

S **seminaria i konferencje**

**Polskie Rynki Finansowe
relacja z konferencji zorganizowanej
przez Koło Naukowe Strategii
Gospodarczej na Wydziale Nauk
Ekonomicznych Uniwersytetu
Warszawskiego dnia 11.03.2004**

Od miesięcy już toczy się na polskiej scenie politycznej debata nad stanem finansów publicznych. Jesteśmy świadkami próby naprawy finansów państwa poprzez proponowany przez premiera Hausnera pakiet ustaw, przyglądamy się ożywionym dyskusjom nad kondycją sfery publicznej w Polsce, docierają do nas informacje o rywalizujących ze sobą propozycjach różnych środowisk politycznych, dotyczących coraz bardziej naglących reform gospodarczych. Polemika polityczna odbija się wyraźnym echem w świecie finansów, czego dowodem są reakcje rynków objawiające się wahaniami kursów, indeksów, notowań. Jednak być może pilniej nawet niż finansisci, a z pewnością dogłębniej, analizują tę dynamiczną strefę tarcia polityczno-gospodarczego środowiska akademickie. Baczną uwagę poświęcają tym zagadnieniom studenci Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. Wychodząc z założenia, że w przeddzień polskiego członkostwa w Unii Europejskiej i jednocześnie na skraju zapaści finansów publicznych potrzeba poważnej, merytorycznej dyskusji nad polskimi rynkami finansowymi i ich przystosowaniem do integracji z rynkami europejskimi, Koło Naukowe Strategii Gospodarczej zaprosiło do udziału w konferencji dwóch ekspertów — Pana Janusza Jankowiaka, głównego ekonomistę BRE Banku, oraz Pana dr. Krzysztofa Rybińskiego, głównego ekonomistę Banku BPH.

W pierwszej części konferencji poproszono zaproszonych gości o zabranie

głosu na temat wzajemnego wpływu gospodarki i rynków finansowych — czy to rynki finansowe kształtują sytuację gospodarczą, czy też raczej gospodarka wpływa na rynki finansowe?

Pan dr Rybiński zwrócił uwagę na skomplikowaną sieć wzajemnej przyczynowości między polityką, gospodarką, sferą psychologii a rynkami finansowymi. W sposób oczywisty rynki reagują na dane makroekonomiczne, a wręcz wyczełkują takich danych, ponieważ przed publikacją danych gospodarczych zamiera, a po publikacji wzrasta aktywność na rynkach. Wyraźne jest przy tym powiązanie rynków finansowych i gospodarek w skali światowej, czego przykładem może być ostatni spadek rentowności obligacji w Polsce po opublikowaniu gorszych niż oczekiwano informacji o rynku pracy w USA. Na przykładzie polskim widoczne jest także oddziaływanie polityki na rynki finansowe. Kolejne sondaże popularności partii politycznych, według których Samoobrona może liczyć nawet na 35-procentowe poparcie społeczne, wywołują nerwowe reakcje rynków. Uczestnicy rynków rozważają scenariusze przyszłości, według których Samoobrona może dojść do władzy, co z pewnością nie pozostałoby bez wpływu na polską gospodarkę. Jednakże zależności te działają także w drugą stronę. Rynki finansowe mogą zdyscyplinować rząd. W przypadku narastającego deficytu budżetowego państwo coraz bardziej uzależnione jest od zewnętrznych źródeł finansowania. Rząd czuje więc niejako uzależnienie od rynków finansowych, które są głównym źródłem pożyczek na pokrycie deficytu budżetowego — należy się liczyć, że w przypadku prowadzenia przez władze nieodpowiedzialnej polityki, rynki finansowe odmówią dalszego kredytowania zobowiązań państwowych. Do jak tragicznych skutków to prowadzi, pokazał nie tak dawno smutny przykład Argentyny, w której rynki zaprzestały finansowania deficytu budżetu państwa.

Zdaniem dr. Rybińskiego, przykłady takie pokazują jasno, że rynki finansowe są bardzo ważne, bez nich bowiem ani państwo, ani gospodarka nie mogłyby funkcjonować.

Pan Janusz Jankowiak, prezentując swe stanowisko w sprawie kondycji polskiej gospodarki i rynków finansowych, zauważył na wstępie, że politycy mają bardzo wybiórcze podejście do analiz ekonomicznych. Koncentrują swoją uwagę na najistotniejszych, przynajmniej dla nich, wskaźnikach, takich jak dynamiki: sprzedaży detalicznej czy produktu krajowego brutto. Tymczasem, mimo że politycy informują o kolejnych sukcesach gospodarczych, opierając się na optymistycznych danych, społeczeństwo nie odczuwa poprawy, co ma w następstwie swe odzwierciedlenie w wynikach poparcia dla partii politycznych. Co więcej, także rynki finansowe nie podzielają optymizmu koalicji rządzącej. Pan Jankowiak zwraca więc uwagę na postępujący dualizm: dobre wskaźniki nie idą w parze z dobrymi nastrojami na rynkach finansowych. Rynki finansowe też są swoistymi obszarami dokonywania wyborów politycznych. Niekorzystne nastroje powodują osłabienie złotego, co powoduje pogorszenie się sytuacji osób posiadających kredyty w walutach obcych, a to skłania takich inwestorów do opuszczenia rynku — jest to specyficzna forma „głosowania rynków finansowych nogami inwestorów”. Naturalnie, nie da się zakwestionować wagi takich ogólnych wskaźników jak wzrost PKB czy stopy procentowe. Mają one bezpośrednie przełożenie na kondycję niektórych sektorów gospodarki, jak na przykład budownictwo. Należy jednak pamiętać, że o wskaźnikach tych nie decyduje rząd i Rada Polityki Pieniężnej, ale w długim okresie determinują je rynki finansowe. Próbując nakreślić perspektywę przyszłorocznego stanu finansów i gospodarki Polski, można — zdaniem Pana Jankowiaka — zaryzykować prognozę, że przy-

szły rok przyniesie lepsze wyniki makroekonomiczne. Możliwy jest nawet mniejszy niż obecny deficyt budżetowy, ale mimo to może dojść do wzrostu potrzeb kredytowych. Towarzyszyć temu będzie wzrost rentowności bonów skarbowych i osłabienie się złotego. Realizacja takiego scenariusza oznaczałaby, mówiąc obrazowo, „karanie Polski” przez rynki finansowe. Byłoby to zgodne z obowiązującą regułą, że „ten, kto potrzebuje dużo i szybko, musi także dużo zapłacić”.

Druga część konferencji poświęcona została odpowiedziom zaproszonych gości na zadawane przez uczestników konferencji pytania. Poniżej prezentujemy listę postawionych pytań i ustosunkowanie się do poruszanych w nich spraw przez głównych ekonomistów BRE Banku i Banku BPH.

• **1. Czy to, co dobre jest dla rynku finansowego, jest również dobre dla gospodarki i czy istnieje zależność odwrotna?**

Pan dr Rybiński odniósł się w swej odpowiedzi do programu gospodarczego Samoobrony. Ugrupowanie to utrzymuje, że rynki finansowe są wielkim złem dla polskiej gospodarki — w programie tym zawarte są sformułowania, że obce (tzn. zagraniczne) instytucje finansowe „wysysają” z Polski kapitał, powodując tym samym bezrobocie. Samoobrona obwinia więc odpowiedzialnością za wszystkie niepowodzenia gospodarcze rynki finansowe, nie zauważając na przykład wysokiego długu publicznego czy zaniedbań prywatyzacyjnych. Tymczasem, jak zauważa dr Rybiński, to właśnie rynki finansowe zaopatrują gospodarkę w kapitał. Posługując się przykładem budowy autostrad, gość wykazał, że choć do ich budowy potrzebne są określone nakłady rzeczowe i ludzkie, to przecież dla ich nabycia i zatrudnienia potrzebny jest przede wszystkim kapitał — punktem wyjścia wszystkich inwestycji są pie-

niądze, a tych dostarczają rynki finansowe. Wszelkie próby pozbycia się z Polski zagranicznego kapitału oznaczałyby po prostu klęskę gospodarczą, włączając w to również wysokie bezrobocie wśród absolwentów szkół wyższych. Zdaniem głównego ekonomisty Banku BPH, to, co jest dobre dla rynków finansowych, jest też dobre dla gospodarki. Podkreślić należy fakt, że rynki finansowe wymuszają na rządach dyscyplinę fiskalną. Wyeksponować należy także, że wbrew demagogicznym hasłom Samoobrony, kapitał nie jest z Polski wywożony, lecz doń napływa.

Pan Janusz Jankowiak rozpoczął od stwierdzenia, że „oczywiście odpowiedź na to pytanie brzmi: tak”. Wnikając jednak głębiej w analizę tej zależności, można sobie wyobrazić sytuację, w której zdrowej sytuacji budżetowej (korzystnej dla gospodarki) towarzyszyłoby względne niezadowolenie rynków finansowych. Sytuacja taka miałaby miejsce, gdyby nie było deficytu budżetowego, a przez to konieczności zewnętrznego finansowania na rynkach. Nie jest to założenie czysto hipotetyczne, gdyż przed kilku laty zaprzestanie w USA emisji długoletnich papierów wartościowych wywołało perturbacje na rynku finansowym.

Główny ekonomista BRE Banku zaproponował bliższe przyjrzenie się finansowaniu deficytu budżetowego. Zauważyć można w tej sferze wiele nieprawidłowości czy wręcz manipulacji politycznych. Jedną z nich jest pojawienie się po raz pierwszy w tym roku w pozycji „finansowanie deficytu” rubryki „przychody z prywatyzacji i ich rozdysponowanie” w kwocie minus 5 mld złotych. Rząd wprowadził tym samym dziwną, a zarazem sprzeczną z logiką, kategorię ujemnych przychodów z prywatyzacji — to tak jakby, sprzedając coś, trzeba było do tego dopłacać. Drugim przykładem manipulacji politycznej są zmiany przy funduszach inwestycyjnych. Co roku dotacja do OFE z tytułu ubytku składek wynosi 12

mld złotych, w tym roku jednak rząd włączył tę pozycję „pod kreskę”, czyniąc z niej pozycję rozchodów. W przyszłym roku jednak dotacja do OFE ponownie będzie musiała być zakwalifikowana jako wydatek, a nie rozchód, co spowoduje zwiększenie deficytu budżetowego. Tego typu i inne manipulacje polityczne w zakresie finansów publicznych bywają jednak, zdaniem Pana Jankowiaka, częściej dowodem ignorancji ekonomicznej niż przejawem znajomości ekonomii. Tak było w przypadku grupy posłów żądających od Prezesa Narodowego Banku Polskiego pokazania im fizycznie rezerw rewaluacyjnych, choć — jak wiedzą ekonomiści — rezerwy te mają jedynie postać zapisu księgowego. Powstają one w wyniku odchylenia poziomu kursu, po jakim zaksięgowano rezerwy walutowe (wielkość często zbliżona do kursu, po jakim zakupiono rezerwy), od obecnego kursu walut i dewiz przechowywanych przez bank centralny — a więc pieniędzy, które już raz trafiły do obiegu. Główny ekonomista BRE Banku zapewnia, że nie ma możliwości wykorzystania tych rezerw w taki sposób, w jaki życzyliby sobie tego niektórzy politycy (rozdanie ludności), choć przyznaje, że istnieje w praktyce sposób zarobienia na rezerwach walutowych pieniędzy dla budżetu państwa i ze sposobu tego korzysta się w Polsce. Rząd poprzez emisję obligacji za granicą finansuje deficyt budżetowy (w tym głównie wydatki społeczne). Uzyskane w ten sposób waluty zagraniczne sprzedawane są na polskim rynku walutowym, co prowadzi przy okazji do aprecjacji złotego (dla przypomnienia korzyścią umocnienia się naszej waluty jest obniżenie kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego). Po nadejściu terminu wykupu obligacji, rząd zaczyna skupować dewizy. Tutaj stosowany jest jednak wybieg, który dostarcza korzyści budżetowi. Rząd odkupuje waluty od Banku Centralnego według kursu, po jakim są one zaksięgowane w księgach NBP. Łatwo więc zauważyć,

że zyskuje w ten sposób kwotę równą wysokości rezerwy rewaluacyjnej. Dla przykładu przy emisji obligacji w dolarach waluta uzyskana z ich emisji sprzedawana jest po kursie np. 3,8 zł/\$, natomiast skupowana według kursu wynoszącego 3,4 zł za dolara. Nietrudno zauważyć, że w ten sposób państwo zyskuje 0,4 zł na każdym dolarze. Jednak takim operacjom rządu towarzyszą napięcia na rynku finansowym.

• **2. Jaki jest wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) oraz kapitału portfelowego na gospodarkę i na jej wzrost?**

Doktor Rybiński rozpoczął swoją wypowiedź od komentarza na temat ostatnich wydarzeń, weryfikujących atrakcyjność Polski jako lokalizacji dla napływających BIZ. Mówiąc żartobliwie: „straciliśmy Huyndaia, bo nie mieliśmy bocznicy kolejowej”, a poważnie: oczywiście takie przypadki pokazują, jak kompleksowe są oceny inwestorów zagranicznych poszczególnych potencjalnych lokalizacji i jak istotne są w tych ocenach także aspekty infrastrukturalne — a pod względem infrastruktury Polska nie jest, niestety, konkurencyjna. Główny ekonomista Banku BPH przedstawił wyniki autorskich analiz stopnia atrakcyjności krajów wchodzących do Unii Europejskiej dla inwestorów zagranicznych. Według tych badań, Polska wypada bardzo niekorzystnie na tle Słowacji — wynik analizy 16 czynników wypada 12:4 dla Słowacji. Zgodnie z danymi za rok 2002, inwestycje bezpośrednie na mieszkańca są w Polsce 9 razy mniejsze niż w Czechach i siedmiokrotnie niższe niż na Słowacji. Tak słaby wynik Polski w przyciąganiu BIZ ma, zdaniem dr. Rybińskiego, związek także z rosnącą korupcją w naszym kraju. Są jednak, zdaniem gościa konferencji, perspektywy niewielkiego wzrostu przychodzących BIZ po wejściu Polski do UE, ale — zgodnie z teoretycznymi modelami (wielkość BIZ dodatnio skorelowana z rozmiarem gospodarki i ujemnie z dys-

tansem między krajami) — inwestycje te pochodzić będą przede wszystkim z Wielkiej Brytanii, Japonii i USA, ponieważ kraje te nie dokonały jeszcze w Polsce inwestycji odpowiadających ich potencjałowi.

Odpowiadając na pytanie o charakter wpływu inwestycji bezpośrednich i portfelowych na gospodarkę, Pan dr Rybiński opowiedział się za pozytywną relacją — ogólnie efekt tych inwestycji jest pozytywny, choć zależy w dużej mierze od sposobu ich wykorzystania. Podczas gdy przekazanie wpływów z inwestycji portfelowych na finansowanie wydatków społecznych jest przykładem złej polityki w tym zakresie, to sfinansowanie rozwoju infrastruktury z tych środków (np. budowa autostrad) jest pomysłem o wiele lepszym. Ekspert zajął przy tym zdecydowanie opozycyjne stanowisko względem twierdzeń o spekulacyjnym i niszczytel-skim dla gospodarki krajowej charakterze inwestycji portfelowych. Dowodził nawet w dobitnych słowach, że inwestycje portfelowe nabierają cech kapitału spekulacyjnego wyłącznie wskutek złej polityki ekonomicznej państw (takich jak np. Tajlandia, Meksyk, Argentyna), a nawet, że kraje przechodzą kryzysy finansowe „tylko na własną prośbę”.

Pan Janusz Jankowiak, nawiązując do wątku kapitału spekulacyjnego poruszonego przez Pana dr. Rybińskiego, zauważył, że kapitał ten na rynku obligacji to zaledwie 30 mld zł przy całkowitej emisji wynoszącej 170 mld brutto. Z drugiej jednak strony, kapitał spekulacyjny stanowi aż 4% PKB, więc jego odpływ miałyby bardzo poważne konsekwencje gospodarcze. Nie mniej ważne są inwestycje bezpośrednie, ale dla ich pozyskania potrzebne są podstawy infrastrukturalne. Całkowite zahamowanie przepływów kapitałowych miałyby prawdopodobnie katastrofalne skutki, na szczęście jednak jest to tylko wyłącznie hipotetyczny scenariusz, gdyż dla likwidacji swobody przepływów kapitałowych potrzebne

byłyby poważne zmiany legislacyjne. Pan Jankowiak zwrócił uwagę na ważną rolę, jaką odgrywa napływ kapitału w krajach cierpiących na ciągły deficyt bilansu obrotów bieżących (BOB). Zgodnie z ogólną, powszechnie znaną w ekonomii zasadą równoważenia się bilansów, także w bilansie płatniczym (BP) ujemne saldo BOB (tj. zapis płatności z handlu dobrami i usługami i pozostałych transakcji bieżących) musi być rekompensowane dodatnim saldem bilansu obrotów kapitałowych (BK). Oznacza to, że takie kraje jak USA (z deficytem BOB w wysokości 2 mld USD miesięcznie) i Polska (deficyt BOB na poziomie 2% PKB) pokrywają ujemne wyniki handlu międzynarodowego napływem kapitału zagranicznego. Ekspert BRE Banku zwrócił uwagę, że nie sposób mówić o przepływach kapitałowych, nie wspominając chociażby o problematyce kursów walutowych. Jednym z podstawowych warunków napływu BIZ jest stabilny kurs walutowy w systemie kursów płynnych, to znaczy niepodlegający gwałtownym aprecjacom ani deprecjacom, gdyż wpływa to na zmianę wyceny wartości zainwestowanego kapitału i powoduje niepokój inwestorów. Teoretycznie rzecz ujmując, można stwierdzić, że kurs walutowy kształtowany jest wskutek gry popytu i podaży na waluty. Rzeczywistość jest jednak, zdaniem Pana Jankowiaka, bardziej złożona, a np. kurs złotego determinowany jest m.in. wysokością deficytu budżetowego czy wymianą przez rząd walut uzyskanych poprzez emisję obligacji za granicą. Ujemny wpływ na BIZ lokowane w Polsce ma też wyraźna niepewność rynku co do przyszłego poziomu kursu złotego. Planowane jest wstąpienie Polski do strefy euro, co będzie się wiązało ze zmianą reżimu kursowego i powiązaniem złotego sztywnym parytetem wymiany ze wspólną walutą europejską. Jednak inwestorzy, którzy już dziś angażują w Polsce swój kapitał, nie wiedzą, kiedy i po jakim kursie nastąpi „zafikso-

wanie” złotego w stosunku do euro. Myśl o niepewności rynków finansowych co do przyszłego kursu złotego podchwycił dr Rybiński, podkreślając, że przy wytyczeniu parytetu wymiany waluty wstępującej do Europejskiego Systemu Walutowego (ESW) dużą rolę odgrywają polityczne naciski grup interesów. Taka sytuacja miała miejsce w przypadku relacji włosko-niemieckich, kiedy to Niemcy poprosili Włochów o obniżenie kursu lira o 100 lirów, gdyż leżało to w interesie niemieckich producentów obrabiarek. Podobne presje mogą wystąpić przy wstępowaniu Polski do ESW II, co jest źródłem dalszej niepewności na rynku BIZ. Pan Jankowiak dodał także, że wysokość kursu walutowego jest istotną zmienną dla kosztów obsługi długu publicznego i ustawa budżetowa musi przyjmować pewną przewidywaną wartość kursu walutowego. W polskich finansach publicznych funkcjonuje tzw. zakładka Kamińskiego na poziomie 10% na obsługę długu publicznego. Istnienie tej zakładki umożliwia osiągnięcie przez budżet oszczędności, o ile złotówka nie zdeprecjonuje się o więcej niż procentową wielkość wyrażoną w zakładce. W przypadku znacznego osłabienia złotówki względem euro budżet nie ma oszczędności, ale nie jest zagrożony, dopóki złotówka nie potanieje o więcej niż 10% względem kursu wcześniej przyjętego. Niestety, obecnie w Polsce ta zakładka już się wyczerpała.

• **3. Jaka jest przewidywana wartość parytetu złotówki do euro w chwili przystąpienia Polski do ESW II?**

Dr Rybiński wskazał za podstawę wyznaczenia tego parytetu średnią wartość kursu z ostatnich trzech lat, z wyłączeniem odchyłeń spowodowanych wyjątkowymi zdarzeniami. Kurs wyliczony za ostatnie trzy lata 2001–2003 miałby wartość zbliżoną do 4 PLN/EUR (dokładniej ok. 3,997...). Taka nagła rewaluacja złotego o prawie 1 zł na każdym euro spowodowałaby z pewnością szereg protestów, szczególnie dlatego że umocnienie

złotego nie służy interesom polskich eksporterów. Ostateczny wynik byłby efektem „targów politycznych”, choć oczywiście decydujący jest średni poziom kursu z ostatnich trzech lat przed przystąpieniem Polski do ESW II. Mając tę świadomość, już teraz należy prowadzić odpowiednią politykę monetarną, aby dążyć do założonego i pożądanego poziomu kursu. Analityk nie przewiduje jednak, aby przyjęcie przez Polskę euro było możliwe, m.in. ze względu na deficyt budżetowy, przed 2010 rokiem.

Pan Jankowiak rozszerzył wypowiedź głównego ekonomisty Banku BPH o kilka aspektów. Początkowo podkreślił, że wartość referencyjna kursu walutowego nie uwzględnia wahań spowodowanych wypowiedziami polityków. Po drugie, należy wziąć pod uwagę, że we wszystkich krajach przyjmujących euro występowała tendencja do aprecjacji i należy się z tym liczyć w Polsce. Korytarz możliwych odchyłeń kursowych złotego od parytetu do euro powinien być skonstruowany w sposób asymetryczny, z uwzględnieniem mniejszego zakresu dopuszczalnych deprecjacji i większego dla aprecjacji. Zdaniem głównego ekonomisty BRE Banku jest to propozycja merytorycznie słuszna, ale nie wiadomo, czy możliwa do wdrożenia. Dotychczas Polska ma nadzieję na szeroki zakres zmienności kursu $\pm 15\%$, podczas gdy Komisja Europejska proponuje wyjściowe widełki $\pm 2,25\%$ — „jak będzie, zobaczymy”. Niemniej przewidywany kurs wyjściowy to 4,3 PLN/EUR, czyli wartość zbliżona do optymalnej według prof. G. Kołodko.

• **4. Czy utrzymanie parytetu złotego do euro w widełkach $\pm 2,25\%$ jest realne dla Polski?**

Odpowiadając na powyższe pytanie, Pan Jankowiak przyznał rację prof. Balcerowiczowi, którego zdaniem Polska powinna zabiegać o szerokie pasmo dostosowań kursowych złotego do euro. Wyznaczenie wąskiego korytarza $\pm 2,25\%$ wymagałoby według eksperta BRE Ban-

ku „nieustannej obecności Banku Centralnego na rynku walutowym”, co i tak nie byłoby solidną gwarancją, że rynek finansowy nie „wypchnąłby” gospodarki z tego pasma. Pan Jankowiak nie przeceniałby jednak problemu stabilnego kursu walutowego, ale zwróciłby raczej uwagę na poważniejsze wyzwanie, jakim jest wypełnienie tzw. kryteriów zbieżności zapisanych w traktacie z Maastricht. W kryteriach tych znajduje się pięć wymogów, których wypełnienie jest warunkiem koniecznym, aby wstąpić do strefy euro: inflacja nie wyższa niż o 1,5 punktu procentowego od średniej stopy inflacji w trzech krajach członkowskich UE o najniższej inflacji; długoterminowe stopy procentowe nieprzekraczające więcej niż o 2 punkty procentowe średniej stopy procentowej z trzech krajów UE o najniższej inflacji; deficyt budżetowy nie wyższy niż 3% PKB; dług publiczny nie większy niż 60% PKB i stabilny kurs wymiany walut w ciągu ostatnich dwóch lat. W opinii analityka z BRE Banku, mimo iż na razie wypełniamy kryterium inflacyjne, to właśnie ono będzie najtrudniejszym kryterium do wypełnienia. Powodem tego jest względna „twardość” tego wskaźnika — nie jest on tak łatwy w manipulacji jak pozostałe.

• **5. Czy należy zatem spodziewać się wzrostu inflacji?**

Pan Janusz Jankowiak krótko i jednoznacznie odpowiedział, że tak.

Wątek ten rozwinął Pan dr Rybiński, wskazując, że górna granica przyszłorocznej inflacji może wynieść 3,5%. Za takimi oczekiwaniami głównego ekonomisty Banku BPH stoją: wzrost popytu, wejście Polski do UE i wysoki deficyt budżetowy. Trendy te widoczne są także dla partii politycznych, a w skrajnej sytuacji dojście do władzy Samoobrony grozi realizacją przez to ugrupowanie programu gospodarczego z założonym 7% poziomem inflacji. Ponadto, pozostawanie przez Polskę przez długi czas w ESW II byłoby niekorzystne — zdaniem anali-

tyka należałoby po upływie 2 lat od przystąpienia do ESW II zamienić złotówkę na euro. Według symulacji zachowania się kursów walut Polski, Czech i Węgier, zaprezentowanych przez panelistę, w ciągu 3–4 lat forint i korona nie wyszły z korytarza dopuszczalnych wahań kursów, podczas gdy złotówka przekraczała zakres wahań $\pm 15\%$ zarówno w górę, jak i w dół. Prowadzi to Pana dr. Rybińskiego do wniosku o wysokiej zmienności złotego w stosunku do innych walut regionu.

Główny ekonomista BRE Banku opowiedział się przeciwko pospieszemu usztywnianiu polskiej waluty. Zalecał natomiast rozważną prognozę, kiedy Polska będzie mogła spełnić wszystkie warunki konieczne do przyjęcia euro. Powinno to nastąpić przed wstąpieniem do ESW II.

• **6. Czy propozycje Premiera Hausnera dają możliwość ustabilizowania finansów publicznych i podstawy do wzrostu gospodarczego?**

Dla Pana Jankowiaka prace wokół planu Hausnera są doskonałym przykładem tego, jak politycy nie rozumieją rynków finansowych i rozmijają się z nimi. Ekspert przypomniał spotkanie ministra gospodarki z przedstawicielami rynków finansowych, po którym, w odpowiedzi na krytykę pakietu ustaw, profesor Hausner „prosił publicznie, aby rynki finansowe nie występowały w imieniu narodu, bo od tego są politycy, tylko zajęły się sobą”. Oceniając merytorycznie plan reform gospodarczych, główny ekonomista BRE Banku wskazał na szereg wad. Za jedną z nich uznał wprowadzenie podziału oszczędności na klasyczne i nieklasyczne, czyli oszczędności składające się z sum niewydanych przez budżet państwa, ale jednak spożytkowanych przez inne podmioty. Ponadto, ponad połowa wszystkich oszczędności wynika z poszerzenia bazy podatkowej, w tym z nałożenia zobowiązań podatkowych na dodatkowe 2 miliony ludzi, których blisko połowę stanowią rolnicy. Co więcej, trzecia

część oszczędności ma pochodzić z paropodatków. Zdaniem Pana Jankowiaka, plan naprawczy został skonstruowany w przebiegły politycznie sposób, gwarantujący uzyskanie poparcia dla niego w Sejmie — podczas gdy jedni opowiedzą się za cięciami wydatków, inni zagłosują za podwyższeniem podatków. Inną ważną kwestią jest, zdaniem eksperta, zahamowanie wzrostu długu publicznego. Aby dług zaczął spadać, deficyt budżetowy powinien zmniejszać się o 1,5% co roku. Tymczasem planowany jest jego spadek o 2% do 2007 r.

Doktor Rybiński przypomniał zaprezentowaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy symulację polskiego długu publicznego, według której ma on wzrosnąć do 70% PKB, przy pełnym wykonaniu planu Hausnera. Aby tego uniknąć, cięcia w naszych finansach powinny być trzy razy bardziej radykalne niż zakładane przez premiera Hausnera. Diagnoza dotycząca finansów państwa dokonana w planie jest dobra, ale niestety wyciągnięte są złe wnioski. Główny ekonomista Banku BPH pokazał to na przykładzie systemu rentalnego. Obecnie 2,3 mln osób ma przyznane prawo do otrzymywania rent, choć szacuje się, że blisko 1 mln ludzi nie powinno w ogóle mieć przyznanego takiego świadczenia. System przyznawania świadczeń społecznych jest nieefektywny i niesprawny, a za wady te płacą oczywiście podatnicy. W kosztach wadliwego systemu znajdują się nie tylko koszty wypłacania samych świadczeń, ale też i płace dla całej rzeszy urzędników zatrudnionych do obsługi świadczeń. Dodatkowych strat przysparza też zabieranie miejsc pracy ludziom „zdrowym”, renciści bowiem zatrudniani są na preferencyjnych warunkach. Ekspert nie zgadza się z argumentacją rencistów, według których odebranie im renty, stanowiącej uzupełnienie niskich otrzymywanych wynagrodzeń, pozbawiłoby ich środków do życia. Pan dr Rybiński zaproponował odmienne spojrzenie.

Obniżenie wydatków budżetowych z tytułu rent pozwoliłoby obniżyć podatki. Niższe obciążenia podatkowe umożliwiłyby natomiast pracodawcom zatrudniającym rencistów zaoferowanie wyższych pensji, a podwyżka ta zrekompensowałaby utraconą rentę. Logika taka jest niestety nieobecna w planie premiera Hausnera. Zamiast tego proponuje się zabranie rent i podwyższenie podatków.

Pan Jankowiak zauważył ze swej strony, że w sytuacji wzrostu deficytu budżetowego, a co za tym idzie — większych potrzeb kredytowych, nawet duże zmiany podatkowe na korzyść przedsiębiorców nie spowodują gwałtownej aktywizacji przedsiębiorców. Przedsiębiorcy zauważają bowiem nie tylko obniżki podatku dochodowego od osób prawnych (CIT), ale dostrzegają również jednoczesny wzrost długu publicznego, który będzie trzeba z czegoś pokryć — najprawdopodobniej ponownym podwyższeniem podatków. Zdaniem analityka, dopóki finanse publiczne w Polsce nie będą zrównoważone, dopóty nie nastąpi „eksplozja przedsiębiorczości”.

- **7. Czy — w związku z faktem, że po przekroczeniu konstytucyjnej granicy będą musiały być przymusowo przeprowadzone drastyczne cięcia budżetowe, a obecnie, w sytuacji gdy takiego przymusu nie ma, cięcia te przeprowadzane są z wielkimi trudnościami — nie byłoby lepiej poczekać na przekroczenie wspomnianej granicy i szybko rozwiązać problem redukcji wydatków publicznych?**

Gość z BRE Banku odparł na to, że nie ma na świecie kraju, który by się zdecydował na taki rozwój wypadków i wytrzymał drastyczne redukcje wydatków. Ekspert przewiduje, że po przekroczeniu tego pułapu zamiast gwałtownych cięć raczej będzie zmieniane prawo. Zatem nie należy już dłużej czekać i trzeba teraz rozpocząć poważną naprawę finansów publicznych. Zdaniem analityka, także rząd wreszcie zdał sobie z tego sprawę

i można się spodziewać reform. Pan Jankowiak zauważył, że pewnym polem do zmian jest metodologia liczenia długu publicznego. Wielkość ta jest kategorią ułamkową, co umożliwia działania zarówno na liczniku i mianowniku, aby zmienić wartość wyrażenia. Ostatnio GUS dokonał operacji zmieniającej wartość mianownika — zwiększył bowiem wartość nominalnego PKB.

„Elementy kreatywnej księgowości widać w działaniach rządu pod koniec każdego roku” — dodał nasz drugi ekspert. Pod koniec roku liczona jest wysokość długu publicznego. Rząd może sprzedać na rynku waluty pozyskane z emisji obligacji. Spowoduje to wzmocnienie złotówki, a tym samym zmniejszenie długu zagranicznego w walutach obcych w przeliczeniu na złote. Można spodziewać się takiej operacji w 2004 roku.

- **8. Który z systemów podatkowych: liniowy czy progresywny, jest lepszy i jaka powinna być wysokość podatków?**

Doktor Rybiński powiedział, że podatki powinny być przede wszystkim proste, powszechne i niskie. Dlatego też, jego zdaniem, słuszną jest koncepcja podatku liniowego. System taki ma wiele zalet: po pierwsze — powinien polepszyć ścigalność, po drugie — formuła podatkowa „3 razy X” (np. 3×15) może też zwiększyć dochody podatkowe. Główny ekonomista Banku BPH przyznał jednak, że podatek liniowy może być trudny do zaakceptowania przez część społeczeństwa ze względów redystrybucyjnych.

Pan Jankowiak stwierdził, że dyskusja nad systemem podatkowym jest otwarta, a ostateczny głos i tak należy do polityków. Jego zdaniem, na podkreślenie zasługuje fakt, że poszerzaniu bazy podatkowej muszą towarzyszyć obniżki stawek podatkowych. Takie działanie byłoby zgodne z zasadami „sztuki ekonomicznej”. Niestety, w Polsce reguły takiej się nie przestrzega. Ekspert BRE Banku zakończył debatę retorycznym pytaniem

o to, gdzie jest sens, jeżeli poszerza się bazę podatkową, nie zmienia się stawki podatkowej i mówi się przy tym, że nie ma wzrostu fiskalizmu.

Podsumowując konferencję poświęconą stanowi polskich finansów publicznych, kondycji gospodarki oraz wzajemnych powiązań rynków finansowych, gospodarki i świata polityki, chcielibyśmy zaakcentować kilka najistotniejszych tez, co do których zaproszeni goście — główni ekonomiści dużych banków — pozostawali zgodni:

1. Światy finansów, gospodarki i polityki są ze sobą coraz silniej powiązane i obserwujemy współcześnie narastające współzależności między nimi, także ponad granicami państw. Rynki finansowe są jednak niezmiennie ważnym układem odniesienia zarówno dla sfery publicznej, sceny politycznej i gospodarki w ogóle: narzucają ograniczenia finansowania zjawisk ekonomicznych, stanowiąc przy tym ważny obszar wyborczy i źródło dyscypliny dla rządów.
2. Rynki finansowe zasilają gospodarkę w kapitał niezbędny do uruchomienia jakichkolwiek procesów gospodarczych. Ważnym i zasadniczo dobroczynnym źródłem finansowania gospodarki jest napływ kapitału zagranicznego. Aby jednak kapitał ten służył rozwojowi i nie zagrażał stabilności gospodarczej, przybierając cechy pieniądza spekulacyjnego, po-

trzebna jest mądra i odpowiedzialna polityka gospodarcza w ogóle, a polityka fiskalna przede wszystkim.

3. To, kiedy i na jakich warunkach Polska usztywni kurs złotego do euro, a następnie przyjmie wspólną walutę europejską, zależy od odpowiedzialności władz i powodzenia reform finansów publicznych. Niezbędne są przede wszystkim namysł i chłodna kalkulacja, z uwzględnieniem kosztów i korzyści poszczególnych rozwiązań kursowych (parytet, zakres wahań) dla różnych grup społecznych i gospodarczych — w tym m.in. dla eksporterów czy konsumentów.
4. Plan reform gospodarczych premiera Hausnera zawiera wiele błędów, które dyskwalifikują go jako panaceum na rozwiązanie wszystkich najważniejszych problemów społeczno-gospodarczych, włącznie z głównymi celami: trwałą naprawą finansów publicznych i wyraźnym pobudzeniem gospodarki. Mimo to plan ten stanowi zaczątek poważnych działań zmierzających ku tym celom i jest wyrazem świadomości władz politycznych, że z rozwiązaniem palących kwestii ekonomicznych nie można już dłużej czekać.

Relację przygotowali:

**Marcin Dwórzniak — student II roku
JSEMEn WNE i WZ UW**

**Jarosław Górski — student V roku WNE
UW i IV roku WZ UW**