



---

# Wielkie zawirowania, wielki strach i wielkie nadzieje

*Artykuł ukazał się w Rzeczpospolitej, 28.01.2008 r.*

---

Andrzej Rzońca

**Mamy do czynienia z niebezpieczną mieszanką. Wyraźnie pogorszyły się perspektywy wzrostu gospodarki światowej i zwiększyło ryzyko poważnych zawirowań – pisze ekonomista Forum Obywatelskiego Rozwoju**

Gospodarka od siedmiu kwartałów rozwija się nieprzerwanie w tempie ponad 6 proc. rocznie. W tym samym czasie utrzymuje się dwucyfrowa dynamika inwestycji. Od dziewięciu lat eksport rośnie szybciej niż gospodarka. Tymczasem na fali zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych coraz częściej podnoszone są obawy, że grozi nam recesja.

Zaburzenia te nie powinny mocno zaszkodzić polskiej gospodarce.

### **Nikłe zagrożenie**

Po pierwsze, polskie banki nie inwestowały w papiery wartościowe zabezpieczone wpływami z subprime loans w USA, czyli z kredytów hipotecznych dla osób o niskiej zdolności kredytowej. Zatem kryzys na tym rynku nie ma wpływu na ich stabilność finansową. Wynik finansowy netto banków po trzech kwartałach ubiegłego roku przekroczył 10 mld zł i był o ponad jedną czwartą wyższy niż w analogicznym okresie 2006 r., skądinąd również bardzo dobrym. Poza jednym wyjątkiem także inwestorzy strategiczni naszych największych banków nie odczuli boleśnie tego załamania.

Po drugie, nasz rynek mieszkaniowy daleki jest od kryzysu. Co prawda ceny mieszkań na rynku wtórnym, które jeszcze w ostatnim kwartale 2006 r. wzrosły o niemal jedną trzecią, w II kwartale 2007 r. wyhamowały, ale od stabilizacji cen do ich głębokiego spadku jest daleka droga.

Poza tym sytuacja na rynku mieszkaniowym wciąż nie ma wielkiego wpływu na stan rynków finansowych. Mimo że od sierpnia 2006 r. tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych na zakup nieruchomości nie spada poniżej 50 proc. w skali roku, kredyty te stanowią równowartość tylko jednej dziesiątej PKB i mniej niż jednej siódmej aktywów banków.

Po trzecie, załamanie na rynkach akcji nie musi ograniczyć polskim firmom możliwości finansowania rozwoju. W zeszłym roku na GPW nastąpił wysyp nowych emisji akcji. Na rynku podstawowym zadebiutowała rekordowa liczba 81 spółek. Ale środki pozyskane z nowych emisji były kilkakrotnie mniejsze od chociażby depozytów ulokowanych przez firmy w bankach.

Poza tym, mimo zawirowań w drugiej połowie roku, kapitalizacja krajowych spółek notowanych na giełdzie na koniec 2007 r. była nadal o prawie 70 mld zł wyższa niż na koniec 2006 r. Jednocześnie jednak nie można nie zauważyć, że poprzedni rekord ofert padł w 1997 r., a więc u szczytu poprzedniego boomu w polskiej gospodarce.

Po czwarte, kurs złotego w reakcji na zawirowania na światowych rynkach finansowych może się osłabiać. Tempo ewentualnej deprecjacji nie powinno być jednak destrukcyjne dla gospodarki – chroni nas przed tym system kursu płynnego. Mimo że bieżący kurs złotego jest silny, nie wywołał zjawisk recesyjnych (choć od kilku kwartałów jest wymieniany przez przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP w czołówce barier ich rozwoju). Nie musi więc być odległy od poziomu długookresowej równowagi. Jego siła po części jest wynikiem zwiększenia zdolności naszego kraju do obsługi zadłużenia zagranicznego w związku ze spodziewanym dużym napływem transferów z UE, po części zaś odzwierciedla poprawę konkurencyjności polskich firm na rynkach międzynarodowych w wyniku drugiej fali oddolnej restrukturyzacji, zapoczątkowanej po kryzysie rosyjskim w 1998 r. i wzmocnionej przez spowolnienie gospodarcze z lat 2001 – 2002. Poza tym zadłużenie zagraniczne, choć wysokie (stanowi równowartość prawie połowy PKB), nie osiągnęło jeszcze poziomów ostrzegawczych. Jest wyższe niż w Rumunii, Czechach i na Słowacji, ale niższe niż w pozostałych krajach naszego regionu. Co ważniejsze, zadłużenie krótkoterminowe stanowi mniej niż jedną czwartą łącznego zadłużenia i nadal nie przekracza rezerw dewizowych Polski.

Płynny kurs walutowy pozwala zahamować narastanie zadłużenia, zanim osiągnie ono poziom zagrażający niewypłacalnością kraju.

### Niepokojące sygnały

Wszystko to nie oznacza, że nie czekają nas problemy. Z gospodarki docierają do nas coraz wyraźniejsze sygnały narastania nierównowagi, która zawsze jest wstępem jeżeli nie do recesji, to przynajmniej do spowolnienia gospodarczego.

Przede wszystkim niebezpieczną siłę osiągnęła presja na wzrost wynagrodzeń. Płace od IV kwartału 2006 r. rosły realnie (a więc już po odjęciu zwiększającej się inflacji) szybciej niż wydajność pracy i ta różnica się pogłębia – w III kwartale 2007 r. zbliżyła się do 5 pkt proc. Jeżeli żądania płacowe będą narastać (a nic nie wskazuje, żeby mogło być inaczej), to zaczną spadać zyski przedsiębiorstw, i to w sytuacji, w której zawężają się możliwości zewnętrznego finansowania ich rozwoju, a rosła jego koszty. Z jednej strony firmy będą miały mniej środków na inwestycje, z drugiej natomiast podniesie się ryzyko inwestowania, a zmniejszą potencjalne korzyści z inwestycji (większa ich część trafi do kieszeni pracowników, bo więcej trzeba będzie zapłacić pracownikom realizującym inwestycje, podniosą się też koszty inwestycji, które już obecnie są podbijane przez szybki wzrost cen dóbr kapitałowych). Tym samym zostanie podważona zarówno zdolność, jak i skłonność firm do inwestowania.

Bez podtrzymania wysokiej dynamiki inwestycji nie ma co liczyć na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu PKB. Od IV kwartału 2005 r. wzrost krajowej produkcji nie nadążył za zwiększaniem krajowego popytu. Stopień wykorzystania mocy wytwórczych przez przedsiębiorstwa w IV kwartale 2007 r. wzrósł kolejny kwartał z rzędu i był najwyższy w historii. Bez wyraźnego zwiększenia tych mocy, które jest niemożliwe bez znacznych inwestycji, dalsze szybkie zwiększanie popytu będzie prowadziło głównie do pogłębiania się nierównowagi w handlu zagranicznym i do podniesienia poziomu inflacji.

Rosnąca inflacja (którą dodatkowo może podbić osłabienie złotego w wyniku zawirowań na światowych rynkach finansowych) zmniejszy siłę nabywczą dochodów, a więc ograniczy możliwości finansowania zakupów. Zmusi też RPP do dalszego podnoszenia stóp procentowych, co zniechęci ludzi do przeznaczania dochodu na bieżące wydatki.

Niebezpieczną siłę osiągnęła presja na wzrost wynagrodzeń. Płace od IV kwartału 2006 r. rosną realnie szybciej niż wydajność pracy i ta różnica się pogłębia

Trzeba też pamiętać, że inwestycje są składową PKB. Przy rosnącej inflacji oraz pogorszeniu się perspektyw wzrostu gospodarki światowej nie ma co liczyć na to, że ewentualny spadek ich dynamiki zostanie zrekompensowany np. przez zwiększenie wpływów z eksportu (nawet gdyby produkcja eksportowa nie napotykała bariery w pełni wykorzystanych mocy wytwórczych) i spadek importu. Rosnąca inflacja będzie osłabiać konkurencyjność cenową polskich dóbr w stosunku do dóbr zagranicznych. Z kolei wolniejszy rozwój światowej gospodarki będzie hamował zwiększanie wymiany międzynarodowej i nasilał konkurencję między firmami biorącymi w niej udział. Wątpliwe także, by przez dłuższy czas mogła go zrównoważyć zwiększająca się konsumpcja napędzana przez coraz wyższe dochody z pracy i świadczenia socjalne.

Przy pełnym wykorzystaniu mocy wytwórczych tempo wzrostu konsumpcji zależy od poziomu inwestycji. Inwestycje zwiększają uzbrojenie pracy w kapitał i podnoszą jakość kapitału (gdyż znaczna część postępu technicznego jest ucieleśniona w nowych maszynach), a tym samym prowadzą do zwiększenia wydajności pracy, bez którego niemożliwe jest trwałe podnoszenie wynagrodzeń. Oznaczają także wzrost zapotrzebowania na nowych pracowników. Tylko co 20. przedsiębiorstwo ankietowane przez NBP inwestuje po to, aby zmniejszyć zatrudnienie. Firm planujących utworzenie nowych miejsc pracy w wyniku inwestycji jest cztery razy więcej.

Ponadto do realizacji inwestycji także potrzebni są pracownicy. Oczywiście uzbrojenie pracy w kapitał, a w efekcie wydajność pracy może rosnąć także bez inwestycji – poprzez obniżanie zatrudnienia.

Taki wzrost wydajności pracy podnosi wynagrodzenia, a tym samym poszerza możliwości konsumpcyjne tych ludzi, którzy zachowają pracę, ale zawęża pozostałych. Tak więc inwestycje, umożliwiając z jednej strony trwałe wzrost wynagrodzeń, a z drugiej zwiększenie liczby miejsc pracy, są warunkiem stabilnego finansowania konsumpcji. To źródło jest tym ważniejsze, że na skutek wzrostu

inflacji podnosi się koszt finansowania konsumpcji kredytem (który skądinąd trudno zaciągnąć, jeśli nie ma się pracy).

Zmniejszają się też możliwości jej finansowania ze sponiężenia części majątku, którego wycena, obniżona w efekcie zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych, jest dodatkowo redukowana przez wzrost stóp procentowych konieczny do zahamowania wzrostu inflacji.

### **Groźba spowolnienia**

Mamy więc do czynienia z niebezpieczną mieszanką. Wyraźnie pogorszyły się perspektywy wzrostu gospodarki światowej i zwiększyło ryzyko poważnych zawirowań. W tym samym czasie w polskiej gospodarce narasta nierównowaga: popyt się zwiększa szybciej niż produkcja, rośnie inflacja, nasila się presja płacowa. Taki zestaw zjawisk zawsze stanowi wstęp do spowolnienia rozwoju gospodarczego.

Co gorsza za długo utrzymywane zbyt niskie stopy procentowe oraz zadłużanie państwa, mimo doskonałej koniunktury, na pokrycie wydatków budżetu rosnących szybciej niż gospodarka nie dość, że przyczyniły się do powstania tej nierównowagi, to jeszcze nie dają polityce akroekonomicznej pola manewru w momencie nadejścia spowolnienia.

Szczególnie nie do pozazdroszczenia jest sytuacja rządu, jeśli szybko nie przystąpi do uzdrawiania finansów publicznych, ale to już temat na co najmniej osobny artykuł.