenie towarów eksportowanych z krajów Unii; opłacalny stałby się więc – niejako automatycznie – eksport polskich towarów do krajów nowej waluty. Wzrost wartości euro oznaczałby relatywne potaniecie złotego i korzystną sytuację polskich eksporterów w eksporcie do krajów UGW; jednocześnie korzystny stałby się import z krajów obszaru dolarowego, co oznaczałoby poprawę polskiego *terms of trade*.

Taki scenariusz oznaczałby też tendencję recesyjną w części krajów Unii, tych mianowicie, dla których nowa waluta okazałaby się zbyt przewartościowana w stosunku do ich narodowego pieniądza przed integracją walutową. Rezultatem byłoby osłabienie pozycji eksporterów, spadek ich zysków, ucieczka kapitałów, wzrost bezrobocia itd. Ucieczka kapitałów z pewnych obszarów oznacza poszukiwanie przez nie terenów ekspansji. Jednym z tych obszarów mogłaby stać się Polska. Zważywszy także, że jednocześnie oznaczałoby to obniżenie stopy procentowej w krajach Unii, polscy inwestorzy mieliby perspektywę

sięgnięcia do tańszych zasobów kapitałowych, a więc w warunkach otwarcia naszego rynku finansowego, pojawiłaby się konkurencja na rynkach kapitałowych wymuszająca obniżkę stóp procentowych z jednej strony i osłabienie złotego z drugiej strony, a w każdym razie osłabienie jego presji aprecjacyjnej. To oznaczałoby poprawę sytuacji eksporterów i dodanie bodźca rozwojowego polskiej gospodarce „bez naszego własnego udziału”. Faktycznie oznaczałoby to sytuację bardzo korzystną dla polityki gospodarczej, gdyż mogłoby ułatwić zmniejszenie deformacji zarówno w sferze rzeczowej, jak i finansowej, wciąż występujących w gospodarce polskiej, a będących w znacznej mierze rezultatem wysokiej stopy procentowej.

W sferze realnej podstawowym skutkiem wysokiej stopy procentowej jest wymuszone samofinansowanie podmiotów gospodarczych (kapitału obrotowego i inwestycji). Jak pokazują badania empiryczne bezpośrednim skutkiem takiego zjawiska jest nieefektywna alokacja zasobów, gdyż inwestują te przedsiębiorstwa, które w danych warunkach są zdolne wypracować własne środki, a nie te, które mają korzystne i efektywne projekty inwestycyjne w długim okresie. Samofinansowanie inwestycji opóźnia także wprowadzanie projektów inwestycyjnych i wydłuża czas ich realizacji. Przykładem może tutaj być budownictwo mieszkaniowe, uzależnione od możliwości zgromadzenia dostatecznie wysokich wkładów własnych przed rozpoczęciem inwestycji i dofinansowywania przez przyszłych lokatorów w trakcie jej trwania. Dodatkowym skutkiem konieczności gromadzenia środków własnych jest nierytmiczność realizacji inwestycji. Decyzje podmiotów gospodarczych mogą zbiegać się w czasie – prowadzi to do powstania fazy oszczędzania (dominują decyzje o oszczędzaniu dla zgromadzenia środków własnych), a następnie fazy inwestowania (podmioty inwestują głównie ze środków własnych, korzystając ewentualnie z kredytu lub innych form długu w celu uzupełnienia środków własnych). Grozi to utrwaleniem w przyszłości tendencji do cykliczności inwestycji i niestabilności gospodarki.

Analogicznie do cyklu inwestycyjnego pojawia się niebezpieczeństwo cyklu konsumpcyjnego (fali konsumpcyjnej). Konsumenci dóbr trwałego użytku i ogólnie dóbr drogich (a taka ocena jest zawsze względna i subiektywna; nie muszą to być dobra luksusowe) niechętnie korzystają z kredytu konsumpcyjnego i muszą się nastawić na długie oszczędzanie na przyszłą konsumpcję. Uwolnienie popytu konsumpcyjnego następuje wtedy, gdy nagromadzone zostaną dostateczne oszczędności i gdy stopa procentowa spadnie na tyle, że jednocześnie zwiększy się skłonność do korzystania z kredytu konsumpcyjnego (wiąże się to z rosnącym optymizmem konsumentów, wynikającym m.in. z oczekiwań większych dochodów własnych w przyszłości). Często jest to kwestia zaspokojenia podstawowych aspiracji i potrzeb związanych ze stylem życia uznawanym za obowiązujący (np. popyt na samochody). Można więc postawić hipotezę, że gdy zostaną już nagromadzone dostateczne oszczędności i gospodarstwa domowe

zechcą zaspokoić niektóre podstawowe aspiracje konsumpcyjne, to niewielkie obniżenie stóp procentowych kredytów konsumpcyjnych powoduje silny wzrost popytu na nie, gdyż kredyt bierze się na ogół na uzupełnienie środków własnych. W rezultacie może powstać tzw. efekt fali konsumpcyjnej, z którego przykładem mieliśmy do czynienia w Polsce w drugiej połowie 1996 r., kiedy to zaobserwowano bardzo silny wzrost kredytów konsumpcyjnych, będący najsilniejszym źródłem przyrostu podaży pieniądza w tym okresie. Wysoka stopa procentowa jest także silnym czynnikiem dekoniunktury, powoduje bowiem obniżenie nakładów na inwestycje, wydatków na konsumpcję oraz eksportu (gdy jednocześnie włącza się tzw. kursową kotwicę inflacyjną).

W sferze finansowej w rezultacie dłuższej utrzymującej się wysokiej stopy procentowej następuje deformacja struktury aktywów systemu bankowego, polegająca na tym, że ich nadmierną część – była już o tym mowa wcześniej – stanowią papiery skarbowe (35-40% aktywów ogółem), a zbyt małą kredyty dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (35-40%). Utrzymywanie wysokiej stopy procentowej i dużej marży bankowej (będącej także rezultatem polityki wysokich rezerw obowiązkowych) prowadzi do wysokiego poziomu realnej stopy procentowej i osłabia sprawność banków. Bank centralny ściągając płynność banków i oferując stosunkowo wysoko oprocentowane bony pieniężne i skarbowe, stwarza im niejako cieplarniane warunki, gdyż nie muszą wypracowywać dochodów z udzielania kredytów przedsiębiorstwom i brać szerokiego udziału w grze na rynkach pieniężnych i kapitałowych – przynajmniej w takim zakresie, jak muszą to czynić banki na Zachodzie. Utrwała to ich słabe doświadczenie i gdy na polski rynek zostaną dopuszczone silne zachodnie instytucje finansowe, to może to doprowadzić do wyparcia rodzimych banków z krajowego rynku finansowego, a nawet do bankructwa słabszych z nich.

Wysoki koszt obsługi długu publicznego, spowodowany wysoką stopą procentową, staje się przyczyną dalszego wzrostu realnego poziomu obciążeń podatkowych i nadmiernego fiskalizmu. Wysoki udział takich kosztów w strukturze kosztów przedsiębiorstw uzależnionych od kredytu bankowego (jak powiedziałem, ogólną tendencją jest ucieczka od kredytu) podnosi ogólny poziom kosztów, a tym samym przyczynia się do zmniejszenia konkurencyjności gospodarki (sektorów zależnych od kredytu). Utrwalona poprzez strukturę mnożnikowych powiązań gospodarczych wysoka stopa procentowa może stać się przyczyną narastającej spirali kosztów i cen, może więc dać efekt przeciwny do zamierzonego, tzn. kreować inflację zamiast ją powstrzymać. Wysoki koszt kredytu jest także przyczyną obniżania konkurencyjności oferty eksportowej pod względem formy i terminu płatności, gdyż w celu poprawy wyników finansowych eksporterzy domagają się od odbiorców jak najkrótszych terminów płatności i utrzymania jak najniższych kosztów transakcji.

Względna aprecjacja złotego powoduje natomiast wzrost deficytu handlowego z powodu wzrostu opłacalności importu i pogarszania się opłacalności eksportu. Dodatkowo wysoka stopa procentowa, połączona z polityką kursową prowadzącą do dysparytetu kursu walut zagranicznych i wewnętrznej stopy procentowej, przyciąga kapitał spekulacyjny. Łącznie z nadwyżką walut obcych z nie rejestrowanego handlu zagranicznego (czyli w znacznej mierze z „szarej strefy”) powoduje wzrost rezerw walutowych. Sterylizacja rynku pieniężnego w celu uniknięcia inflacyjnych następstw wzrostu rezerw dewizowych jest przy wysokiej stopie procentowej nie tylko bardzo kosztowna, lecz powoduje także istotne zakłócenia na rynkach finansowych i w kształtowaniu budżetu państwa.

Mechanizm tego procesu jest następujący. Do kraju napływa zwiększony strumień zagranicznych walut w następstwie nadwyżki handlowej, finansowania wydatków inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa zagraniczne środkami własnymi lub napływu kapitału spekulacyjnego. Bank centralny skupuje te dewizy i przez to zwiększa się wypływ pieniądza do gospodarki. W rezultacie władza monetarna dążąca do ograniczenia inflacji znajduje się w bardzo kłopotliwej sytuacji. Musi ten pieniądz „ściągnąć” poprzez sterylizację, czyli realizację operacji tzw. otwartego rynku. Sprzedaje więc bony skarbowe lub pieniężne, co przyczynia się do podniesienia stopy procentowej, ponieważ warunkiem ulokowania ich na rynku pieniężnym jest oferta atrakcyjnej rentowności. Jednocześnie państwo dysponuje nadmiarem dewiz, które powinny być gdzieś ulokowane zamiast leżeć bezczynnie w banku. Lokuje je więc za granicą, ponieważ lokowanie w kraju spowodowałoby z powrotem napływ do gospodarki pieniądza, który wszak został wysterylizowany – bank postępowałby więc wbrew swoim działaniom. Postępowanie banku centralnego jest więc logiczne, jeśli za kryterium oceny przyjąć tylko aspekty monetarne.

Szersze spojrzenie wymaga jednak uwzględnienia także aspektów fiskalnych. Oto rząd, który ma niedobory finansowe i musi pożyczać pieniądze, a jednocześnie dąży do obniżania kosztów długu publicznego, w sytuacji wysokiej krajowej stopy procentowej jest skłonny, skądinąd słusznie, zaciągać pożyczkę za granicą (poprzez sprzedaż papierów skarbowych), płacąc za nie jednak znacznie więcej niż bank centralny uzyskuje ze swoich lokat. I to jest już nielogiczne, bo przecież na skutek pożyczki zaciągniętej przez rząd i tak nastąpił wypływ pieniądza do gospodarki; skutkiem jest tylko dodatkowa presja aprecjacyjna i bardzo niekorzystna sytuacja polegająca na tym, że „dopłaca się do zagranicy”.

Z kolei zważywszy, że większość naszych długów denominowana jest w dolarach amerykańskich, względne pogorszenie pozycji tej waluty dałoby nam poprawę bilansu zadłużeniowego, szacowanego jak wiadomo na około 40 mld USD. W chwili obecnej zadłużenie to nie stanowi większego problemu, gdyż na szczęście obowiązuje moratorium na jego spłatę, osiągnięte kilka lat temu w wyniku zmuśnionych negocjacji z Klubami Londyńskim i Paryskim.

Jednak już w latach 2001-2002 Polska będzie musiała rozpocząć spłatę tego zadłużenia. Szacuje się, że wynikające z tego tytułu roczne obciążenie wyniesie około 8-9 mld USD. Nie trzeba specjalnie dowodzić, że przy obecnym deficycie w handlu zagranicznym może to powodować dalsze perturbacje gospodarcze. Pogląd taki wydaje się tym bardziej uzasadniony, iż nic nie wskazuje na to, aby do roku 2001 udało się zrównoważyć wysoce do tej pory ujemny bilans handlu zagranicznego.

Z tej – jakże niepełnej – analizy widać wyraźnie, że z punktu widzenia gospodarki polskiej, a więc i z punktu widzenia polskich przedsiębiorstw, realizacja pozytywnego scenariusza wprowadzenia euro może mieć niezwykle ważne znaczenie dla rozwoju sytuacji gospodarczej w naszym kraju. Stanowiąc bowiem może dodatkowy bodziec zewnętrzny w restrukturyzacji gospodarki polskiej i w jej dalszym pomyślnym rozwoju.

5.2. Scenariusz pesymistyczny

Słabość euro miałyby natomiast poważne konsekwencje, zarówno dla Polski, krajów Unii Europejskiej, jak i całego świata.

Na rynkach walutowych umocniłaby się pozycja dolara amerykańskiego i funta brytyjskiego, który – jak wiadomo – nie zamierza brać udziału w pierwszej fazie tworzenia unii walutowej. Spadłaby prawdopodobnie, i to znacznie, pozycja marki niemieckiej. Zjawisko takie byłoby z jednej strony rezultatem przekonania, że tylko waluta kraju silnego gospodarczo i od wielu lat bardzo stabilnego ekonomicznie jest w stanie pełnić rolę pieniądza światowego, a z drugiej (dla marki niemieckiej) byłoby konsekwencją silnego zaangażowania w tworzenie mocnego europejskiego systemu jednowalutowego. Przyczyn słabego euro może być bardzo wiele, a niektóre z nich w chwili obecnej prawdopodobnie nie są w ogóle możliwe do zidentyfikowania.

Wydaje się, że do najpoważniejszych należałoby zaliczyć wciąż duże zróżnicowanie rozwoju gospodarczego w poszczególnych krajach Unii Europejskiej oraz przywiązanie do walut narodowych. W rezultacie kraje unijne słabiej rozwinięte gospodarczo są raczej zainteresowane słabszym euro, przez co ich towary stawałyby się bardziej konkurencyjne na rynkach trzecich. Natomiast dla grupy państw członkowskich konkurujących poziomem rozwoju ze Stanami Zjednoczonymi czy Japonią, czynnik ten nie odgrywa tak istotnej roli, gdyż są one w stanie konkurować na rynkach międzynarodowych za pomocą wydajności pracy, efektywności majątku wytwórczego i w efekcie jakości towarów. A zatem z ich punktu widzenia silna i powszechnie akceptowana waluta oznacza możliwość kształtowania międzynarodowych stosunków gospodarczych i finansowych oraz uzyskiwanie dochodów z senioratu międzynarodowego; nie wspominając innych korzyści płynących z posiadania wspólnej waluty, jak choćby niższe koszty transakcyjne, zmniejszenie niepewności wymiany itd. Takie

korzyści uzyskiwałyby jednak również słabiej rozwinięte gospodarczo kraje UE. Wydaje się zatem, że istotne znaczenie dla pomyślnego wprowadzenia euro będzie miała ocena przez poszczególne państwa członkowskie Unii Europejskiej korzyści i ewentualnych strat wynikających z wprowadzenia wspólnej polityki walutowej. Brak zgody i jednomyslności w tym względzie może prawdopodobnie spowodować osłabienie euro.

Z punktu widzenia międzynarodowych stosunków gospodarczych można najogólniej powiedzieć, że słabe euro postawiłoby eksporterów krajów Unii w korzystnej sytuacji finansowej, a eksporterów polskich w sytuacji odwrotnej. Oznaczałoby to wzrost opłacalności eksportu producentów UE, a pogorszenie opłacalności eksportu polskich towarów oraz analogicznie potaniecie importu dóbr europejskich w Polsce i relatywne zmniejszenie konkurencyjności polskich towarów na rynku krajowym. Zjawiska te mogłyby zatem prowadzić z jednej strony do pogłębienia deficytu handlowego, a z drugiej – do pogorszenia koniunktury gospodarczej w Polsce, m.in. w rezultacie trudności ze zbytem niekonkurencyjnej cenowo produkcji krajowej. W efekcie, przy ograniczonym dostępie do rynków trzecich, sytuacja taka mogłaby doprowadzić do ograniczania produkcji, a tym samym wzrostu bezrobocia, spadku dochodów realnych oraz tempa wzrostu gospodarczego itd.

Z finansowego punktu widzenia i przy założeniu ciągłości obecnej polityki monetarnej (charakteryzującej się m.in. wspomnianą już, wciąż stosunkowo wysoką stopą procentową) słabe euro mogłoby wywierać także niekorzystne skutki na polskim rynku finansowym. Chodzi tutaj w szczególności o możliwość pojawienia się w Polsce dużych inwestycji w postaci krótkoterminowego kapitału nomadycznego, nastawionego niemal wyłącznie na krótkoterminowy zysk. Tak więc moglibyśmy mieć do czynienia z sytuacją dokładnie odwrotną niż ta przedstawiona w scenariuszu optymistycznym. To nie euro, a polska złotówka stałaby się przedmiotem niemal powszechnego pożądania, przynajmniej w skali europejskiej. Zjawisko takie powodowałoby jej dalszą aprecjację, co w rezultacie jeszcze bardziej podrażałoby eksport polskich towarów, a potaniało import, pogarszając tym samym i tak niekorzystny już bilans handlowy.

Z drugiej zaś strony, jeśli dochody z zainwestowanego kapitału nomadycznego byłyby repatriowane za granicę, to Polska cierpiąca na brak kapitału w rzeczywistości stawałaby się jego eksporterem zamiast importerem. Rzecz jasna procesu takiego można przynajmniej częściowo uniknąć, głównie poprzez obniżenie stóp procentowych, będących jak się wydaje dotychczas podstawowym (poza wzrostem zaufania do polskiej gospodarki) magnesem przyciągania krótkoterminowych inwestycji zagranicznych. Z obawy jednak przed nawrotem wysokiej inflacji polityka taka nie wydaje się mieć zbyt wielu zwolenników.

A zatem dla przynajmniej częściowego zminimalizowania konsekwencji tego scenariusza należałoby znacznie wnikliwiej przeanalizować mechanizmy,

które mogłyby doprowadzić do jego powstania oraz dokładniej wskazać konsekwencje słabej waluty międzynarodowej dla sytuacji na rynku finansowym w Polsce. Konsekwencje te, co wydaje się oczywiste, niekoniecznie muszą być dokładną odwrotnością scenariusza optymistycznego.

6. Wskaźniki makroekonomiczne w Polsce a kryteria z Maastricht

W Traktacie z Maastricht ustalono ogólne kryteria konwergencji, zgodnie z którymi kraje przystępujące do unii monetarnej muszą spełniać następujące warunki:

- Roczny wskaźnik wzrostu cen (CPI) w okresie 12 miesięcy poprzedzających datę wprowadzenia wspólnej waluty w kraju kandydującym do Unii Gospodarczej i Walutowej nie może być wyższy niż 1,5 punktu procentowego od średniej stopy inflacji w trzech krajach UE o najlepszych pod tym względem wskaźnikach (w 1997 r. CPI wynosił odpowiednio: w Niemczech –1,7%, we Francji – 1,6%, w Danii – 1,9%).
- Wysokość deficytu budżetowego nie może przekroczyć 3% PKB.
- Wysokość długu publicznego nie może przekroczyć 60% PKB.
- Wysokość średniej nominalnej długookresowej stopy procentowej nie może przekroczyć o więcej niż 2 punkty procentowe tego wskaźnika w trzech krajach UE o najniższym rocznym wskaźniku inflacji (w 1997 r. długookresowa stopa procentowa wynosiła odpowiednio: w Niemczech – 6,3%, w Holandii – 6,3%, w Austrii – 6,4%).
- Państwo kandydujące w ramach mechanizmu kursowego Europejskiego Systemu Walutowego przez co najmniej dwa lata musi zachować normalny przedział wahań kursów walut (+- 15%). W tym okresie waluta tego kraju nie może być dewaluowana w stosunku do walut innych krajów UE.

W tabeli 1 (obejmującej szerszy zakres danych niż te, które bezpośrednio decydują o zgodnym z wymaganiami z Maastricht przebiegu procesu dostosowawczego) zaprezentowane są podstawowe wielkości makroekonomiczne opisujące „stan zdrowia” polskiej gospodarki. Zamieszczone zostały w niej także najświeższe prognozy dotyczące podstawowych parametrów ekonomicznych na rok 1999.

Jak wynika z tej tabeli, minione lata przyniosły znaczny postęp w realizacji dostosowań makroekonomicznych. Dla przykładu inflacja w latach 1991-1997 zmniejszyła się blisko sześciokrotnie, a w 1998 r. obniżona została do poziomu jednocyfrowego. Kryteria z Maastricht spełnia poziom deficytu budżetowego (aczkolwiek po obniżeniu w 1997 r. do 1,33% PKB, w 1998 wzrósł on do 2,7% PKB) oraz poziom długu publicznego. Tym niemniej bliższa analiza owych danych wskazuje na istnienie pewnych „wewnętrznych strukturalnych oporów”, czyli zjawisk, które utrudniają proces dostosowań i stabilizacji, czyli

przeciwdziałają mu lub generują wysokie koszty ogólnogospodarcze transformacji.

Tabela 1. Podstawowe wielkości makroekonomiczne Polski w latach 1992-1998 (w %)

Pozycja	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 *
PKB	2,6	3,8	5,2	7,0	6,1	6,8	4,8	4,5
Inflacja	44,3	37,6	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	6,8
Inwestycje	2,3	2,9	9,2	16,9	20,6	20,6	12,8	..b.d.
Konsumpcja indywidualna	2,3	5,2	4,3	3,6	8,7	7,1	5,1	..b.d.
Deficyt obrotów bieżących (C/A Balance) w % PKB	1,1	-0,7	2,4	4,6	-1,0	-3,1	-4,6	-4,8
Deficyt budżetowy w % PKB	-6,0	-2,8	-2,7	-2,6	-2,5	-1,3	-2,7	-2,2
Realna stopa oprocentowania depozytów **	3,0	4,3	3,5	4,1	4,3	8,9	10,0	..b.d.
Realna stopa oprocentowania kredytów**	14,0	15,1	15,4	17,3	10,3	12,9	18,1	..b.d.
Kurs rynkowy dolara	1,36	1,80	2,25	2,40	2,68	3,26	3,52	4,05
Inflacja kursu dolara	27,1	32,4	25,0	6,7	11,7	21,6	8,0	5,1
Zmiana kursu do wskaźnika inflacji w %	-10,7	-1,7	-4,4	-15,9	-6,5	5,9	-3,6	-3,1
Poziom bezrobocia	14,3	16,4	16,0	14,9	13,2	10,3	10,4	10,5

* Prognoza.

** Stopy realne kredytów i depozytów liczone względem inflacji roku następnego.

Źródło: Dane Narodowego Banku Polskiego, Głównego Urzędu Statystycznego, Ministerstwa Finansów i Deutsche Bank z odpowiednich lat.

Mam tutaj na myśli wysokie ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego, które w 1997 r. wyniosło ponad 12%. W 1998 r. szacowano je wprawdzie na około 8%, ale jest to przecież poziom także bardzo wysoki, a jego utrzymywanie się może w efekcie prowadzić do różnorodnych turbulencji finansowych. Wysoka jest także realna stopa oprocentowania kredytów, co staje się źródłem pewnych niekorzystnych skutków w procesach inwestycyjnych i w kształtowaniu systemu finansowego (takich jak np. samofinansowanie się przedsiębiorstw, wzajemne zadłużanie się i zaciąganie kredytów za granicą). Wysoki jest poziom należności zagranicznych NBP, który wzrósł z nieco ponad 6% PKB w 1991 r. do blisko 18% w 1997 r. i prawdopodobnie na tym poziomie będzie kształtował się w 1999 r. Skutkiem ubocznym takiego stanu rzeczy są wysokie koszty interwencji ponoszone przez NBP dla stabilizacji poziomu pieniądza w gospodarce. Zwraca uwagę także radykalne obniżenie udziału państwa w gospodarce, mierzone stosunkiem wydatków budżetu do PKB, które zmniejszyło się z około 33% w 1992 r. do 28,2% w 1997 r. i zgodnie z planem budżetowym w 1999 r. ulegnie zmniejszeniu do poziomu 23,8%. Jednocześnie zmniejsza się stopień obciążenia gospodarki, mierzony udziałem dochodów budżetu w PKB, z około 30% w 1994 r. do 26,9% w 1997 r. i planowanych 21,7% w 1999 r.

7. Sytuacja ekonomiczna w Polsce na tle turbulencji na światowych rynkach finansowych w latach 1997-1998

Lata 1997-1998 przyniosły, jak już wspominałem, szereg turbulencji na rynkach finansowych w niektórych regionach świata. Do najbardziej spektakularnych zaliczyć można kryzysy finansowe w Azji (Malezja, Korea Południowa, Tajlandia), w Europie (Rosja, Czechy) i w Ameryce Łacińskiej (Meksyk, Brazylia). Ponieważ ich przyczyny są stosunkowo dobrze omówione w literaturze przedmiotu, w tym miejscu przestaniemy tylko na ich krótkim przypomnieniu. Ze względu na dużą przejrzystość, chronologię oraz w pewnym sensie klasyczną sekwencję zdarzeń powodujących pogorszenie koniunktury gospodarczej, krótki przegląd rozpoczniemy od Meksyku.

Za główne przyczyny kryzysu finansowego w tym kraju uważa się błędną politykę finansową, charakteryzującą się na początku lat 90. zbyt dużą ekspansją kredytową. W efekcie doprowadziła ona do wysokiej inflacji, dla zwalczenia której zawarto w Meksyku tzw. Pakt (*el Pacto*), czyli trójstronne porozumienie społeczne pomiędzy pracodawcami, pracownikami i rządem. Porozumienie to stało się także asumptem dla uzyskania pomocy finansowej z MFW i do zmiany dotychczasowej polityki monetarnej, której cechą najbardziej charakterystyczną było „przywiązanie” peso do dolara amerykańskiego za pomocą stałego kursu walutowego. Restrykcyjna polityka pieniężna połączona z kotwicą kursową spowodowała z jednej strony spadek inflacji do poziomu jednocyfrowego, ale

z drugiej doprowadziła do realnej aprecjacji pesa. W rezultacie obserwowano w Meksyku silny napływ kapitału, wynoszący w latach 1989-1994 około 95 mld USD, przy czym inwestycje bezpośrednie stanowiły tylko 1/4 tej sumy, nieco ponad 1/4 zakupy akcji meksykańskich spółek, a blisko połowa przypadła na obligacje i inne lokaty, głównie o charakterze krótkoterminowym. Przez stosunkowo długi okres nie uważano tego za groźny problem, lecz raczej za naturalny przejaw i warunek funkcjonowania tzw. nominalnej kotwicy kursowej, pomocnej w tłumieniu inflacji oraz zwiększeniu wiarygodności Meksyku na arenie międzynarodowej, choć deficyt bilansu obrotów bieżących pomiędzy 1989 r.

a 1994 r. wzrósł z 2,8% do około 7%.

Pomijając deficyt handlowy - wprawdzie znaczny, ale odbierany wtedy jako nie przekraczający możliwości sfinansowania – wszystkie inne ważne wskaźniki rozwoju makroekonomicznego były korzystne i zapowiadały wówczas dobrą koniunkturę. Optymizmem napawał zwłaszcza wskaźnik najważniejszy – stan finansów publicznych, przykładowo już skonsolidowanych. Dotychczasowe doświadczenia świata wskazywały bowiem, że głównym powodem kryzysów walutowych były deficyty budżetowe, finansowane przez kreowany w tym celu pieniądz. Z tego więc punktu widzenia Meksyk wydawał się mieć gospodarkę bardzo zdrową, bezpieczną i zarazem odporną na wstrząsy.

Co zatem spowodowało kryzys walutowy i gospodarczy w tym kraju? Badania pokazują, że bezpośrednią przyczyną była przeprowadzona w 1994 r. dewaluacja pesa, które było przeszacowane w około 20%. Podczas przeprowadzenia tej operacji natknęto się nagle na odmowę rynków finansowych przyjęcia nowych obligacji skarbowych (*tesobonos*). Z tego powodu niemożliwe okazało się dalsze „rolowanie” krótkoterminowego długu publicznego denominowanego w dolarach, a rezerwy wcześniej wyczerpano na bezskuteczną obronę pesa (rezerwy te spadły z 25 mld USD w połowie 1994 r. do około 7 mld w marcu 1995 r.). Załamanie polegało na tym, że mając budżet już prawie całkowicie zrównoważony, Meksyk wytworzył mimo to olbrzymi krótkoterminowy dług publiczny, nad którym nie był już w stanie zapanować, a dotychczasowi wierzyciele (fundusze powiernicze, fundusze zabezpieczeniowe i inni instytucjonalni inwestorzy) okazali się nad wyraz sceptyczni wobec fundamentalnych zmian w gospodarce meksykańskiej.

W przypadku kryzysu azjatyckiego w latach 1997-1998, głównych przyczyn upatruje się w słabościach instytucji finansowych, braku nadzoru bankowego, zbyt dużej liberalizacji przepływów kapitałowych, której efektem najbardziej charakterystycznym było m.in. ogromne zadłużenie sektora prywatnego za granicą i błędna polityka kursowa oparta również na stałych kursach walutowych.

Nieco inne przyczyny kryzysu walutowego i gospodarczego wystąpiły w Japonii. Obecnie niemal powszechnie uznaje się, że wywołany on został przez długotrwałą inflację aktywów systemu finansowego oraz trudności w eksporcie kapitału za granicę. Przez wiele lat japońskie instytucje finansowe nabywały aktywa rzeczowe (ziemię, budynki itp.), traktując je z jednej strony jako dobre lokaty długoterminowe, a z drugiej – jako sposób na zmniejszenie płynności finansowej (nie przynoszącej z definicji dochodów). Inwestycje te traktowane były także przez japońskich kredytodawców jako pewny i bezpieczny sposób zabezpieczenia kredytów. Dawało to tym samym dodatkowy, poza dużym zaufaniem do japońskiego systemu finansowego (przez wiele lat w tym kraju stopa rezerw obowiązkowych była jedną z najniższych na świecie – 0,125%), asumpt do kreacji środków finansowych, w postaci kredytów pod zastaw nieruchomości. W rezultacie tak prowadzonej polityki finansowej oraz w efekcie bardzo wysokich oszczędności sektora gospodarstw domowych (przez wiele lat Japonia posiadała najwyższą skłonność do oszczędzania wśród krajów wysoko rozwiniętych) wykreowana została ogromna nadwyżka finansowa, która w żaden sposób nie mogła być skonsumowana w sposób nie powodujący perturbacji gospodarczych.

Pewnym rozwiązaniem problemu mógł być eksport kapitału za granicę. Przedsięwzięcie to niestety nie powiodło się, głównie ze względu na restrykcje stosowane w USA i Unii Europejskiej. W rezultacie pojawiła się w Japonii ogromna nadwyżka finansowa, która spowodowała poprzez procesy inflacyjne deprecjację aktywów gospodarczych, w szczególności aktywów instytucji finansowych. Wywołało to m.in. nasilenie się powstawania tzw. złych długów (w rezultacie spadku realnej wartości rzeczowych zabezpieczeń kredytów) oraz dekoniunkturę gospodarczą, polegającą najogólniej rzecz ujmując na obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego, spadku inwestycji, spadku konsumpcji itd. Z drugiej strony nastąpiła deflacja połączona ze znacznym spadkiem stóp procentowych, co jeszcze bardziej nasiliło procesy recesyjne. Wysoka skłonność do oszczędzania, która przez całe lata zaliczana była do podstawowych cnót japońskiego systemu gospodarczego, w drugiej połowie lat 90. stała się jej przekleństwem. Rząd japoński wspólnie z międzynarodowymi instytucjami finansowymi próbuje zmienić obecną sytuację, stosując m.in. różne zachęty (ulgi, dopłaty) w celu zwiększenia popytu wewnętrznego i procesów inwestycyjnych, ale jak do tej pory nie widać jeszcze wyraźnych efektów.

Z kolei kryzys rosyjski, zdaniem wielu ekonomistów, wywołany został w przeważającej mierze pogarszającym się stanem finansów publicznych, trudnościami w egzekwowaniu podatków przez rząd Federacji Rosyjskiej oraz zbyt duże wydatki budżetowe, które mogły być finansowane jedynie poprzez dodatkową kreację pieniądza.

Reasumując można powiedzieć, że głównymi bezpośrednimi przyczynami turbulencji na rynkach finansowych w latach 90. (poza tymi wymienionymi w pierwszej części niniejszego opracowania) były:

- Silna aprecjacja waluty wewnętrznej danego kraju, będąca m.in. rezultatem silnego powiązania z dolarem amerykańskim. Z jednej strony wpłynęło to na pogorszenie się konkurencyjności towarów i usług pochodzących z tych krajów, pogarszając tym samym saldo bilansu handlowego; z drugiej – tzw. *peg*, czyli „sztywny zaczep” podtrzymywał przekonanie wśród inwestorów prywatnych, że stały kurs walutowy będzie utrzymywany także w przyszłości, a zatem można zaciągać kredyty zagraniczne denominowane w USD. Wymuszona zmiana relacji kursowych (spadek cen walut krajowych) spowodowała gwałtowny wzrost obciążenia sektora prywatnego, wywołując tym samym groźbę niewypłacalności, co w efekcie powodowało ucieczkę od aktywów w nich denominowanych (Meksyk i Azja).
- Brak konsekwencji w prowadzeniu polityki walutowej, polegający m.in. na werbalnym wprowadzeniu gwarancji kursowych, z których w rzeczywistości nie można się było wywiązać (Meksyk, Rosja).
- Wymienialność walut i liberalizacja transakcji kapitałowych, która umożliwiała swobodny napływ i odpływ kapitałów (Meksyk i Azja).
- Słabe systemy finansowe: niskie aktywa i kapitały własne, brak odpowiednich regulacji i stosownego nadzoru bankowego (Azja i Rosja).
- Brak pełnych informacji dotyczących rodzaju portfela aktywów systemu finansowego. W chwili pojawienia się pierwszych znamion kryzysu często po raz pierwszy wychodziło na jaw, jak dużą część tego portfela stanowiły kredyty wątpliwe lub *de facto* stracone, których nie powinno się było udzielić lub przynajmniej od dawna powinny być mieć pokrycie w rezerwach celowych banków. Ten kryzysogenny aspekt otwartości dał o sobie znać w kryzysie meksykańskim, dalekowschodnim oraz czeskim.
- Problemy fiskalne, związane głównie z egzekucją podatków, powodujące wysokie niezrównoważenie budżetu (Rosja).
- Wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego za granicą oraz transfer kapitału krótkoterminowego, głównie z inicjatywy zagranicznych dysponentów funduszy albo pojawiający się w odpowiedzi na zapotrzebowanie lokalnych banków i firm kierujących się motywami spekulacyjnymi. Przejawem tego były słynne „bańki mydlane” (*bubbles*), występujące np. na rynku nieruchomości i giełdach papierów wartościowych. Ich „pęknięcie” inaugurowało zwykle ostrą fazę kryzysu, a potem doprowadzało do bankructwa firm na skutek niemożności spłaty zobowiązań albo załamania się banków na skutek niemożności ściągnięcia kredytów (Azja).

Z polskiego punktu widzenia ważna jest odpowiedź na pytanie: jaki wpływ powyższe turbulencje wywarły na naszą gospodarkę i czy przypadkiem niektóre z wymienionych przyczyn nam nie grożą? Aby odpowiedzieć na to pytanie, popatrzmy wpieryw na stan podstawowych parametrów makroekonomicznych w analizowanym okresie. Prezentuje to tabela 2.

Tabela 2. Wybrane parametry makroekonomiczne dla Polski w latach 1997-1998

Rok kwartał	PKB (w %)	Bezrobocie (w %)	Export (w %)	Import (w %)	Rachunek bieżący (w mln USD)	Pokrycie importu rezerwami*
1997						
I kw.	6,9	12,6	-1,5	-5,1	-1 534	6,4
II kw.	7,5	11,6	6,3	11,4	-1 194	6,4
III kw.	6,7	10,6	1,3	0,7	-905	6,4
IV kw.	6,4	10,3	13,4	13,5	-665	6,6
I-IV kw.	6,8		20,3	20,8	-4 298	6,5
1998						
I kw.	6,5	10,4	-2,9	-5,3	-1 996	6,8
II kw.	5,3	9,6	-5,8	6,6	-636	7,3
III kw.	5,0	9,6	-6,4	0,3	-1 215	7,6
IV kw.	3,2	0,4			-2 554	7,6
I-IV kw.	4,8				-6 389	7,3

* Pokrycie importu przez rezerwy dewizowe wyrażone w miesiącach.

Źródło: Dane Głównego Urzędu Statystycznego i Narodowego Banku Polskiego z odpowiednich lat.

Zaprezentowane w tabeli 2 dane wskazują, że w latach 1997-1998 mieliśmy do czynienia w Polsce zarówno z pozytywnymi, jak i z negatywnymi zmianami niektórych wskaźników makroekonomicznych. Do sukcesów polityki makroekonomicznej tego okresu można zaliczyć wysokie tempo wzrostu gospodarczego, spadek inflacji i poziomu bezrobocia, a do zjawisk negatywnych – zmniejszenie eksportu w 1998 r. oraz pogłębiający się deficyt rachunku obrotów bieżących. Bardziej szczegółowa analiza tych zjawisk wskazuje, że bez wątpienia na spadek

eksportu wywarło wpływ pogorszenie się koniunktury gospodarczej na świecie, a w szczególności kryzys rosyjski. Warto przy tym zauważyć, że dał on się odczuć w Polsce z pewnym opóźnieniem, co szczególnie widoczne było w saldzie bilansu obrotów bieżących w IV kwartale 1998 r. (-2 554 mln USD). Fakt ten spowodował m.in. zmiany w przygotowanych przez rząd prognozach tempa wzrostu gospodarczego na 1999 r. Na wiosnę 1998 r. szacowano go na około 6,1%, aby w rezultacie kryzysu rosyjskiego zmodyfikować go w lecie do 5,1%. Ostatnia kolumna tabeli 2 potwierdza jednakowoż, że przez cały analizowany okres wzrastały rezerwy dewizowe i to pomimo spadku eksportu oraz (wprawdzie słabego, ale mającego miejsce do III kwartału 1998 r.) wzrostu importu. Świadczy to o tym, że transmisja kryzysu dokonała się *via* sfera realna, czyli poprzez handel zagraniczny, a nie poprzez sferę finansową. Tezę tę potwierdza dodatkowo fakt, że Narodowy Bank Polski nie interweniował na rynku walutowym od lipca 1998 r., tj. od czasu sprzed kryzysu rosyjskiego, a oficjalne rezerwy walutowe pozostawały prawie bez zmian od sierpnia 1998 r., wynosząc ponad 27 mld USD.

8. Główne przyczyny ograniczonego wpływu turbulencji na rynkach międzynarodowych na stan koniunktury gospodarczej w Polsce

8.1. Struktura i geografia polskiego handlu zagranicznego

Druga połowa lat 80. i początek lat 90. przyniosły istotne zmiany w kierunkach polskiego handlu zagranicznego. Jeszcze w 1988 r. głównym importerem polskich towarów i usług był Związek Radziecki; także stamtąd pochodziła lwia część naszego importu. Zmiany gospodarczo-polityczne na początku lat 90. zarówno w Polsce, jak i w ZSRR spowodowały – zwłaszcza w fazie początkowej – dramatyczny spadek obrotów handlowych pomiędzy naszymi krajami. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy był z jednej strony brak w Rosji tzw. twardej waluty, a z drugiej – przynajmniej w Polsce – pewien syndrom psychologiczno-socjologiczny, polegający na niemal całkowitym negowaniu dotychczasowych relacji ekonomicznych pomiędzy Polską a byłym ZSRR. Uznano niemal powszechnie, że nie opierały się one na korzyściach obopólnych i że w takim razie należy szukać innych partnerów handlowych, głównie wśród państw zachodnich. Wydaje się, że dodatkowym motywem decyzji o istotnych zmianach w kierunkach polskiego handlu zagranicznego była także struktura popytu na polskim rynku, która charakteryzowała się głównie popytem na dobra konsumpcyjne niezbyt dojrzałe pod względem technologicznym, ale też i niezbyt drogie. Producentami i eksporterami tych towarów były w znacznej mierze kraje Dalekiego Wschodu i Europy Zachodniej. Aby móc je jednak importować należało posiadać odpowiednią ilość środków dewizowych, które można było uzyskać w rezultacie sprzedaży towarów i usług

produkowanych w Polsce – stąd następowała także zmiana w kierunkach eksportu polskich towarów. W rezultacie, w latach 1996-1998 około 67% naszego eksportu kierowało się do krajów Unii Europejskiej, a tylko około 23% – do wszystkich krajów z dawną gospodarką centralnie planowaną. Podobnie było po stronie importu: w latach 1996-1998 około 64% pochodziło z państw UE i tylko około 15% z byłych krajów komunistycznych. Dokładniej kierunki polskiego handlu zagranicznego w wybranych latach 90. prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Główni partnerzy handlowi Polski w latach 1988 – 1996

Rok	Udział wybranych partnerów Polski (w %) w:			
	eksportcie		importcie	
1988	1. ZSRR	24,5	1. ZSRR	23,3
	2. RFN	12,4	2. RFN	13,0
	3. Czechosłowacja	6,0	3. Czechosłowacja	6,4
1991	1. RFN	29,4	1. RFN	26,5
	2. b. ZSRR	11,0	2. Były ZSRR	14,1
	3. W. Brytania	7,1	3. Austria	6,3
1994	1. RFN	35,7	1. RFN	27,4
	2. Holandia	5,9	2. Włochy	8,4
	3. Rosja	5,4	3. Rosja	6,8
1996	1. Niemcy	34,4	1. Niemcy	24,7
	2. Rosja	6,8	2. Włochy	9,9
	3. Włochy	5,3	3. Rosja	6,8
	4. Holandia	4,8	4. W. Brytania	5,9
	5. Francja	4,4	5. Francja	5,5
	6. Ukraina	4,0	6. USA	4,4
	7. W. Brytania	3,9	7. Holandia	3,8
	8. Republika Czeska	3,5	8. Republika Czeska	3,1

Źródło: Główny Urząd Statystyczny.

Szczegółowa analiza tabeli 3 wyjaśnia i potwierdza przyczyny, dla których turbulencje na rynku rosyjskim tylko w niewielkim stopniu wpłynęły na stan koniunktury gospodarczej w Polsce – po prostu stało się tak w rezultacie stosunkowo niewielkiego udziału Rosji w naszym handlu zagranicznym w pierwszej połowie lat 90. Rzecz jasna nie jest to powód do dumy, a bierze się

przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, potencjał Rosji jest ogromny i polska obecność na tym rynku wydaje się być więcej niż wskazana, a po drugie, eksportowaliśmy tam głównie żywność, co w przypadku jej nadprodukcji i obecnych trudnościach ze zbytem na rynkach zachodnich ma niezwykle negatywny wpływ na rozwój i transformację sektora rolno-spożywczego w Polsce. Kolejnym czynnikiem przemawiającym za większym zaangażowaniem na rynku rosyjskim są prognozy dotyczące stanu koniunktury w Europie Zachodniej. W ich świetle ma tam w najbliższych latach nastąpić spadek tempa wzrostu gospodarczego, połączony z deflacją, co najprawdopodobniej będzie się wiązało również ze spadkiem importu z krajów ościennych, w szczególności z tych, które jeszcze nie są członkami Unii Europejskiej. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego może więc w znacznym stopniu zależeć od relacji gospodarczych pomiędzy Polską a krajami byłego ZSRR.

Reasumując, należy jeszcze raz podkreślić, że chociaż do tej pory stosunkowo niski udział Rosji w handlu z Polską pozwolił na uniknięcie turbulencji gospodarczych wynikających z jej problemów wewnętrznych, to jednak w dłuższej perspektywie sytuacja taka może stać się hamulcem rozwoju gospodarczego naszego kraju.

8.2. Polityka gospodarcza lat 90.

Jednym z podstawowych celów polityki gospodarczej lat 90. było obniżenie poziomu inflacji i uruchomienie procesów restrukturyzacyjnych, związanych z przejściem od gospodarki nakazowo-rozdzielczej do gospodarki rynkowej. Uznano, że cele te mogą zostać osiągnięte w dużej mierze w efekcie realizacji odpowiedniej (restrykcyjnej) polityki pieniężnej, fiskalnej i kursowej. W świetle teorii polityki pieniężnej podaż pieniądza, której nadmiar generuje permanentny stan presji inflacyjnej, można zmniejszyć stosując operacje otwartego rynku. Dzięki temu nadmiar wysoce płynnych aktywów finansowych, w tym głównie agregatu pieniężnego M0 w gospodarce, można by zastąpić mniej płynnymi papierami wartościowymi. Skutkiem takiego działania byłoby ukształtowanie się określonej stopy procentowej jako rynkowej ceny pieniądza. Brak rynku pieniężnego (zaczęto go praktycznie tworzyć dopiero w 1991 r.) uniemożliwił jednak taki sposób prowadzenia polityki finansowej. Zamiast tego zastosowano więc podejście odwrotne, czyli narzucono wysoką stopę procentową, aby tym samym doprowadzić do zredukowania podaży pieniądza.

Ustanowienie wysokiej stopy procentowej spowodowało cztery bezpośrednie skutki:

1. Wymusiło wcześniejszy zwrot kredytów od podmiotów, które posiadały własne zasoby gotówki, co zmniejszyło ich najbardziej płynne aktywa finansowe, a tym samym ograniczyło zasób tzw. gorącego pieniądza, powodując przede wszystkim radykalne zmniejszenia popytu konsumpcyjnego;

2. Spowodowało silne obciążenie wyniku finansowego i ruinę finansową tych podmiotów, które nie były w stanie wcześniej spłacić kredytów;

3. Odstraszyło przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe od zaciągania nowych kredytów;

4. Zwiększyło skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych, które dostrzegły w tym znaczną korzyść (zwiększył się tym samym poziom zasobów pieniężnych w bankach i jednocześnie znaczna część oszczędności dewizowych zamieniona została na złote).

Polityka podatkowa polegała m.in. na wprowadzeniu podatku dochodowego od osób fizycznych, podwyższeniu podatku od osób prawnych i wprowadzeniu VAT. Polityka kursowa natomiast charakteryzowała się wprowadzeniem w początkowej fazie reform (w 1990 r.) sztywnego kursu walutowego w odniesieniu do dolara amerykańskiego, a następnie kursów stałych, polegających na ustalaniu tzw. kursu *fixing* przez bank centralny i dozwolonych wielkości odchyień od niego. Gdy na rynku walutowym cena danej waluty przekraczała ustalone pasmo wahań, interweniował bank centralny skupując bądź sprzedając dewizy.

Widać więc, że zarówno polityka fiskalna, jak i polityka kursowa były dodatkowym elementem restrykcyjnej polityki monetarnej, a ich podstawowym celem było wspomaganie tej polityki w zmniejszaniu poziomu inflacji i bilansowaniu budżetu. Bez wątplenia był to słuszny cel, choć jak zawsze w takiej sytuacji poziom restrykcyjności prowadzonej polityki finansowej jest kształtowany w dużym stopniu w zależności od jej architektów i realizatorów, a to stanowi zawsze przedmiot sporów i dyskusji. Ostatecznym weryfikatorem polityki finansowej czy szerzej ekonomicznej, są uzyskane wyniki gospodarcze, które można oceniać z wielu punktów widzenia. W kwestiach będących przedmiotem naszych rozważań występowały zarówno zjawiska pozytywne, jak i negatywne.

Do osiągnięć pozytywnych z całą pewnością należy zaliczyć:

- Zmniejszenie inflacji do poziomu jednocyfrowego (8,6 % w 1998 r.), co jak się wydaje niesie dużą szansę osiągnięcia zakładanego jej poziomu w wysokości 2,8 % w roku 2001.
- Utrzymanie przez kilka kolejnych lat stosunkowo wysokiego tempa wzrostu Produktu Krajowego Brutto (4,8 % w 1998 r.).
- Zmniejszenie deficytu budżetowego do wysokości 2,7% PKB w 1998 r., spełniając tym samym jedno z kryteriów konwergencji z Maastricht.
- Zmniejszenie poziomu bezrobocia (10,4 % w 1998 r.).
- Umocnienie pozycji złotego, zarówno w skali kraju (zmniejszenie dolaryzacji gospodarki), jak i na arenie międzynarodowej (wzrost ilości zagranicznych aktywów denominowanych w złotych).

- Zmniejszenie długu publicznego do poziomu poniżej 60% PKB, spełniając tym samym kolejne kryterium z Maastricht.
- Osiągnięcie wysokiego poziomu rezerw dewizowych (około 28 mld USD pod koniec 1998 r.).
- Zwiększenie zaufania inwestorów zagranicznych do gospodarki polskiej i w rezultacie znaczny napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich (około 30 mld USD na koniec grudnia 1998 r., co daje około 595 USD *per capita*).

Do podstawowych mankamentów dotychczasowej polityki gospodarczej należy natomiast zaliczyć:

- Zbyt wysoki poziom stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Wprawdzie ich wysokość ciągle spada, ale warto przypomnieć, że realne oprocentowanie kredytów w 1998 r., liczone w stosunku do inflacji roku następnego, wynosiło aż 14-16%. Prawdopodobnie to właśnie było główną przyczyną prawie dwukrotnego wzrostu zadłużenia sektora prywatnego za granicą w 1998 r. (do blisko 14 mld USD), co jak wiemy z wcześniejszych rozważań – podobnie jak to było w innych krajach – może grozić kryzysem. Nabrało to szczególnego znaczenia na wiosnę 1999 r., kiedy to mieliśmy do czynienia z deprecjacją złotego, oznaczającą w praktyce wzrost kosztów obsługi zadłużenia dewizowego, będącego w wielu krajach jedną z podstawowych przyczyn późniejszych kryzysów walutowych.
- Wysokie koszty obsługi długu wewnętrznego, powodowane m.in. wysokimi stopami procentowymi. Dla jego obsługi rząd zamierzał wyemitować w połowie 1999 r. obligacje o wartości około 7 mld zł. Jak łatwo się domyślić, takie zamierzenie ma zawsze duży wpływ na kształtowanie się ceny pieniądza, z całą pewnością podrażając go, a zatem może następować dalsze zadłużanie krajowych podmiotów gospodarczych za granicą.
- Stosunkowo duży udział kapitału nomadycznego na rynku papierów wartościowych, który w tej chwili prawdopodobnie jeszcze nie jest groźny, ale w połączeniu z zamierzoną emisją wspomnianych bonów skarbowych może stanowić istotne zagrożenie utraty płynności.
- Znaczny deficyt w handlu zagranicznym (około 16 mld USD na koniec 1997 r.).
- Nieprawidłową strukturę aktywów systemu bankowego. W krajach z gospodarką rynkową standardem jest około 70-procentowy udział kredytów w aktywach ogółem. W Polsce udział ten stanowi w chwili obecnej 38-42%, co wobec niskiej kapitalizacji Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych (około 14 % PKB) stanowi istotne utrudnienie

dla polskich przedsiębiorstw w pozyskiwaniu środków inwestycyjnych. Jak się wydaje, jest to jedna z głównych przyczyn wzajemnego zadłużania się przedsiębiorstw (ostatnie badania wskazują, że przedsiębiorstwa wzajemnie się finansują w 50-60%) oraz wzrostu, wspomnianego już zadłużenia polskich podmiotów gospodarczych za granicą. Zjawisko to jest także groźne dla polskich banków. Oznacza bowiem, że nie tylko nie są one w stanie w wystarczającym stopniu konkurować z bankami zagranicznymi kapitałowo, ale również i pod względem umiejętności w udzielaniu kredytów, gdyż udzielając ich w niewielkim stopniu nie nabywają wystarczającego w tym zakresie doświadczenia.

8.3. Regulacje prawne

Poza uruchomionymi, w wyniku wprowadzanych reform, mechanizmami czysto ekonomicznymi chroniącymi, przynajmniej w pewnym zakresie, gospodarkę polską przed szokami zewnętrznymi niemałą rolę odegrały roztropne regulacje prawne w zakresie przepływu kapitału, wymienialności polskiej waluty, nadzoru bankowego itp. Najogólniej rzecz ujmując, można powiedzieć, że w rezultacie ułomnej (bo niepełnej) wymienialności złotego ograniczona przepustowość polskiego rynku dewizowego stanowiła swoistego rodzaju bezpiecznik przed napływem zbyt dużej ilości zagranicznego kapitału spekulacyjnego. Pomocna w tym okazała się również płytkość polskiego rynku finansowego: kapitałowego, pieniężnego i walutowego, albowiem każde większe na nim zmiany były łatwo zauważalne przez odpowiedni nadzór i dawały szansę szybkiej reakcji ze strony czujnego jak do tej pory banku centralnego czy Komisji Papierów Wartościowych. Należy jednak pamiętać, że z jednej strony są to operacje stosunkowo kosztowne, a z drugiej, że w świetle podpisanych przez Polskę w 1999 r. porozumień także w tej dziedzinie nastąpi znaczna liberalizacja.

8.4. System finansowy

Realizację założonych celów polityki gospodarczej ułatwiał także wprowadzony od początku lat 90. dwuszczeblowy system bankowy, którego cechą najbardziej charakterystyczną było oddzielenie funkcji banku centralnego od banków komercyjnych oraz wprowadzenie ustawowego zakazu finansowania deficytu budżetowego z kredytu banku centralnego. Umożliwiło to z jednej strony kontrolę ilości pieniądza w obiegu poprzez prowadzenie odpowiedniej polityki stopy procentowej i w drugiej połowie lat 90. operacje otwartego rynku oraz dało asumpt do nowego jakościowo podejścia do finansowania deficytu budżetowego *via* emisja bonów skarbowych. Kolejną cechą reformowanego systemu bankowego było utrzymanie licencji na działalność bankową zarówno dla podmiotów zagranicznych, jak i krajowych. Umożliwiało to władzom monetarnym kontrolę przepływu kapitału zagranicznego, a tym samym dawało

szansę przeciwdziałania ewentualnym perturbacjom finansowym mającym swe źródła na rynkach zagranicznych.

Wskazując pozytywną rolę systemu bankowego w stabilizowaniu gospodarki polskiej w latach 90., należy wymienić także jego słabsze strony, które w latach następnych mogą stanowić istotną przeszkodę w osiągnięciu założonych celów szybkiego rozwoju gospodarczego. Najogólniej trzeba powiedzieć, że do podstawowych problemów systemu bankowego w Polsce można zaliczyć:

1. Niski stopień koncentracji kapitału. Największe polskie banki: PKO BP, PKO S.A., BGŻ, BH kontrolują niecałe 50% kapitału sektora bankowego. Z kolei siedem banków o przewadze polskiego kapitału i aktywach przewyższających 10 000 mln zł miało w swoim posiadaniu w lipcu 1998 r. około 66% aktywów. W krajach zachodnich zazwyczaj trzy, cztery banki kontrolują 75-80% całego kapitału systemu bankowego (tak dzieje się m.in. w Niemczech, Wielkiej Brytanii, Hiszpanii). Jedną z podstawowych zalet występowania silnej koncentracji kapitału w systemie bankowym jest możliwość wywierania przez niego wpływu na kształtowanie polityki monetarnej danego kraju. Uważa się, że silne banki stanowią najlepszego „recenzenta” polityki finansowej danego państwa, a zarazem najlepszego partnera przy tworzeniu tej polityki.

2. Niski poziom kapitalizacji w porównaniu z krajami rozwiniętymi. Wśród tysiąca największych pod względem wielkości kapitału banków na świecie są tylko trzy polskie: BH, PKO S.A. i PKO BP. Plasują się zresztą na bardzo odległych pozycjach – tak np. PKO S.A. zajmuje 347 miejsce z aktywami o wartości ok. 14,2 mld USD, podczas gdy największy bank świata w 1997 r., HSBC Holdings miał aktywa o wartości 473,6 mld USD. Raport Banku Światowego z 1997 r. wskazywał, że aktywa polskiego systemu bankowego stanowią tylko 5% aktywów systemu bankowego Hiszpanii.

3. Zacofanie technologiczne oraz wciąż mała liczba i niska jakość produktów bankowych; słaby rozwój bankowości inwestycyjnej i międzynarodowej oraz kredytów mieszkaniowych. (Z całą mocą należy jednak podkreślić, że postęp w komputeryzacji polskiej bankowości jest w ostatnich latach ogromny, chociaż jeszcze daleko mu do poziomu w rozwiniętych krajach zachodnich.) Część zarzutów można rzecz jasna wyjaśnić i nawet usprawiedliwić, m.in. poprzez brak silniejszych związków polskich banków ze światem zewnętrznym przez wiele dziesięcioleci, co powoduje, że nie mają one praktycznych możliwości udziału w kreowaniu zdarzeń na międzynarodowych rynkach finansowych, a czasami nawet ich dokładnej obserwacji. Mam tutaj na myśli w szczególności zmiany w światowej bankowości zaistniałe m.in. w związku z deregulacją obrotów na międzynarodowych rynkach finansowych czy zwiększeniem się liczby środków finansowych w obiegu, m.in. w rezultacie pojawienia się tzw. instrumentów pochodnych. Chodzi także o procedury udzielania kredytów w Polsce, które nawet w przypadku ubiegania się o nie przez dobry podmiot

gospodarczy potrafią toczyć się przez całe miesiące. Powoduje to, że klienci odchodzą do banków zagranicznych, gdzie podobny kredyt jest przygotowywany i udzielany w ciągu kilkunastu czy nawet kilku dni. W efekcie polskie banki tracą klientów i umiejętność udzielania kredytów, a tym samym stają się mniej konkurencyjne.

4. Niska „moc kredytową”, rozumianą jako stosunek możliwych do udzielenia kredytów do PKB. Badania empiryczne wskazują, że jeśli byśmy wzięli pod uwagę porównywalne kapitały własne systemu bankowego Niemiec, to na podstawie tej samej bazy kapitałowej tamten system byłby wydajniejszy czterokrotnie, w Hiszpanii – trzykrotnie, a w Czechach – dwukrotnie. Wygląda na to, że banki polskie czują pewną awersję do udzielania kredytów. Analiza przyczyn takiego stanu rzeczy wskazuje – o czym już była mowa – że unikanie udzielania kredytów sektorowi niefinansowemu przez banki komercyjne spowodowane jest głównie wysoką opłacalnością inwestycji w obligacje rządowe i bony skarbowe. Sytuacja ta dodatkowo deformuje strukturę aktywów systemu bankowego i osłabia jego konkurencyjność.

5. Nadwyżka zatrudnienia połączona z niską wydajnością pracy. Relacja kosztów do dochodów wynosi w Polsce 0,84, a średnio dla państw UE – 0,69. Koszty pracy w relacji do aktywów kształtują się u nas również mniej korzystnie (1,29) niż w większości państw Unii Europejskiej (we Francji 0,78; w Niemczech 0,80). W 1998 r. w polskich bankach zatrudnionych było ogółem ponad 147 tys. pracowników, co w porównaniu z krajami zachodnimi stanowiło znaczny przerost. Warto zaznaczyć, że ta nadwyżka zatrudnienia znalazłaby pełne uzasadnienie, gdyby zwiększyć w Polsce tzw. ubankowienie, czyli udział banków komercyjnych w rozliczeniach finansowych pomiędzy podmiotami niefinansowymi. Problem ten wiąże się jednak ze zwiększeniem monetyzacji gospodarki, czyli ze zwiększeniem ilości pieniądza w relacji do PKB, który w Polsce w 1996 r. wynosił ok. 38%, podczas gdy np. w Niemczech – powyżej 200%. Ponadto owo „niedobankowienie” wynika z istnienia szeregu „nisz”, do których banki w ogóle jeszcze nie dotarły. Według badań Pentora, w 1996 r. tylko 46% Polaków korzystało z usług bankowych. Wprawdzie następuje tutaj stały wzrost (w 1996 r. o 6 punktów procentowych), ale i tak jest to bardzo mało w porównaniu z krajami zachodnimi. W kategoriach realnych oznacza to, że około 13,5 mln Polaków w ogóle nie korzysta z usług bankowych.

6. Uwarunkowania i dylematy polskiej polityki gospodarczej końca lat 90.

W świetle przeprowadzonej analizy stanu koniunktury gospodarczej i przyczyn kryzysów finansowych mających miejsce w ostatnim czasie w różnych regionach świata można powiedzieć, że właściwie we wszystkich

przypadkach – może poza Rosją – główne wskaźniki ekonomiczne wykazywały tuż przed wybuchem kryzysu poziom uznawany powszechnie za zadowalający, a nawet dobry. Podstawowymi mankamentami w analizowanych przypadkach był deficyt w handlu zagranicznym, wysokie koszty obsługi długu wewnętrznego i słabo rozwinięte systemy bankowe. Ułomność tych ostatnich polegała głównie albo na niskiej kapitalizacji, albo niedorozwoju instytucji nadzoru bankowego, bądź na połączeniu obu tych elementów. Bliższa analiza gospodarki polskiej wskazuje, że w niektórych z wymienionych dziedzin sytuacja jest – niestety – podobna, z wyjątkiem problemów związanych z nadzorem bankowym, który jak do tej pory spisuje się bez zarzutów. Obserwowany w ostatnim czasie deficyt w handlu zagranicznym, wysokie koszty obsługi długu wewnętrznego oraz spadek w 1998 r. produkcji wytworzonej w 20 spośród 29 działów gospodarki narodowej (por. wykres 1) oraz wzrost bezrobocia być może nie są jeszcze pełnymi symptomami recesji, ale z całą pewnością powinny być poważnie traktowane przy formułowaniu polityki gospodarczej na najbliższe lata.

Wykres 1.

Źródło: *Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w styczniu 1999 r.*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa, luty 1999 r.

Jak widać z wykresu 1, styczeń 1999 r. był czwartym kolejnym miesiącem spadku produkcji przemysłowej, przy czym jego tempo było coraz szybsze. I tak, produkcja sprzedana przemysłu (w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 5 osób) była w październiku 1998 r. o 1,1% niższa niż przed rokiem, w listopadzie – o 1,3%, w grudniu – o 2,2%, a w styczniu 1999 r. – o 5,1%. Z kolei z wykresu 2 wynika, że istotnie pogorszyła się również sytuacja na rynku pracy. W styczniu 1999 r. odnotowano największy od połowy 1997 r. wzrost bezrobocia, który osiągnął poziom 11,4% wobec 10,4% w grudniu 1998 r.

Wykres 2.

Źródło: *Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w styczniu 1999 r.*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa, luty 1999.

Poza wymienionymi czynnikami, które można określić jako uwarunkowania wewnętrzne, istnieje także grupa uwarunkowań zewnętrznych, które wynikają z porozumień międzynarodowych zawartych w ostatnich latach przez rząd polski. Chodzi tutaj w szczególności o porozumienia zawarte z OECD i z Unią

Europejską w kwestiach dotyczących swobody przepływu kapitału, wymienialności zewnętrznej polskiego złotego, zasad kształtowania kursu walutowego, swobody zakładania i funkcjonowania instytucji finansowych pochodzących z krajów UE itd. W świetle ich postanowień Polska powinna usunąć większość przeszkód w tym zakresie do końca 1999 r. Z całą pewnością z jednej strony polepszy to jakość usług finansowych oferowanych na rynku krajowym, ale z drugiej ograniczy stosowanie narzędzi wewnętrznych polityki gospodarczej i uzależni przynajmniej częściowo rozwój naszej gospodarki od kapitału zagranicznego. I to jest kolejna kwestia, którą należałoby rozstrzygnąć: na które źródła finansowania rozwoju gospodarczego położyć nacisk – na krajowe czy zagraniczne, mając jednocześnie świadomość, że od 2001 r. trzeba będzie rozpocząć spłatę wspomnianego zadłużenia wobec Klubów Paryskiego i Londyńskiego.

Czy zatem potrzebna jest Polsce ekspansywna, czy restrykcyjna polityka finansowa? A może roztropna polityka finansowa? Czy parafrazując słowa szefa amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej Greenspana można powiedzieć, że w rezultacie roztropnej tzw. *policy mix* Polska może być spokojną wyspą na wzburzonym morzu? Oto garść pytań o pierwszorzędym znaczeniu, na które należy wciąż poszukiwać odpowiedzi. Próbując choćby tylko częściowo wywiązać się z tego zadania należy - jak się wydaje - jeszcze raz zapytać, czy realizacja dotychczasowej restrykcyjnej polityki finansowej przyniosła rezultaty zgodne z oczekiwaniami, czyli czy w pełni osiągnięto realizację zamierzonych celów? Wydaje się, że odpowiedź na tak postawione pytanie nie może być w pełni jednoznaczna. Wynika to chociażby z kilku powodów:

Po pierwsze, chociaż tempo wzrostu PKB jest względnie wysokie w porównaniu z innymi krajami rozwiniętymi, to jednak ostatnio ma tendencję spadkową. Stawia to pod znakiem zapytania względnie szybki proces wyrównywania poziomu rozwoju gospodarczego Polski i krajów Unii Europejskiej. Dlaczego tak się dzieje? Czy analizowane kryzysy finansowe miały zasadniczy wpływ na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w naszym kraju? Odpowiedź na to pytanie co najwyżej w niewielkim stopniu może być twierdząca. Jak wynika bowiem ze statystyk, współpraca gospodarcza Polski z krajami dotkniętymi kryzysami stanowi tylko niewielką część współpracy z zagranicą ogółem, zaś największą część obrotów handlowych mamy z Unią Europejską, a tam kryzysów nie było, a wręcz przeciwnie – tempo wzrostu było wyższe niż zakładano w 1997 r.

Można zatem przyjąć, że jednym z czynników hamujących wzrost gospodarczy była zbyt restrykcyjna polityka finansowa, która – jak twierdzono oficjalnie – była polityką „schładzania” koniunktury gospodarczej. Jej restrykcyjność, najogólniej rzecz ujmując, polegała na utrzymywaniu wysokich stóp procentowych i stóp rezerw obowiązkowych oraz względnie wysokich stóp

podatkowych. W rezultacie doprowadziło to nie tylko do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego, ale również do wzrostu zadłużenia wewnętrznego przedsiębiorstw i zadłużenia sektora prywatnego za granicą (na koniec 1998 r. szacowane ono było na około 13 mld USD). Dodatkowo spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego wywołało na początku 1999 r. wzrost bezrobocia (wprawdzie na razie niewielki, bo o około 1%). Jest to jednak zjawisko niekorzystne, szczególnie jeśli weźmie się pod uwagę konieczność zmian strukturalnych w sektorze rolno-spożywczym, w efekcie których oczekuje się dalszego wzrostu bezrobocia.

Po drugie, niski poziom inflacji osiągnięty został, przynajmniej w 1998 r., nie tyle dzięki stosowanej polityce monetarnej, ile sztucznie – bo administracyjnie – utrzymywanym na niskim poziomie cenom na towary rolne. Tak np. ceny trzody chlewnej w 1999 r. były aż o prawie 40% niższe niż w roku poprzednim; niższe były także ceny skupu żyta (o 22%), pszenicy (o 17%), drobiu (o prawie 10%), mleka (o 5%). Jeśli wiadomo, że żywność stanowi 35-38% wydatków przeciętnego gospodarstwa domowego, to łatwo wyjaśnić, co było główną przyczyną obniżenia inflacji. Dodatkowym argumentem przemawiającym za słusznością powyższej tezy jest fakt, że w ostatnich czterech latach nie występowała pozytywna korelacja pomiędzy wzrostem ilości pieniądza w obiegu a inflacją. Według danych NBP, ilość pieniądza wzrastała mniej więcej o 25-30% w stosunku rocznym, czyli o kilka punktów procentowych więcej niż zakładano, a mimo to inflacja malała. Fakt ten musi prowadzić do poszukiwania pozamonetarnych źródeł inflacji. Wiele wskazuje na to, że już od pewnego czasu mamy w Polsce do czynienia przynajmniej w części z inflacją kosztową, będącą rezultatem wysokiej ceny kapitału, natomiast w dalszym ciągu stosowane są do jej zwalczania narzędzia czysto monetarne.

Po trzecie, zrównoważenie budżetu, które jest niewątpliwym sukcesem polityki gospodarczej w ostatnich latach, przynajmniej częściowo nastąpiło kosztem ograniczenia wydatków na najślabszą część sfery budżetowej, czyli na edukację, ochronę zdrowia itd. Warto w tym miejscu powiedzieć, że wydatki na szkolnictwo i badania naukowe, stanowiące w Polsce 0,4% PKB, czyli około 700 mln USD, są równe wydatkom przeznaczanym na badania i rozwój (R&D) przez południowokoreański koncern Daewoo. Dążąc do integracji z Unią Europejską i chcąc jednocześnie sprostać wyzwaniom rozwojowym końca XX wieku, Polska już dłużej nie może sobie pozwolić na obniżanie wydatków na powyższe cele. Pozostaje więc problem nie obniżania wydatków budżetowych, ale powiększania dochodów, które w chwili obecnej w dużej części pochodzą z bardzo kosztownych emisji bonów skarbowych, dodatkowo – na co już wskazano – ogoławających z pieniądza i tak bardzo płytki rynek pieniężny. Dodatkowe dochody można uzyskać nie poprzez podwyższanie podatków, ale w rezultacie wzrostu i rozwoju bazy podatkowej, czyli przedsiębiorstw

i gospodarstw domowych. Ich dobrobyt w dużej mierze uzależniony jest jednak od odpowiedniej polityki finansowej, mającej na celu przede wszystkim wspieranie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.

Tymczasem dane statystyczne wskazują na coś odwrotnego. Dalsze zmniejszanie deficytu budżetowego przy stosowaniu obecnej polityki gospodarczej nie jest możliwe poprzez zwiększenie dochodów budżetowych (albowiem obserwujemy niski przyrost płac, szybko spadającą inflację oraz niższy niż zakładano w ustawie budżetowej wzrost gospodarczy), ale właśnie poprzez kolejne cięcia budżetowe. To zaś – jak pokazują doświadczenia innych krajów – jest drogą prowadzącą bezpośrednio do recesji, w szczególności w sytuacji, gdy mamy do czynienia z niedorozwiniętym z punktu widzenia ekonomicznego systemem bankowym. Rzecz jasna, nie idzie tutaj o propagowanie zbyt ekspansywnej polityki finansowej, mogącej w efekcie prowadzić do nawrotu inflacji, ale o roztropną *policy mix*, polegającą bądź to na bardziej restrykcyjnej polityce pieniężnej i bardziej ekspansywnej polityce fiskalnej, bądź odwrotnie – w zależności od sytuacji.

Po czwarte, stabilizacja złotego z jednej strony przyczyniła się do wzrostu zaufania do polskiej waluty, co w rezultacie zaowocowało stosunkowo dużym napływem do Polski kapitału zarówno długoterminowego, jak i nomadycznego, który jest i kosztowny, i niebezpieczny ze względu na swoją dużą „ruchliwość”. Z drugiej zaś strony wysoka wartość złotówki pogorszyła saldo bilansu handlowego. Przyczyna takiego stanu rzeczy była dość prosta: eksport towarów polskich stał się mało konkurencyjny (bo drogi) i nieopłacalny; za to import był tani i konkurencyjny. O zagrożeniach wynikających z ujemnego salda bilansu handlowego napisano tak wiele, że nie warto ich powtarzać, może należałoby tylko wspomnieć, że owo ujemne saldo można usprawiedliwiać w przypadku, gdy przeważa import towarów inwestycyjnych. Jest wtedy nadzieja, że w przyszłości odnowią one w danym kraju park maszynowy, poprawi się jakość produkowanych towarów i w efekcie prowadzić to będzie do niemal klasycznego wyrównywania się salda bilansu handlowego.

Jak wykazują badania, w przypadku Polski znaczną część importu stanowią jednak dobra konsumpcyjne i zaopatrzeniowe, a zatem będzie bardzo trudno o empiryczne potwierdzenie tego mechanizmu. W tym miejscu warto jeszcze podkreślić, że polityka kursu walutowego także w najbliższej przyszłości odgrywać będzie bardzo ważną rolę. Chodzi tutaj o ustalenie relacji pomiędzy złotym a euro i udzielenie odpowiedzi na pytanie: czy pasmo odchyłeń w relacji między tymi walutami powinno być duże czy małe? Wstępne rozważania na ten temat wskazują, że powinno ono być stosunkowo duże, gdyż w ten sposób polska władza monetarna miałaby chociaż pewien margines stosowania kursu walutowego w zależności od potrzeb gospodarki narodowej. Jak wiadomo bowiem, po przystąpieniu do Unii Gospodarczej i Walutowej dany kraj

rezygnuje m.in. z prowadzenia własnej polityki monetarnej, fiskalnej i celnej. A zatem fakt ten powinien znaleźć swoje odzwierciedlenie już w fazie negocjacji o warunkach przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

Dalsze uwagi dotyczące dylematów polityki gospodarczej w najbliższych latach można by oczywiście mnożyć, pozostajmy jednak przy stwierdzeniu, które jest truizmem: Polsce dla równomiernego rozwoju gospodarczego potrzebna jest roztropna polityka gospodarcza.

Bibliografia:

Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, Basle 1995

R.Dornbusch *Eurofantazje*, „*Gazeta Bankowa*”, nr 43/1996

K.Lutkowski, *Najświeższa fala kryzysów walutowych na świecie – próba wysnucia wniosków dla Polski*, „*Ekonomista*”, nr 4/1998

A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Consequences of High Interest Rate Policy in the Process of Disinflation. The Case of Poland*, „*The Journal of Interdisciplinary Economics*”, vol.9/1998

A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Stabilizujące i destabilizujące skutki integracji gospodarki polskiej z Unią Europejską - ujęcie monetarne*, „*Studia Europejskie*”, nr 4/1997

A.Z.Nowak, *Konsekwencje wprowadzenia euro dla Polski i krajów Unii Europejskiej - ujęcie jakościowe*, PUG, nr 2/1999

A.Z.Nowak, *Czy światu grozi kryzys gospodarczy?*, „*Nowe Życie Gospodarcze*”, nr 16/1998

A.Z.Nowak, A.Sopoćko, *Polska bankowość w procesie integracji gospodarczej z Unią Europejską*, WSPiZ, Warszawa 1999

Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w styczniu 1999 r., RCSS, Warszawa, luty 1999

L.T.Orlowski, *The Asian and the Russian Financial Crises: Contagion Effects on Central Europe's Transition Economies*, referat wygłoszony w Technische Universität Chemnitz, Chemnitz, 5-6 luty 1999

Z.Polański, *Poland and International Financial Turbulance of the Second Half of the 1990s*, referat wygłoszony na konferencji w Technische Universitat Chemnitz, Chemnitz, 5-6 luty 1999

R.Portés, H.Rey, *The Emergence of the Euro as an International Currency*, „*Economic Policy*”, A European Forum, April 1998

P.Schall, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996.