



## **„DOKTOR DOOM A RYZYKO KURSOWE”**

Przewidywane, a *de facto* zapowiadane (oficjalny komunikat GUS będzie 28bm.) przez zazwyczaj wstrzemięźliwych przedstawicieli Głównego Urzędu Statystycznego tempo wzrostu polskiej gospodarki za II kwartał br. w wysokości ok. 0,8%, wprowadziło wielu obserwatorów naszego życia gospodarczego w doskonały nastrój. O ile postawa tzw. czynników rządowych, a nawet w dużym stopniu mediów jest zrozumiała, to szczególnie dobre samopoczucie sporej części komercyjnych uczestników rynku może już nieco zastanawiać.

Nim padnie odpowiedź dlaczego, najpierw kilka zdań natury ogólnej, gdyż problem, o którym mowa znajduje się w Polsce prawie zupełnie poza publicznym dyskursem, podczas, gdy w świecie zachodniej ekonomii jest to jedna z ważniejszych kwestii, tak, jak np. debata o postkryzysowej przyszłości strefy euro. Rzecz mianowicie dotyczy tego, że obecne załamanie gospodarcze ostatecznie obnażyło małą użyteczność stosowanych dotychczas wskaźników makroekonomicznych. Wyrazem ważkości tego zagadnienia, a zarazem skonfundowania środowisk ekonomicznych może być też bezprecedensowa postawa brytyjskich ekonomistów, którzy przepaszali oficjalnie za taki stan rzeczy swoją Monarchinię.

Od ponad roku w ramach specjalnej komisji, najtęższe umysły ekonomiczne po obu stronach Atlantyku, starają się przewyciężyć fetysz bezkompromisowego odczytywania (i posługiwania) się wskaźnikiem PKB. Nazbyt często bowiem oficjalne dane wydają się sprzeczne z osobistym doświadczeniem, co stwarza dysonans między polityką, a zwyczajnym życiem. Jean – Phipippe Cotis (ur. 1957) dyrektor generalny Narodowego Instytutu Statystyki i Studiów Ekonomicznych (INSEE), uważa, że przewyciężenie lub choćby tylko zmniejszenie rozdźwięku między obiektywnymi miarami aktywności gospodarczej i subiektywnymi ocenami dobrego samopoczucie, to jedno z najistotniejszych aktualnie wyzwań, przed jakimi stoją nauki ekonomiczne. Mając świadomość wad, jakimi od samego początku obarczona była kategoria Produktu Krajowego Brutto, oprócz szukania metod alternatywnych, proponuje on także prace nad ulepszeniem samego PKB. Doświadczenia francuskie skłaniają do bardziej szczegółowych badań składników tego parametru, które umożliwiłyby określenie, co

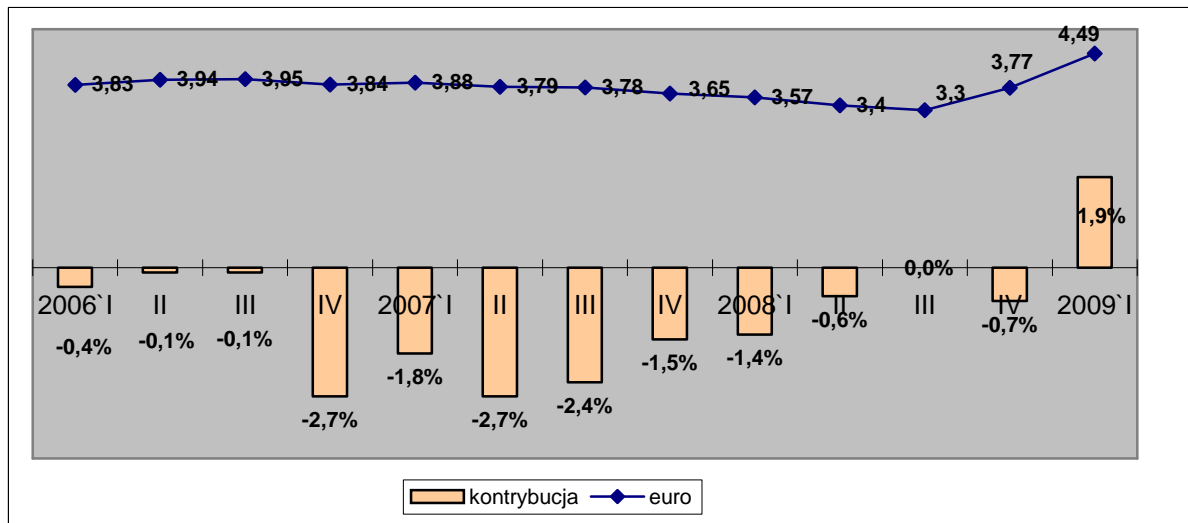


właściwie dzieje się w gospodarce. Przykładowo INSEE od początku tej dekady systematycznie analizuje budżety rodzin, dokonując szczegółowych badań strukturalnych między ich wydatkami stałymi (np. czynsz, podatki, opłaty za media itp.) oraz wydatkami kształtowanymi dowolnie. W przypadku najbiedniejszej we Francji 1/5 gospodarstw domowych kwota, którą mogły one wydać dowolnie w 2001 r., odpowiadała 45 % ich dochodów, podczas gdy pięć lat później za sprawą głównie wzrostu kosztów utrzymania mieszkania zmalała ona do 25 %. W efekcie gospodarstwa domowe z tej grupy dochodowej miały uzasadnione powody, aby uważać, że choć dane ogólne sugerowały, iż kraj się rozwija to ich standard życia ulega obniżeniu.

Tego typu prawidłowości tożsame są dla niemal dowolnie wybranych gospodarek. Różnić je będzie przede wszystkim wielkość obszaru sensorycznego, czyli najbardziej wrażliwego na każde wahania kosztów utrzymania. W przypadku takiego kraju jak Polska, wyobrażenie o społecznej skali problemu daje już fakt, iż przeciętny poziom życia odpowiada od 45 % do 50 % tego, jaki ma miejsce w państwach tzw. starej Unii. Jeśli do tego doda się fakt, że kryzysy, jak podkreśla Jadwiga Staniszkis (ur. 1942), „deformują i na ogół degradują społeczeństwa tworząc nowe obszary wykluczenia, anomii i biedy”, to sytuacja przedstawia się diametralnie inaczej od tego co artykułują politycy i media. Powracając zaś do oczekiwanej stopy wzrostu naszego PKB w II kwartale, pamiętać należy, że utrzymanie dotychczasowej dodatniej dynamiki to z jednej strony, rezultat tego, co w teorii koniunktury nazywa się *click effect*, czy inaczej „efektem zapadki” polegającym na tym, że konsumpcja indywidualna nawet po wyhamowaniu gospodarki utrzymuje się jeszcze przez jakiś czas na relatywnie wyższym poziomie. Dzieje się tak za sprawą określonych przyzwyczajzeń konsumenckich podtrzymywanych przez oszczędności, a zwłaszcza poprzez agresywny system kredytowy. W końcu jednak źródła te wysychają i następuje wtedy skokowy (tj. właśnie „zapadkowy”) regres efektywnego popytu. Z drugiej strony, stymulatorem gospodarki w pierwszym półroczu br. była głęboka deprecjacja złotego, której korzystny, a nie w pełni doceniony wpływ dostrzec będzie można niestety w kolejnych kwartałach.

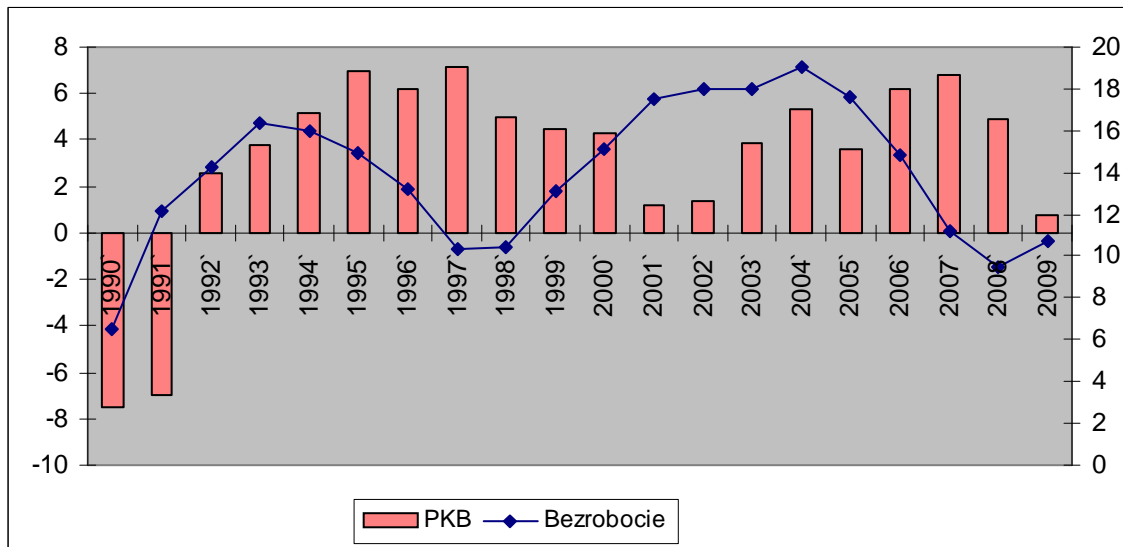


**Rysunek 1. Skala kontrybucji (wkładu) salda obrotów z zagranicą na PKB (w%) oraz kurs euro w zł\* w okresie I kw. 2006 r. – I kw. 2009 r.**



źródło: GUS, NBP;\* średniokwartalne kursy euro obliczone na podstawie średniomiesięcznych kursów NBP

Po stronie endogenicznej problemy związane z obsługą zobowiązań detalicznych (kredyty, płatności) formalnie nie przekraczają, przynajmniej na razie poziomu zagrożenia, które można by definiować w kategoriach makroekonomicznych. W dłuższej perspektywie napięcia na tym polu będą zapewne nie uniknione, co oznaczałoby możliwość ich przeistoczenia w zjawisko o charakterze strukturalnym. Skala prawdopodobieństwa będzie przede wszystkim pochodną tendencji na rynku pracy. W warunkach polskich spadek stopy bezrobocia następował dotychczas, gdy dynamika PKB wynosiła przynajmniej 5%. Niższe tempo wzrostu gospodarczego wywoływało zazwyczaj tendencje odwrotne. Złagodzone co najwyżej przez czynnik losowy, np. związany z falą emigracji zarobkowej po 2004 r.

**Rysunek 2. Dynamika PKB oraz stopa bezrobocia w latach 1990 – 2009\***

źródło: GUS, dane o bezrobociu na koniec grudnia każdego roku; dla 2009 r. szacunek PKB w II kw. oraz stopa bezrobocia na koniec czerwca br.

W wymiarze endogenicznym, podstawową determinantą kształtowania się obrotów handlowych z zagranicą, a w szczególności produkcji proeksportowej będzie kurs złotego. Od 16 lutego br., w którym forexowy kurs eurozłotego wynosił 4,908, a 7 sierpnia, gdy było to 4,084, wspólna waluta straciła względem naszej 16,8%. Jeszcze bardziej złoty umocnił się wobec „zielonego”. Dolar amerykański w tym samym czasie przebył drogę z 3,779 do 2,880, podczas której stracił do złotego aż 26,1%. Efekt europejskiej enklawy wzrostu gospodarczego na „morzu recesji”, a także kuszące swą wysokością stopy procentowe (referencyjna 3,5%, redyskontowa 3,75%, lombardowa 5%) oraz średnia rentowności (4,75%) oferowanych 52-tygodniowych bonów skarbowych, pozwalają oczekiwać kontynuacji aprecjacyjnego trendu.

W tej sytuacji nawet ostatnia prognoza banku HSBC, zakładająca kurs eurozłotego na koniec roku w granicach 3,80 może już niedługo okazać się zbyt ostrożna. Równie dobrze z dzisiejszej perspektywy za prawdopodobny można by uznać poziom 3,30. To zaś oznaczałoby ostre wyhamowanie eksportu już na przełomie IV kw. 2009 i I kw. 2010. Przy czym, najgorszy wcale nie byłby powrót do ujemnej kontrybucji salda handlu zagranicznego w PKB. Znacznie poważniejsze następstwa wynikałyby z załamania się



produkcji proeksportowej, tak tej powszechnie identyfikowanej ze zbytem z granicę, jak i pozostającej z pozoru poza bezpośrednią sferą wymiany.

Z tych już chociażby względów tak głośno artykułowane w tych dniach wyróżnienie Polski przez Nouruela Roubiniego (ur. 1957), jednego z najbardziej słyszalnych ekonomistów doby kryzysu można i należy postrzegać alternatywnie, nie tylko jako nobilitację, ale chyba bardziej jako nad wyraz niebezpieczny ze względu na implikacje kursowe „pocałunek śmierci”. Złożony naszej gospodarce przez uczonego, którego światowe media z racji trafności jego przewidywań nazwały *nomen omen* „Doktorem Doom”.

**Tabela 1. Prognozowane tempo wzrostu PKB Polski w latach 2009 – 2010**

Nazwa instytucji prognozującej	Prognoza w %	
	2009 r.	2010 r.
Rząd RP	+0,2	+0,5
Komisja Europejska	-1,4	+0,8
MFW	-0,7	+1,5
OECD	-0,4	+0,6
BNP Paribas	-0,7	+1,4
JP Morgan	0,0	+2,5
Merrill Lynch	+0,2	+2,0
ING	+0,4	+1,7
Invest Bank	+0,4	+1,3
Raiffeisen bank	+0,4	+1,0
BZ WBK	+0,5	+1,5
BGŻ	+0,6	+1,8
PKO BP	+0,7	+1,2
Millennium	+0,7	+1,8
Societe General	+1,0	+1,0
BRE Bank	+1,0	+2,2
Pekao SA	+1,4	+2,0

źródło; „Rzeczpospolita”

**Wojciech Szymon Kowalski**  
**Główny Ekonomista**  
**INWEST CONSULTING S.A.**