

Władysław Szymański

# Zagrożenia płynące ze strony finansów dla polskiej gospodarki

**Finanse w gospodarce każdego kraju zawsze miały podstawowe znaczenie w ocenie jej stanu. Współcześnie, w warunkach globalizacji, ich rola została spotęgowana. Rosną różnorakie współzależności gospodarcze i polityczne, ale najsilniejsze są współzależności finansów krajowych z finansami rynku globalnego. Z punktu widzenia rynku kapitałowego ważna jest nie tyle rzeczywista sytuacja gospodarcza kraju w sferze realnej, co sytuacja finansowa i jej stabilność.**

U podstaw współczesnych zagrożeń płynących ze strony finansów leży rudymenarny problem współczesnej gospodarki światowej, jakim jest wyzwolenie się kapitału z władzy państwa. Swoboda przepływu kapitału zewnętrznego i krajowego ponad granicami to poddanie się jego władzy, ma on bowiem wybór miejsc lokowania. Ma więc władzę, bo wymusza dostosowanie państwa do jego interesów. Przestrzegaj przed tym J.M. Keynes, stwierdzając, że w takiej sytuacji kapitał będzie jak latające dywany i zdestabilizuje gospodarkę.

Patrząc na zagrożenia płynące ze sfery finansów z punktu widzenia poszczególnych państw, można powiedzieć, że ich sytuacja będzie w zasadniczym stopniu zależeć od tego, czy kapitał będzie chciał do nich przyplwać i pozostawać, czy odwrotnie – zechce od nich odpływać. Istotne jest, że odpływać może również kapitał krajowy. Wybitny socjolog niemiecki, U.

Beck [2005, s. 87] twierdzi, że jesteśmy świadkami przemian, które należą do najistotniejszych w dziejach władzy, następuje bowiem odwrócenie klasycznej formuły władzy i panowania; narzędziem przemian nie jest groźba wkroczenia obcych inwestorów, lecz ich brak czy też wymarsz.

W tej sytuacji można powiedzieć, że długookresowe zagrożenia wynikają z braku warunków zachęcających do napływu kapitału, a jednocześnie występują warunki zachęcające krajowy kapitał do odpływu. W konsekwencji ogranicza się zdolności finansowania inwestycji, a w dalszej przyszłości możliwości finansowania potrzeb edukacyjnych, zdrowotnych i emerytalnych, i socjalnych. W krótkim okresie natomiast zagrożenia wynikają z negatywnego wpływu nagłej ucieczki kapitału z powodu zmian kursu walutowego. Ruchy te w najgorszej sytuacji mogą prowadzić do kryzysu kursowego i gospodarczego, zaś niechęć do zakupu obligacji, i w konsekwencji podnoszenie ich oprocentowania, mogą zagrozić gwałtownym wzrostem długu, a nawet podważyć zdolności wypłacalności kraju.

Powyższych zagrożeń nie można odrywać od ogólnej sytuacji kryzysowej oraz wysokiego stopnia niepewności i nerwowości, jakie występują na globalnym rynku kapitałowym i finansowym. Gospodarka krajów dojrzałego kapitalizmu weszła w okres stagnacji z ciągłym zagrożeniem nowym etapem kryzysu; w pełni odpowiada to ocenom M. Kaleckie-

go sprzed 70 lat [Kalecki, 1980, s. 355]. Dowodził on, że w kapitalizmie istnieje naturalna niewydolność wzrostowa, gdyż przedsiębiorcy w warunkach niepewności nie mogą znaleźć opłacalnych możliwości inwestycyjnych. Z jednej strony dążą do wzrostu zysku, zaś z drugiej mają trudności w przekształceniu go w inwestycje, a to ogranicza popyt i wykorzystanie mocy wytwórczych. W tej sytuacji Kalecki widział potrzebę szukania pomocy w czynnikach zewnętrznych, które określał jako specyficzne czynniki rozwoju. Zaliczał do nich wydatki państwa, przełomowe innowacje i ekspansję usług finansowych. Obecne stagnacyjne tendencje wiążą się z trudnościami, jakie stoją na drodze dalszego wykorzystania specyficznych czynników rozwoju, gdyż były one w ostatnich dekadach szeroko eksploatowane. Wydatki państwa i ekspansja kredytowa doprowadziły do nienotowanego w historii zadłużenia wszystkich podmiotów rynku. Obecnie zadłużenie rządów, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w skali świata wynosi 3,5-krotność jego PKB, podczas gdy na początku lat 1990. niewiele przekraczało sumę PKB [Orłowski, 2016]. Zadłużenie państw ogranicza wykorzystanie wydatków dla pobudzenia koniunktury, rośnie bowiem obciążenie finansów publicznych obsługą długu oraz wzrasta kontrola ich wydatków przez rynki finansowe. Niepewność i poziom zadłużenia prywatnego ogranicza chęć wykorzystywania kredytów. Niezbyt dobre efekty daje polityka banków centralnych w zakresie tzw. poluzowania finansowego [Stawiński, 2015]. Z jednej strony rośnie rola i znaczenie wykorzystania specjalnych czynników zewnętrznych, tak jak je rozumiał M. Kalecki, z drugiej zaś spadają wyraźnie możliwości ich wykorzystania, co kreuje niestabilność i niepewność. Oznacza to wzrost zjawisk stagnacyjnych i recesyjnych i grozi kolejną fazą kryzysu.

Zjawiska kryzysowe ostatniej dekady wynikały w dużym stopniu z narastania

czynników kreujących nadpłynność finansową i w konsekwencji niską, bliską zera stopą procentową kredytu, co ułatwiło nadmierny wzrost zadłużenia i spekulacje. Najpierw napływał tani kapitał z Dalekiego Wschodu, który wykorzystywano do pobudzenia koniunktury. Przy niskich stopach procentowych łatwo było wykreować nadmierny optymizm. Gdy przy niskich stopach rosną ceny domów, szybko rośnie udział własny. Ten kto kupuje akcje, których ceny rosną, zarabia tym więcej, im więcej pożyczył i kupił. Gdy jednak poziom zadłużenia osiągnie pewien punkt (tzw. punkt Minsky'ego [2008]), katastrofę może wywołać praktycznie każde niekorzystne zdarzenie.

Pierwszy krach nastąpił na rynku amerykańskich nieruchomości, co groziło zatamowaniem finansów światowych. Do walki z niewypłacalnością banków uruchomiono pokaźne środki rządu i banku centralnego. Gospodarka światowa wpadła w recesję. Ratowanie sektora bankowego kosztowało biliony dolarów, zwiększając dług publiczny. Kolejny krach nastąpił w Europie, gdy w ramach strefy euro nadmiernie zadłużyły się kraje południa, tzw. PIGS (Portugalia, Włochy, Grecja, Hiszpania). Przeceniły one korzyści z wejścia do strefy euro, a więc łatwy dopływ kapitału, niską stopę procentową i brak ryzyka kursowego, a zapomniały o wymogu utrzymania konkurencyjności, co przy dużo szybszym wzroście dochodów niż wydajności nie było możliwe.

USA, Europa i Japonia, ratując swoje instytucje finansowe, bardzo powiększyły nie tylko długi finansów publicznych. Utrzymująca się jednocześnie niepewność podmiotów prywatnych nie doprowadziła do zakładanego wzrostu popytu, a do nadpłynności i utrzymywania stóp procentowych bliskich zera, a nawet ujemnych. W konsekwencji powstały ogromne kwoty taniego kapitału poszukującego korzystnych miejsc lokowania. Obecnie

zasadniczym pytaniem dotyczy miejsca, gdzie ten kapitał w sposób skoncentrowany się ulokował, a w konsekwencji wykreował nadmierne zadłużenie. W istocie chodzi o to, gdzie należy oczekiwać kolejnego punktu Minsky'ego, a więc krachu kryzysowego.

Większość analityków rynku globalnego uważa, że kapitał napłynął tam, gdzie był najbardziej potrzebny, a więc do firm krajów rozwijających się. Ocenia się, że w ciągu ostatniej dekady dług korporacji krajów rozwijających się, zwłaszcza Chin, Brazylii, Indii i Turcji, wzrósł kilkakrotnie. W tych krajach dostrzega się przesłanki kolejnego etapu kryzysu. Bank inwestycyjny Goldman Sachs ostrzega, że problem jest ogromny [Orłowski, 2016]. O kolejnym kryzysie mówi również George Soros.

Z powodu utrzymującej się niestabilności, wzrostu napięć wynikających ze zjawisk stagnacyjnych i groźby nowej fazy kryzysu, Polska musi być przygotowana na funkcjonowanie w warunkach trudnego i niepewnego otoczenia finansowego. Chimeryczność, drapieżność i spekulacyjny charakter rynków finansowych nakazuje, by Polska zwiększała swą wewnętrzną i zewnętrzną siłę, w czym zdrowie finansów krajowych ma niewątpliwie znaczenie. Wszelkie czynniki pogarszające stan finansów kreują zagrożenie dla krajowej gospodarki.

### **Strukturalny deficyt finansów publicznych**

Polska od lat cierpi na strukturalny deficyt finansów publicznych. Wiąże się on z faktem, że nawet wysoki wzrost gospodarczy nie likwiduje deficytu finansów publicznych, a więc łącznych deficytów budżetu państwa, budżetów terenowych, ZUS, Funduszu Pracy i NFZ. W takiej sytuacji każde załamanie tempa wzrostu grozi istotnym wzrostem deficytu. Tak było w 2009 i 2012 roku, gdy deficyt przekroczył 7 proc. PKB.

W roku 2009 Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych (ECOFIN) stwierdziła występowanie w Polsce nadmiernego deficytu i zaleciła jego skorygowanie do poziomu poniżej 3 proc. PKB. Procedura likwidacji nadmiernego deficytu obowiązywała Polskę przez sześć lat i została zakończona w maju 2015 r. [Ministerstwo Gospodarki, 2015]. Był to efekt działań konsolidacyjnych, które doprowadziły w latach 2010-14 do ograniczenia wydatków o 3,8 punktów procentowych PKB. Taka skala ograniczenia wydatków była możliwa m. in. dzięki obowiązującej od 2011 wydatkowej regule dyscyplinującej i ograniczającej tempo wzrostu wydatków dyskrecjonalnych i nowych wydatków sztywnych do 1 proc. realnie w skali roku. Ograniczono jednocześnie wyngrodzenia w państwowych jednostkach budżetowych, zamrażając w istocie płace na nominalnym poziomie roku poprzedniego, Zamrożono też kwotę wolną i inne parametry w PIT. Istotne cięcia nastąpiły w OFE i wielu wydatkach socjalnych. Wysiłek ten umożliwił zdjęcie procedury nadmiernego deficytu, co jednak nie oznacza, że zlikwidowaliśmy strukturalny deficyt. Niepokoi w tej sytuacji likwidacja przez obecny rząd barier zadłużenia, jakim była reguła wydatkowa, której celem było hamowanie wydatków w czasie dobrej koniunktury po to, by więcej wydać na pobudzenie gospodarki w czasie dekonunktury. Reguła wydatkowa miała jednocześnie ochronić przed przekroczeniem deficytu finansów publicznych w wysokości 3 proc. PKB, aby nie narażać się na ponowne narzucenie procedury nadmiernego deficytu.

Sytuację strukturalnego deficytu rozwiązać może jedynie istotna reforma podatków i wydatków, która doprowadzi do ograniczenia długu finansów publicznych. Rachunkowo dług przestaje rosnąć dopiero wtedy, gdy państwo potrafi dostosować dochody finansów publicznych do wydatków łącznie z oprocentowaniem

długu. Taka sytuacja w Polsce nie miała miejsca w całym okresie transformacji. W 2014 r. zadłużenie ograniczono poprzez sięgnięcie po 150 mld zł z OFE. Dzięki temu odsunięto nie tylko granicę 60 proc. PKB długu ważną w roku fiskalnym, ale zarazem granicę, która jest jednym z warunków dla krajów starających się o wejście do strefy euro. Przekroczenie 60 proc. długu w stosunku do PKB uruchomiłoby zapisane w konstytucji Polski drastyczne restrykcje, łącznie z obligatoryjną likwidacją deficytu w roku następnym.

Alternatywą sięgnięcia po pieniądze OFE było zdecydowanie się w najbliższych latach na istotny wzrost podatków lub drastyczne cięcia wydatków. Filar kapitałowy OFE w dotychczasowej praktyce nie spełniał wymogu logiki ekonomicznej, gdyż był budowany nie z nadwyżek budżetowych ani też z dobrowolnych oszczędności ludzi, tylko z kredytów zaciągniętych przez państwo. Państwo chciało jednocześnie finansować obecne i przyszłe emerytury, mając już bez tego pokaźny deficyt finansów publicznych. Bez przejścia oszczędności odkładanych w OFE dług dziś przekroczyłby bilion złotych.

Uwzględniając wielką niestabilność rynków finansowych, potrzebna jest ochrona narzędzi służących obronie gospodarki przed groźbą zewnętrznych zawirowań. Takim ważnym narzędziem jest możliwość wykorzystania aktywnej polityki fiskalnej do walki z recesją i kryzysem. Jest to w pełni możliwe, gdy zadłużenie nie przekracza 20-30 proc. PKB. Wtedy nie tylko spada poziom oprocentowania i rolowania długu (zaciągania kredytów w celu spłaty przypadających rat), lecz również rośnie możliwość prowadzenia aktywnej polityki w czasie zagrożeń gospodarczych. Wtedy nie trzeba bać się skutków nadmiernego wzrostu długu, gdyż w warunkach poprawy koniunktury uległby on obniżeniu. Do tego potrzebny jest nie tylko niższy poziom długu, lecz

w pierwszej kolejności likwidacja deficytu strukturalnego.

Poprzedni rząd planował zmniejszenie deficytu strukturalnego finansów publicznych do 0,5-1 procenta PKB w ciągu kilku lat. W takiej sytuacji wzrost 3,5-4 proc. PKB prowadziłby stopniowo do spadku długu. Kraj wyrwałby się z niebezpiecznej pętli długu i wielkiego uzależnienia od zagranicznych rynków finansowych. Pamiętać bowiem należy, że zagrożenie gospodarki długiem, oprocentowanie długu i rolowanie długu zależą nie tylko od wysokości oprocentowania, lecz także od tego, kto finansuje to oprocentowanie i rolowanie. Im bardziej finansowanie deficytu i obsługi długu jest w rękach kapitału zagranicznego, tym gorsza jest sytuacja. Charakter naszego zadłużenia musi niepokoić, ponieważ w Polsce około 50 proc. tego finansowania opiera się na sprzedaży obligacji kapitałowi zagranicznemu. Martwić musi to, że obecny rząd zanegował plan konwergencji prowadzącej do zmniejszenia deficytu i długu planowanego przez poprzedników, bo to oddała czas sanacji finansów.

Jeżeli podzielimy dłużników na jedną z trzech kategorii, a więc pożyczkobiorcę zabezpieczonego, spekulacyjnego i działającego w systemie piramidy finansowej [Roubini, Mihm, 2011, s. 73] to:

- pożyczkobiorcy zabezpieczeni to ci, którzy są w stanie z własnych dochodów płacić zarówno odsetki, jak i raty;
- pożyczkodawcy spekulacyjni to ci, których dochody starczą na płacenie odsetek od zaległych kredytów, a raty muszą rolować, zaciągając nowe kredyty, by spłacić stare;
- pożyczkobiorcy działający w systemie piramidy to grupa najwyższego ryzyka, gdyż ich dochody nie pokrywają ani rat kredytu, ani odsetek.

Ponadto ryzyko rośnie, im bardziej pożyczkobiorcy muszą korzystać z niestabilnego rynku finansów zagranicznych.

Niestety, ta sytuacja w dużym stopniu dotyczy Polski.

Rok 2016 jest specyficzny, gdyż rząd uzyskał dodatkowe źródła dochodów: ponad 9 mld zł z aukcji pasm telefonii LTE i pokaźne wpłaty z zysku NBP. Niewydane też były w pełni dochody budżetowe z roku 2015. To, wraz z opóźnieniem wypłat „Rodzina 500 plus”, nie zagroziło planowanemu na ten rok deficytowi nieprzekraczającemu 3 proc. PKB. Gorsza sytuacja będzie w 2017 roku, gdyż nie będzie nadzwyczajnych, jednorazowych dochodów. Tylko sfinansowanie programu „Rodzina 500 plus” wymaga 23-25 mld zł. Rząd zamierza pozyskać 12-15 mld zł z uszczelnienia systemu podatkowego. Jeżeli to przedsięwzięcie się uda, to w budżecie będą środki na ten program już na cały rok. Środki dodatkowo uzyskane z uszczelnienia systemu podatkowego należy jednak obniżyć o 9 mld zł, gdyż tyle pozyskano jednorazowo z telefonii LTE. Zapowiadane wcześniej nowe wydatki związane z obniżeniem wieku przechodzenia na emeryturę, pomoc dla „frankowiczów”, leki dla „75 plus”, „Mieszkanie Plus” oraz obietnica podniesienia kwoty wolnej od podatków daje niezwykle złożony i niepewny obraz finansów w 2017 roku. W dodatku środki unijne na programy uzyskane w ramach perspektywy finansowej 2014-20 wchodzi w ostatni etap realizacji. Wprawdzie całkowita lokata dla Polski wynosi 82,5 mld euro, ale wygospodarowanie wkładu własnego, który umożliwiłby ich wykorzystanie, jest dodatkowym obciążeniem budżetu i grozi ponownym objęciem naszego kraju procedurą nadmiernego deficytu.

### **Długookresowe zagrożenia płynące ze strony finansów**

Przed Polską stoi bardzo poważne i bardzo trudne zadanie – nie dopuścić do peryferyzacji kraju. To zagrożenie wynika przede wszystkim z katastrofalnej sytuacji demograficznej, gorszej niż w

innych krajach Europy będących na wyższym poziomie rozwoju. Naraża to nas na dramatyczną sytuację, gdyż bardzo niski przyrost ludzi w wieku produkcyjnym nałożyć się może na ich odpływ w wyniku „ssania” młodych Polaków przez bogatsze kraje. W Niemczech PKB per capita jest dwa razy wyższy niż w Polsce, a perspektywa przyrostu ludzi w wieku produkcyjnym podobnie mała. Różnica między płacą a PKB na głowę według siły nabywczej jest przy tym dużo większa, bo aż czterokrotna.

Kumulacja tych dwóch trendów, czyli niskiego przyrostu demograficznego i przewidywanego wysokiego „ssania” Polaków do krajów bogatych, może przesądzić o peryferyzacji Polski, załamaniu się systemu emerytalnego i opieki socjalnej ludzi w wieku poprodukcyjnym. Rok 2016 jest pierwszym rokiem, w którym nastąpi spadek przyrostu ludzi w wieku produkcyjnym. Zakłada się, że w roku 2050 liczba osób w wieku produkcyjnym będzie mniejsza o 5,3 mln niż w roku 2015 [Ministerstwo Rozwoju, 2015, s. 8]. Jeżeli do prognoz demograficznych dodamy możliwy odpływ ludzi w wieku produkcyjnym do krajów bogatszych, to sytuacja może okazać się katastrofalna.

Skutecznym środkiem obrony przed konsekwencjami kryzysu demograficznego nie może być tylko wspieranie wzrostu urodzin, ale skuteczna polityka gwarantująca ograniczenie odpływu młodych. Bez tego wzrost urodzin i koszty ponoszone na wychowanie i kształcenie służyć będą nie Polsce, ale bogatszym krajom, do których młodzi się przeniosą.

W tej sytuacji, bezwzględnym wymogiem ekonomicznym Polski jest szybkie odrabianie dystansu rozwojowego, a więc zbliżenie się do średniego poziomu w UE-28. Teoretycznie, patrząc na historię ostatnich lat, jest to możliwe. Podczas gdy w 2014 r. PKB strefy euro wyniósł 110,4 proc. PKB z 2002 r., polski PKB stanowił 159,3 proc. [Ministerstwo Gospodarki,

2015, s. 99]. W 2014 r. PKB per capita Polski to 68,9 proc. PKB średniego w UE, podczas gdy w 2005 tylko 49,8 proc. (dane według siły nabywczej).

Zadanie jest trudne, gdyż powinniśmy uzyskać tempo wzrostu wyższe o 3-4 punkty procentowe w porównaniu do Zachodu. Ponadto trzeba zastąpić prostą, kosztową konkurencyjność, która wystarczała przy ogólnym wzroście popytu w Europie, konkurencyjnością bardziej jakościową i wyrafinowaną, która musi zdobyć, a więc wygrać popyt przy jego ogólnej stagnacji. Odsunąć przeto musimy zagrożenie gospodarki wejściem w pułapkę średniego dochodu. Z badań Banku Światowego wynika, że ze 101 krajów, które w 1960 r. zaliczały się do grupy o średnich dochodach, jedynie 13 awansowało w 2008 do grupy o wysokich dochodach.

Tak poważne zadanie wymaga aktywności, a nie bierności państwa i liczenie jedynie na oddaloną aktywność przedsiębiorstw. Potrzebna jest proinnowacyjna polityki państwa, której elementem zasadniczym musi być zapewnienie warunków finansowych wzrostu. Bez tego trudno liczyć na około 25 proc. udział inwestycji w PKB. Nieporozumieniem jest skupienie się obecnie na szukaniu biliona złotych na inwestycje rodzime i zagraniczne w latach 2016-20, gdy bilion to niewiele powyżej 10 procent PKB tego okresu. Wzrost oszczędności i inwestycji (krajowych i zewnętrznych) w Polską gospodarkę, uwzględniając perspektywę demograficzną, jest bezwzględny wymogiem, a biorąc pod uwagę społeczną i polityczną presję na wzrost konsumpcji, kreuje ostry dylemat i sprzeczności.

W wyniku deficytu finansów publicznych, który jest dezoszczędnością, oszczędności w Polsce niewiele przekraczają 15 proc. PKB. Tak więc bez dalszego wsparcia przez inwestycje zagraniczne długookresowa wysoka dynamika PKB nie jest możliwa. Również wykorzysty-

wanie oszczędności ludności i przedsiębiorstw do obsługi długu krajowego ogranicza zdolności kredytowe służące inwestycjom i bieżącej konsumpcji. Od kilku miesięcy spada gwałtownie zdolność wykorzystywania giełdy do finansowania inwestycji. W ciągu ostatniego roku wartość spółek notowanych na warszawskiej giełdzie spadła aż o ok. 50 mld zł. Kurcząca się giełda to pogarszanie się sytuacji finansowej banków i możliwości finansowania inwestycji w Polsce. Wiele firm rozważa możliwość przeniesienia swoich papierów na inne giełdy.

Od wielu lat sytuacja inwestycyjna w Polsce jest w sposób istotny wspomagana poprzez fundusze unijne. Chodzi przy tym nie tylko o dopływ środków inwestycyjnych, lecz o wpływ tych środków na poczucie bezpieczeństwa kapitału zewnętrznego i krajowego oraz funkcję ochronną tych środków dla rynku walutowego i kursu złotego. Zmieniają one po prostu strukturę finansową i bilans kapitałowy polskiej gospodarki, będąc dla niej swoistym ubezpieczeniem. W tej sytuacji już sama perspektywa ograniczenia w 2020 roku puli tych środków będzie dla gospodarki poważnym wstrząsem, do którego musi się ona dostosować poprzez ważne działania uprzedzające.

Niewydolność samodzielnego finansowania inwestycji służących wymaganemu wzrostowi w najbliższych kilkunastu latach zwiększa wymogi skrupulatnej dbałości o warunki sprzyjające napływowi zewnętrznych środków inwestycyjnych. Do tych warunków należy nie tylko bezpieczeństwo inwestycyjne i warunki inwestowania w kraju, lecz i bezpieczeństwo instytucjonalne warunkujące stabilność sytuacji prawnej i ochronę przed niespodziewanymi zmianami.

W ostatniej dekadzie niestabilność i niepewność gospodarcza poważnie zwiększyła wrażliwość na instytucjonalne warunki stabilności i przewidywalności prawa. W tej sytuacji nie powinniśmy dziwić

się zainteresowaniem agencji ratingowych polskimi perturbacjami wokół Trybunału Konstytucyjnego. Szczególnym warunkiem, który wpływa na decyzje zagranicznych inwestorów, jest przewidywanie krótko- i długookresowych warunków stabilności kursu waluty krajowej. W najbliższych latach coraz większego znaczenia nabierze cyber-bezpieczeństwo, a więc skuteczność ochrony systemu bankowego i emerytalnego przed różnymi – technicznie już możliwymi – atakami indywidualnych i instytucjonalnych hakerów.

### Zagrożenia krótkookresowe

Głównym krótkookresowym zagrożeniem płynącym ze strony finansów są perturbacje kursu waluty krajowej oraz zagrożenie kryzysem kursowym. W zasadniczym stopniu te kłopoty zależą od stopnia zmian w dopływie i odpływie kapitału zewnętrznego i krajowego, co kreuje zmienność popytu i podaży na rynku walutowym. Zagrożenie to jest tym większe, im w kraju więcej jest mobilnego, wrażliwego na zmiany kapitału o charakterze spekulacyjnym. Tego kapitału z kolei jest tym więcej, im więcej jest kapitału portfelowego i dywidend od inwestycji bezpośrednich.

Polska należy do krajów najbardziej na świecie uzależnionych od kapitału zewnętrznego [Szymański, 2015, s. 16]. Świadczy o tym deficyt międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, który pokazuje, jaka część majątku krajowego jest finansowana netto przez obcy kapitał. Im większy jest deficyt międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, tym większe są zyski i dywidendy obcego kapitału i tylko dobra wola i interes właścicieli, a przede wszystkim bezpieczeństwo ekonomiczne decydują, czy te dywidendy będą w kraju inwestowane, czy też odpłyną za granicę. Ocenia się, że powyższa dywidenda i zyski w Polsce to około 95 mld zł rocznie. Pasywa, czyli zobowiązania Polski wobec zagranicy z tytułu finansowania majątku

krajowego w 2014 r. wyniosły 2000 mld zł [Ministerstwo Rozwoju, 2016, s. 6]. Tak więc funkcjonuje w naszym kraju duży i mobilny kapitał, który może nagle odpłynąć, pociągając inny kapitał. Im więcej takiego mobilnego, wrażliwego kapitału, tym większe znaczenie stabilnych warunków finansowych i poczucia bezpieczeństwa ekonomicznego. Zarazem większe jest niebezpieczeństwo płynące z niepewności i zagrożenia niestabilnością, większe jest bowiem zagrożenie nagłego odpływu kapitału, co nie musi wynikać z wewnętrznej sytuacji kraju, ale ze zmian w jego otoczeniu. Istotniejszy odpływ kapitału powoduje deprecjację waluty krajowej, co rokuje straty dla kapitału odpływającego, który otrzymuje przy wymianie coraz mniej obcych walut. Wtedy łatwo o katastrofalne skutki dla kraju, gdyż kapitał odpływa broniąc się przed deprecjacją, co deprecjację pogłębia i może doprowadzić do kryzysu kursowego. Kapitałowi obecnemu w gospodarce służy sytuacja, w której może on indywidualnie prognozować aprecjację waluty kraju, do którego zamierza wpływać. A więc kapitał „gra na aprecjację”. W sytuacji odwrotnej, gdy uwarunkowania ekonomiczne i polityczne prowokują silną tendencję do deprecjacji waluty, powstają warunki zniechęcające dla napływu kapitału. W konsekwencji spada ocena stabilności ekonomicznej, a zwłaszcza finansowej kraju. Dramatyczne skutki dla kraju powstają wtedy, gdy spadek kursu waluty krajowej napędzony paniką nie zatrzyma się, lecz dalej trwa i wtedy jego odpływ może przekształcić się w gwałtowną ucieczkę. A im większy odpływ, tym większa deprecjacja i większa uprzedzająca ucieczka. Wtedy kryzys kursowy łatwo przekształca się w kryzys gospodarczy kraju, a jego skutki są tym większe, im większe jest uzależnienie kraju od kapitału zewnętrznego i im więcej w kraju kapitału mobilnego oraz jego udziału w obligacjach finansujących obsługę długu.

To zagrożenie jest najsilniejszym argumentem za wejściem do strefy euro, bo to eliminuje ryzyko kursowe. Jednocześnie wzmacnia się wówczas ogólny warunek wzrostu bezpieczeństwa kapitału i powstaje łatwiejszy dostęp do taniego kapitału strefy euro. W sytuacji wejścia do strefy euro istnieją też pewne zagrożenia, czego dowodem są doświadczenia krajów południa Europy. Dlatego taka decyzja musiałaby iść w parze z odpowiednią polityką gospodarczą broniącą przed spadkiem konkurencyjności i nadmiernym zadłużeniem. Kraje południa Europy o tym zapomniały. Polityka powinna narzucić rygorystyczne bariery przed szybszym wzrostem płac niż wydajności, gdyż prowadzi to do spadku konkurencyjności.

Wejście do strefy euro, zabezpieczając kraj przed skutkami niestabilności własnej waluty i groźbą kryzysu kursowego, umożliwia jednocześnie uwolnienie poważnych środków zgromadzonych w postaci rezerw walutowych. W przypadku Polski to możliwość uwolnienia około 450 mld złotych (około 100 mld euro). Byłoby to pokaźne wsparcie finansowe niezbędne dla wymagań szybkiego odrobienia dystansu rozwojowego.

Ostatnim krajem, który wszedł do strefy euro jest Litwa, która porzuciła swojego lita na rzecz wspólnej waluty. Prezydent Litwy, Dalia Grybauskaitė,

mówiła, że żałuje, iż jej kraj dopiero teraz staje się częścią unii walutowej: *Gdybyśmy wprowadzili euro w 2007 roku, Litwa zaoszczędziłaby 8 mld litów, które można by przeznaczyć na przykład na podniesienie emerytur* [Rachtan, 2015].

Wyjątkowo silne uzależnienie polskiej gospodarki od zewnętrznego kapitału oraz niestabilność, chimeryczność i agresywność rynków finansowych oraz poszukiwanie dodatkowych środków na wsparcie inwestycyjne kraju przemawia za aktywnym dążeniem do przystąpienia do strefy euro. W tej sytuacji czynniki ekonomiczne, prawne i polityczne, które blokują takie starania, można zasadnie uznać za jedne z najważniejszych krótko- i długookresowych zagrożeń finansowych polskiej gospodarki.

Artykuł był pisany przed wynikiem referendum w Wielkiej Brytanii. Brexit zwiększa niewątpliwie długo- i krótkookresowe zagrożenia płynące ze strony finansów. Polska jest narażona na negatywne skutki ze względu na liczbę Polaków mieszkających w Anglii oraz rolę środków unijnych we wroście gospodarczym Polski. Brexit zwiększa dodatkowo niepewność dla kapitału, a osłabienie czy podziały w UE spychające nas na peryferie grożą istotnym w perspektywie spadkiem środków finansowych płynących z budżetu unijnego.

### Bibliografia:

1. Beck U. [2005], *Władza i przeciwładza w epoce globalnej*, Warszawa, Scholar.
2. Kalecki M. [1980], *Dziela, Tom 2, Kapitalizm. Dynamika Gospodarcza*, Warszawa, PWN.
3. Minsky H.P. [2008], *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill (pierwsze wydanie 1986).
4. Ministerstwo Gospodarki [2015], *Polska 2015 Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa.
5. Ministerstwo Rozwoju [2016], *Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju*, Ministerstwo Rozwoju, Warszawa.
6. Orłowski W.M. [2016], *Trzecia faza?*, „Polityka”, nr 4.
7. Rachtan P. [2015], *Euro – czekać, czy nie czekać*, „Życie Gospodarcze”, nr 3-4.
8. Roubini N., Mihm S. [2011], *Ekonomia kryzysu*, Warszawa, Oficyna Wolter Kluwer Polska.
9. Stawiński W. [2015], *Czy banki centralne emitują pieniądze?*, Warszawa, Biuletyn PTE, nr 3.
10. Szymański W. [2015], *Świat i Polska wobec wyzwań*, Warszawa, Difin.