

"The Wall Street Journal Polska" rozmawia z profesorem Stanisławem Gomułą

Panie profesorze, czy aura na światowych rynkach przypomina Panu tę z kryzysu finansowego na początku dekady?

Trochę przypomina. Jednak przez ostatnie pięć lat światowa gospodarka rozwijała się w tempie blisko 5 proc. rocznie, wyraźnie szybciej niż w okresie minionych 20 lat. Zarówno Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jak prywatne instytucje finansowe prognozują, że ten szybki wzrost będzie kontynuowany przez następne kilka lat, więc można przypuszczać, że to co się dzieje w tej chwili nie jest zapowiedzią strasznego załamania, ale korektą. Korektą jak dotąd zresztą mocno umiarkowaną.

Co jest jej główną przyczyną?

Niesamowity optymizm inwestorów, który spowodował, że indeksy, w szczególności giełdowe, zostały wywindowane do bardzo wysokich poziomów, nie do końca uzasadnionych. Wzrost cen aktywów przedsiębiorstw był w dużym stopniu powiązany z niezwykle tanim pieniądzem. Parę lat temu mieliśmy do czynienia z wyjątkowym w powojennej historii gospodarki światowej okresem niskich stóp procentowych, wysokiego wzrostu i niskiej inflacji. Zadowoleni byli wszyscy: inwestorzy, rządy i ludność. Coś takiego niezwykle nie może trwać wiecznie. W ciągu ostatnich 2-3 lat na głównych rynkach - USA, Japonii i Europy Zachodniej - miała miejsce korekta stóp procentowych. Wzrosła cena kredytów. Teraz mamy drugą korektę, związaną z wyceną akcji przedsiębiorstw, ale także pewnych rodzajów amerykańskiego długu.

Kiedy będzie można z większą pewnością powiedzieć, czy to, co zaczęło się na rynku hipotecznym przeradza się, jak obawiają się niektórzy, w poważny problem, czy rzeczywiście rozejdzie się po kościach?

Ekonomiści patrzą na tę sprawę z punktu widzenia tzw. złych kredytów. Jeżeli cena domu spada poniżej ceny kupna, to bank ma problem, bo traci gwarancję, że dług będzie spłacony. Pojawia się ryzyko strat w sektorze bankowym. W niektórych sytuacjach może dojść do bankructw banków, a w niektórych krajach nawet do załamania w całym sektorze bankowym. Ale nie sądzę, żeby to miało miejsce w gospodarkach najbardziej rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone czy Europa. Banki centralne, dmuchając na zimne, zasilają rynek sporą ilością pieniądza. Fed obniżył stopę dyskontową do 5,75 proc., a jak będzie trzeba, to prawdopodobnie będą kolejne obniżki, również stopy bazowej.

Decyzja FED o redukcji stopy dyskontowej o 50 punktów bazowych spowodowała poprawę sytuacji na giełdach. Czy jednak nie zwiększyła groźby wzrostu inflacji?

Rzeczywiście presja inflacyjna w USA jest silna, [m.in.](#) za sprawą utrzymującego się na historycznie niskim poziomie bezrobocia. Gdyby inflacja wzrosła do ponad 4 proc., to oczekiwałbym zmiany polityki monetarnej, tj. kontynuacji podnoszenia stóp procentowych. Chcę zwrócić uwagę, że stopy krótkoterminowe nie zostały obniżone, tylko dyskontowa. 5,25 proc. to stosunkowo wysoka stopa bazowa jak na gospodarkę światową, jednak gdy na rynkach pojawiło się ostatnio zapotrzebowanie na pieniądź, rynkowe stopy procentowe wzrosły wyraźnie powyżej tego poziomu. Banki centralne często próbują ustawić swoje stopy procentowe na poziomie zbliżonym do rynkowych. Mówi się nawet o pewnej przewidywalności ich działań: jeśli stopy na rynku idą

w górę, to też będziemy mieć podwyżkę stopy bazowej, jeżeli w dół - obniżkę. Jednak kiedy podwyżka stóp procentowych zagrażałaby kryzysem systemu bankowego lub kryzysem gospodarczym, bank centralny postępuje inaczej. Chciałbym przypomnieć, że w latach 1929-1930 amerykański bank centralny zareagował dokładnie zgodnie z regułą "podnosimy oprocentowanie wraz ze stopami rynkowymi" i to doprowadziło do szoku na giełdzie i do kryzysu. Dlatego teraz Fed działa inaczej, próbuje sprowadzić rynkowe stopy procentowe do swojego poziomu, wstrzykując płynność do systemu i wymuszając obniżanie stóp na rynku.

Główny winowajca Countrywide Financial twierdzi, że będzie nadal udzielał kredytów znacznie powyżej 5,25 proc.

Dlatego bank centralny wciąż interweniuje, wstrzykując nowe porcje pieniędzy na rynek.

Jak długo można stosować ten instrument?

Tutaj nie można iść za daleko. Nie wykluczam, że amerykański bank centralny stwierdzi, że niepewności na rynku jest tak dużo, zagrożenie inflacyjne tak poważne, że nie będzie obniżał stóp procentowych, ale nawet może je podwyższyć

Kosztom spadku dynamiki wzrostu gospodarczego?

Walka z inflacją to zasadniczy cel amerykańskiego banku centralnego. Fed, w przeciwieństwie do Europejskiego Banku Centralnego, ma obowiązek dbać także o poziom wzrostu gospodarczego, ale to już w drugiej kolejności. Stany Zjednoczone mają ogromny problem deficytu obrotów bieżących, wzrostu długu zagranicznego. Roczne potrzeby pożyczkowe USA to kwota 700-800 mld dolarów. Pytanie, jak długo się ten stan utrzyma? Być może jest możliwość przeceny w dół amerykańskiego dolara. Dolar osłabł w ostatnich paru latach, ale w sposób umiarkowany jak na skalę makrofinansowej nierównowagi amerykańskiej gospodarki. Być może i na tym odcinku w ciągu najbliższych 2-3 lat będą zmiany. Z dalszym osłabieniem dolara albo spowolnieniem wzrostu amerykańskiej gospodarki wiązałyby się poprawa w bilansie płatniczym i zniknął by ten problem nierównowagi.

W ostatnich tygodniach wśród uczestników rynku finansowego wzrosła awersja do ryzyka. Czy naprawdę dobra jego ocena jest w ogóle możliwa przy tak ogromnej ofercie instrumentów finansowych, często bardzo skomplikowanych?

Ocena ryzyka -- zarówno makroekonomicznego, dotyczącego całych krajów, jak i związanego z różnego rodzaju instrumentami rynku finansowego - to trudna sprawa. Są oczywiście metody, teorie, które pozwalają na naukowe podejście, jednak to jest sztuka i pewne sukcesy w tej dziedzinie ponosili ludzie z wielką intuicją, jak George Soros, którzy działali poprzez hedge funds i mylili się mniej niż inni.

Czy sprawę poprawiłaby realizacja postulatu prezydenta Francji Nicolasa Sarkozy'ego o konieczności wprowadzenia nowych standardów transparentności?

To nie jest nowa inicjatywa. Od lat mówiło się, że jednym z podstawowych zadań

Międzynarodowego Funduszu Walutowego powinno być pełniejsze informowanie uczestników rynków finansowych poszczególnych krajów.

Ale Fundusz operuje głównie na tzw. rynkach wschodzących....

Raczej w krajach, w których jest duże zagrożenie, czyli tam, gdzie jest duża potrzeba posiadania większej informacji. Po kryzysach na Dalekim Wschodzie, Argentynie, Turcji, w Europie Centralnej czy w Rosji stopień przejrzystości tzw. emerging markets znacznie wzrósł. Teraz dużo lepiej wiemy, co się dzieje w Turcji, w Argentynie, w innych krajach Ameryki łacińskiej. Rzeczywiście Ameryka, Francja czy Niemcy nie były dotąd głównym obiektem działania MFW. Z drugiej strony Stany Zjednoczone - chociaż z finansowego punktu widzenia bardziej chore niż wiele tzw. krajów wschodzących - są gospodarką wyjątkową. Nie tylko dlatego, że stanowią aż 20 proc. gospodarki światowej. Sprawia to przede wszystkim unikalna pozycja dolara. Pomimo różnych obaw dolar jest wciąż postrzegany jako podstawowa waluta poza Stanami Zjednoczonymi. Inne państwa gromadzą w niej swoje rezerwy, a nadwyżki w bilansie handlowym lokują w amerykańskie papiery wartościowe. Najlepszy jest tu przykład Chin czy Rosji. Gdyby nie te zakupy mielibyśmy w Stanach Zjednoczonych jeszcze wyższe stopy procentowe i zupełnie inną wycenę amerykańskiego długu. Moim zdaniem poziom transparentności jest wystarczająco wysoki, by nie sprawiać zagrożenia dla gospodarki światowej.

Skoro tak, to kto zawinił? Pierwsze kroki wiodą do agencji ratingowych.

Firmy ratingowe zajmują się głównie krajami emerging markets. Jednak rozwój sytuacji zmusza do bliższego przyjrzenia się i USA. Ocena jest bardzo trudna ze względu na, jak już powiedziałem, unikalną pozycją tego kraju i jego waluty.

Unikalna pozycja uspiła czujność fachowców?

Na to wygląda. Jednak niezwykle silna pozycja USA i wiara, że wcześniej czy później dojdzie do korekty polityki makroekonomicznej, zmniejszenia deficytu budżetowego, że poprzez stosunkowo niewielkie zmiany wartości dolara dojdzie do ograniczenia importu, te pozytywne oceny funkcjonują dalej i musiałyby się stać coś szokującego. Dopiero gdyby ta korekta przerodziła się w coś dużo poważniejszego, przecena rządu 30-40 proc. wchodziłaby w grę. Wtedy pojawiłby się negatywny efekt bogactw, a gospodarstwa domowe, które dysponowały akcjami byłyby dużo uboższe. Przedsiębiorstwa, które zasilają finansowanie inwestycji środkami z giełd byłyby w trudniejszej sytuacji. Kredyty też byłyby trochę droższe.

Wtedy to zaczęłoby wpływać na popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, obniżać ogólny popyt, a w efekcie zmniejszać silniej niż teraz tempo wzrostu gospodarczego.

W Polsce głównym motorem wzrostu jest popyt konsumpcyjny?

Sporo wyższe jest tempo wzrostu inwestycji, ale rzeczywiście waga wydatków konsumpcyjnych jest większa niż waga wydatków inwestycyjnych. Jeśli tempo inwestycji będzie nadal wysokie - a w ciągu 2-3 minionych kwartałów wzrost był między 10 proc. a 25 proc. - to i tempo wzrostu popytu całkowitego będzie bardzo wysokie.

Czy pana zdaniem możemy liczyć na kontynuację wysokiego tempa wzrostu gospodarczego?

Wzrost popytu nie musi oznaczać takiego samego wzrostu PKB czy własnej produkcji, bo ta jest ograniczona potencjałem produkcyjnym. Ten potencjał rośnie w tempie umiarkowanym, więc po wyczerpaniu się rezerw wzrostu, wysokie tempo wzrostu popytu pobudza import, a nie własną produkcję.

Czy spodziewa się Pan, że na najbliższym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej podwyższy stopy procentowe?

Stopy mogą, a nawet powinny być wyższe. Już tempo wzrostu płac w całej gospodarce narodowej powyżej 7 proc. stanowi zagrożenie ustawionego na poziomie 2,5 proc. celu inflacyjnego. Tempo wzrostu wydajności pracy w skali całej gospodarki sięga bowiem 4,5-5 proc., jeżeli dodamy do tego 2,5 proc. celu inflacyjnego, to otrzymujemy 7-7,5 proc. i o tyle mogłyby rosnać płace, aby nie stwarzać zagrożenia inflacyjnego. Tymczasem w tej chwili płace rosną w tempie około 9 proc. Jeśli to tempo się utrzyma, to za rok-półtora mamy inflację na poziomie około 4 proc. Chyba że nastąpi umocnienie złotego. W przeszłości tak było, że eksport rósł szybciej niż import, a w rezultacie mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego i ograniczeniem skutków inflacji, nawet do poziomu 1-1,5 proc. Teraz sytuacja jest inna. Tempo wzrostu importu jest większe niż eksportu i handel zagraniczny nie jest już czynnikiem ograniczania inflacji. Na razie pogarszający się deficyt obrotów bieżących nie stwarza jeszcze zagrożenia inflacyjnego. Co innego, gdy deficyt będzie narastał, a będzie jeśli tempo wzrostu popytu krajowego będzie znacząco wyższe niż produkcji krajowej. Obecnie ta różnica wynosi 2 pkt proc. Nawet jeżeli się na tym poziomie utrzyma, to deficyt obrotów bieżących będzie narastał po ok. 2 pkt rocznie. Jeżeli dojedziemy w okolice, 6-7-8 proc., to musi nastąpić presja na złotego. A już wcześniej mogą pojawić się oczekiwania takiej presji i ewentualne wycofywanie się inwestorów zagranicznych z polskiego rynku, co przyspieszy ten proces osłabiania. Przypuszczam, że Rada Polityki Pieniężnej zacznie wkrótce antycypować taki rozwój sytuacji i zacznie podwyższać stopy procentowe w stopniu wyższym niż robiła to dotąd.

O ile powinny wzrosnąć?

Obecna Rada generalnie jak dotąd miała ocenę optymistyczną, moim zdaniem, zbyt optymistyczną dalszego rozwoju sytuacji. Wydaje mi się, że jej członkowie są teraz zaskoczeni gwałtownym spadkiem stopy bezrobocia i silnym wzrostem płac. Takiego rozwoju sytuacji rok czy półtora roku temu nie przewidywali. Biorąc pod uwagę opóźnienie w reagowaniu gospodarki na stopy procentowe RPP powinna mieć uwagę skoncentrowaną na tym, co będzie z presją inflacyjną mniej więcej za półtora roku, za dwa lata. Prawdopodobnie faktyczna stopa bezrobocia już w tej chwili jest niższa niż 10 proc., a za dwa lata może spaść do 5-6 proc. Nie wiemy, jaka jest w Polsce tzw. stopa neutralna przy której stopa inflacji nie musi jeszcze rosnać. Jeżeli, jak dotąd przypuszczaliśmy, jest to 10-12 proc., to jest prawdopodobne, że już jesteśmy w obszarze narastającej presji inflacyjnej. Cóż dopiero za dwa lata. A oznacza to, że za dwa lata możemy mieć wyraźnie niższe tempo wzrostu gospodarczego i wyraźnie wyższe tempo wzrostu cen. W rezultacie rośnie prawdopodobieństwo, że nie będziemy spełniać kryteriów z Maastricht - dotyczących inflacji i stop procentowych - co nam się udawało w ostatnich latach. Obniżka tempa wzrostu gospodarczego spowoduje pojawienie się groźby wyższego deficytu

budżetowego, a to by oznaczało możliwość przekroczenia także fiskalnego kryterium z Maastricht. W sumie oznaczałoby to wzrost tzw. ryzyka makroekonomicznego i oddalenie perspektywy wejścia do Eurolandu.

Pan jest zwolennikiem szybkiego wejścia do Eurolandu?

Są bardzo poważne argumenty na rzecz obecności w strefie euro, ale przede wszystkim w narodowym interesie jest bardzo poważna, zgodna z kryteriami z Maastricht, polityka makroekonomiczna. Niezależnie od tego, czy jest się w strefie euro, czy nie. Powinniśmy mieć niski deficyt budżetowy, a najlepiej nadwyżką budżetową - przede wszystkim z uwagi na to, że mamy już bardzo duży, sięgający około 50 proc., dług publiczny. Jeżeli taką sytuację mamy obecnie, to coż dopiero w okresie powolnego wzrostu? Tymczasem budżet na rok przyszły przewiduje wzrost potrzeb pożyczkowych państwa o 48 mld złotych. W ostatnich kilku latach przyrost długu publicznego był umiarkowany tylko dlatego, że nastąpiło umocnienie złotego i zmalała złotówkowa wartość długu zagranicznego. To był taki zbieg okoliczności. Obecny rząd ma dwa sprzyjające zbiegi okoliczności. Pierwsza to wysoka koniunktura w gospodarce, która została odziedziczona z przeszłości i nie jest związana z polityką gospodarczą tego rządu, druga - umocnienie złotego, które spowodowało to, że dług publiczny nie narastał w stosunku do PKB pomimo bardzo wysokich potrzeb pożyczkowych. Już trzeci z rzędu rok w pobliżu 50 mld zł rocznie. Gdyby nie umacnianie złotego, to już bylibyśmy w pobliżu drugiego poziomu niebezpiecznego (55 proc.), a trzeci to już totalny kryzys finansów. Rezerwa, jaką w tej chwili dysponujemy, około 5 proc. PKB, jest stosunkowo niewielka i może szybko wyparować, jeżeli nie zmieni się polityka finansowa państwa.

Jest pan rozczarowany, że Sejm nie zajął się reformą finansach publicznych minister Zyty Gilowskiej?

To, co proponuje pani Gilowska, nie jest reformą finansów publicznych. To karykatura reformy. Jestem bardzo zdegustowany polityką uprawianą przez obecną panią minister. Nie dziwi mnie polityka sukcesu, uprawiana przez premiera czy innych polityków, natomiast od ministra finansów oczekiwałbym czegoś innego. Polska w okresie ostatnich 18 lat miała wielu dobrych ministrów finansów, strażników długofalowego interesu gospodarczego kraju. Pani Gilowska powinna wykorzystać okres szybkiego wzrostu i doprowadzić do sytuacji, w której nie ma wzrostu zadłużenia, albo jest ono znacznie mniejsze. Minister Gilowska posługuje się też pojęciem kotwicy 30 mld, o której wszyscy wiemy, również pani Gilowska, że to nie jest liczba, która reprezentuje sytuację w dziedzinie fiskalnej. Właściwą liczbą są potrzeby pożyczkowe państwa, to, o ile narastałby dług, gdyby nie różnice w kursie walutowym. I one są na poziomie blisko 50 mld zł. De facto taki jest deficyt budżetu sektora finansów publicznych i to pani minister powinna mówić otwarcie, nie tylko w swoim gabinecie, na spotkaniach z ekonomistami, ale też opinii publicznej i politykom,

Powinna uświadamiać społeczeństwu i rządzącym zagrożenie, jakie wynika z tego narastania długu publicznego i mobilizować do zmiany tego stanu rzecz. A sytuacja, gdy jest szybki wzrost gospodarczy to czas wyjątkowo sprzyjający do gwałtownego zmniejszenia potrzeb pożyczkowych rządu, [m.in.](#) po to, aby stworzyć Polsce możliwość zwiększenia tych potrzeb, kiedy tempo wzrostu będzie niższe.

Stanisław Gomułka przez 35 lat, do 2005 roku, był wykładowcą London School of Economics. Wykładał na uniwersytetach Columbia, Harvard, Pensylwania i Stanford. Był

konsultantem MFW, OECD i Komisji Europejskiej. W 1989 roku został doradcą polskiego rządu i członkiem zespołu, który przygotował plan transformacji gospodarczej Polski. W latach 2002-2007 był głównym ekonomistą PZU.