

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

**WYWIAD Z CZŁONKIEM RADY
POLITYKI PIENIĘŻNEJ
ANDRZEJEM SŁAWIŃSKIM**

**WROCŁAWSKI DOM
MAKLERSKI - OBJAWIENIE
2007 ROKU?**

**JAK
STRACIĆ
4,9 MLD
DOLARÓW?
Historia
prawdziwa**



Przed wejściem do strefy euro potrzebne jest przynajmniej zainicjowanie reform strukturalnych

Profesor Andrzej Sławiński, członek Rady Polityki Pieniężnej dla TRENDU o przyjęciu euro oraz wynikających z tego konsekwencjach dla Polski.

W jaki sposób turbulencje na globalnych rynkach finansowych mają wpływ na polską gospodarkę?

Kryzys na amerykańskim rynku obligacji CDO (collateralized debt obligations) przyspieszył spadki cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Warto pamiętać, że po drugiej wojnie światowej osiem na dziesięć recesji w Stanach Zjednoczonych było spowodowane pogorszeniem się sytuacji na rynku nieruchomości. Recesja w Stanach Zjednoczonych wpłynie na nasz wzrost ekonomiczny proporcjonalnie do stopnia, w jakim wpłynie na wzrost gospodarczy Unii Europejskiej, na którą przypada ponad 80 % naszego handlu zagranicznego.

Jak ocenia Pan program pomocy dla niewypłacalnych dłużników niedawno wprowadzony w Stanach Zjednoczonych?

Warto przypomnieć, że 30 lat temu amerykański kongres musiał pokryć z kieszeni podatnika 200 miliardów dolarów strat instytucji finansowych (Savings&Loans), które udzielały kredytów hipotecznych. Obecny program jest relatywnie skromny w porównaniu z tamtym. Świadczy to dobrze o ewolucji, jaka dokonała się w dziedzinie zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych. Banki inwestycyjne ponoszą wprawdzie duże straty, o czym czytamy w prasie finansowej, ale zwróćmy uwagę, że są w stanie je pokryć z własnych kapitałów. Nadzór finansowy działa

zatem – mimo wszystko – o wiele lepiej niż wtedy.

Czy zmiany stóp procentowych za granicą wpływają na poziom stóp w Polsce?

W małej otwartej gospodarce kurs walutowy wpływa w znaczący sposób na tempo wzrostu gospodarczego i inflację. Dlatego banki centralne w krajach mających małe otwarte gospodarki – a więc między innymi w Polsce, w Czechach i Słowacji – biorą pod uwagę to, że ich polityka monetarna może wpłynąć na kształtowanie się kursu walutowego. Nie jest to jednak ani jedyny ani najważniejszy czynnik, który ma wpływ na decyzje banków centralnych. Badania empiryczne wskazują, że nie występują stabilne związki pomiędzy kształtowaniem się kursów walut i stóp procentowych.

Jaka jest rola Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w polskiej gospodarce?

Rosnącą liczbę spółek notowanych na GPW trzeba uznać za niewątpliwy sukces. Jednocześnie jednak warto pamiętać, że na razie wielkość kapitału pozyskiwanego przez firmy na giełdzie jest znacznie mniejsza od wielkości kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki. Korzyść z rozwoju giełdy polega na razie głównie na tym, że daje dostęp do kapitału małym firmom, które mają dobre perspektywy rozwoju, ale nie miałyby jeszcze szans na uzyskanie odpowiednio dużych kredytów w bankach.

W jaki sposób możemy przygotować się do uczestnictwa w strefie euro?

Długotrwałe obniżenie się tempa wzrostu

w Portugalii, we Włoszech, a wkrótce będzie to udziałem także Hiszpanii, obrazuje, że kraje, które chcą odnosić korzyści z przystąpienia do strefy euro, muszą dbać o to, by utrzymać wysokie tempo wzrostu wydajności. W Polsce wysokie tempo wzrostu wydajności jest na razie naturalnym skutkiem procesu realnej konwergencji, który zachodzi obecnie w naszej gospodarce. Trzeba jednak już teraz myśleć, jak utrzymać wysokie tempo wzrostu wydajności w przyszłości. Najważniejszą rzeczą jest dokonanie odpowiednich reform strukturalnych; takich, jakie dokonały się na przykład w Finlandii (deregulacja rynków produktów) oraz w Danii i Holandii (liberalizacja rynków pracy). Jak często podkreśla profesor Olivier Blanchard, najważniejszymi źródłami wzrostu wydajności jest konkurencja oraz poprawiająca się elastyczność gospodarki. Trzeba pamiętać, że w każdym kraju najważniejszym źródłem wzrostu wydajności jest proces „kreatywnej destrukcji”, nazwany tak jeszcze w latach 30-tych ubiegłego wieku przez Josepha Schumpetera, przejawiający się w zmniejszaniu się liczby miejsc pracy w tradycyjnych, mniej wydajnych, sektorach gospodarki oraz zwiększaniu się liczby miejsc pracy w nowo rozwijających się, bardziej wydajnych sektorach gałęziach. Cała trudność polega jednak na tym, by zbudować system, który będzie chronił nie miejsca pracy, lecz ludzi, którzy przemieszczają się z tradycyjnych sektorów gospodarki do tych nowocześniejszych.

Jaka jest obecnie najbardziej prawdopodobna data przystąpienia Polski do strefy euro?

To zależy od decyzji rządu. Najważniejszym czynnikiem, który przemawiał wcześniej za tym, by nasz kraj wstąpił do strefy euro jak najszybciej było ryzyko zbyt silnego umocnienia się polskiej waluty. Na szczęście, w ciągu ostatnich kilku lat złoty był względnie stabilny. Umacniał się wprawdzie stopniowo, ale w przybliżeniu zgodnie z aprecjacją kursu równowagi. Tym samym, złoty daje nam czas na to, by przynajmniej zainicjować reformy strukturalne przed wejściem do strefy euro.

Czy przystąpienie do strefy euro spowoduje impuls inflacyjny?

W dużym stopniu historii o tym, że przyjęcie euro powoduje wzrost cen, to czysto psychologiczne zjawisko. Dlatego ekonomiści nazywają je „efektem cappuccino”.

W swoim referacie zaprezentowanym na Kongresie Ekonomistów Polskich w listopadzie ubiegłego roku, podkreślił Pan, że stale rosnące jednostkowe koszty pracy mogą stanowić zagrożenie dla konkurencyjności

naszej polskiej gospodarki po wstąpieniu do strefy euro, tak jak stało się to w innych krajach. Jak ochronić naszą gospodarkę przed tym ryzykiem?

Jedynym rozwiązaniem jest utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wydajności. Dla tego reformy strukturalne powinny zostać podjęte jak najszybciej. Jest to warunek absolutnie konieczny dla utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w przyszłości.

W swoim referacie zaproponował Pan utworzenie Rady Polityki Fiskalnej po przyjęciu euro. Jakie miałyby być zadania takiej rady?

Po przyjęciu euro nie będziemy mogli prowadzić polityki pieniężnej, by stabilizować gospodarkę. Istnieje ryzyko, że polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego może okazać się okresowo procykliczna dla naszej gospodarki, jak bywało to w przypadku części krajów strefy euro. Utworzenie Rady Polityki Fiskalnej wydłużyłoby horyzont decyzyjny polityki fiskalnej, co zwiększyłoby możliwości wykorzystywania jej do stabilizowania koniunktury. Chroniłoby to również politykę fiskalną przed wpływem cyklu politycznego.

Jak funkcjonowałaby taka rada?

RPF mogłaby decydować o ogólnej wielkości oraz strukturze wydatków budżetowych. Propozycja utworzenia takiej rady po raz pierwszy została wysunięta przez szwedzkiego ekonomistę Larsa Calmforsa, zanim Szwecja zdecydowała się na odroczenie daty swojego wejścia do strefy euro. Warto zauważyć, że tego rodzaju niezależne ciała kolegialne już istnieją w Niemczech, Danii i Belgii,

jakkolwiek mają one na razie tylko charakter doradczy.

Czy polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego nie była zbyt restrykcyjna, jeśli weźmiemy pod uwagę stosunkowo niski wzrost gospodarczy w krajach Eurolandu?

Wzrost gospodarczy w strefie euro jest bliski potencjalnemu tempu wzrostu, a więc EBC właściwie prowadził politykę pieniężną. Niskie tempo wzrostu w strefie euro jest odzwierciedleniem niskiego poziomu tempa potencjalnego, a to wynika w dużej mierze z niskiego ostatnimi laty tempa wzrostu wydajności. Miejmy nadzieję, że reformy strukturalne podejmowane w szeregu krajów strefy euro, przyczynią się do zwiększenia potencjału produkcyjnego europejskiej gospodarki, co przyspieszyłoby tempo wzrostu w strefie euro.

Czy uzasadniona jest obawa, że polityka Europejskiego Banku Centralnego w mniejszym stopniu będzie uwzględniała interesy gospodarcze naszego kraju, mając na uwadze, że nasze PKB stanowi niewielki procent PKB całej strefy euro?

Takie obawy są bezpodstawne. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że EBC w swej polityce pieniężnej nie kieruje się interesami żadnego z państw. Polityka pieniężna prowadzona jest z uwzględnieniem sytuacji w całej strefie euro. ♦

Bardzo dziękuję za rozmowę.
ROZMAWIAŁA MARTA WŁODARZ
MARTA.WLODARZ@GAZETATREND.PL

Stopa redukcji rodem z szalonej hossy

AUTOR: MATEUSZ CHOROMAŃSKI
MATEUSZ.CHOROMAŃSKI@GAZETATREND.PL

Rynki finansowe całego świata już od dłuższego czasu pozostają w nienajlepszej kondycji. Odbija się to echem chociażby na rynku pierwotnym warszawskiej GPW, gdzie debiutanci mają duże problemy z uplasowaniem swoich emisji. Jednak ponad 97-procentowa stopa redukcji zapisów na nowe akcje Optopolu pokazuje, że najwyraźniej są wyjątki od tej reguły. Analiza rynkowej pozycji spółki dowodzi, że tak duża redukcja nie była dziełem przypadku.

Zdecydowana większość emisji akcji na warszawskim parkiecie w ostatnich miesiącach zeszłego roku nie wypadła tak, jak życzyliby sobie tego debiutanci. Pośród grudniających IPO jedynie oferta Nepentesa znalazła liczniejsze grono zainteresowanych inwestorów, którzy złożyli zapisy na o wiele więcej walorów niż było to dla nich przeznaczone. Pozostałe spółki, jak chociażby Warfarma czy Europejski Fundusz Hipoteczny o redukcji mogły tylko pomarzyć, a niejednokrotnie musiały się pogodzić ze zbyciem o wiele mniejszej liczby akcji niż planowały (np. Warfarmie udało się sprzedać jedynie 700 tys. akcji z 2 mln wystawionych w transzy detalicznej). Jednak jak widać taki obrót spraw na rynku pierwotnym nie zrobił szczególnego wrażenia na zarządzie Optopolu. Firma z Zawiercia, mimo nurkujących indeksów mWIG40 i sWIG80 w listopadzie, złożyła prospekt, na którego akceptację przez KNF musiała czekać obserwując kolejne, raczej mniej niż bardziej udane debiuty. Informując o tak dużej stopie redukcji trzeba podkreślić, że po części wynikała ona także z niewielkiej puli przeznaczonej dla nieinstytucjonalnych inwestorów. Jednak nawet biorąc pod uwagę fakt, że opiewała ona na około 5 mln zł (250 tys. akcji, po 20 zł każda) i tak trzeba zauważyć, że zapisy złożone na nią zdecydowanie przekraczały całkowite wartości każdej z grudniających nowych emisji.

Hit z Zawiercia

Początki Optopolu sięgają pierwszej połowy lat 90-tych, kiedy spółka powstała jako przedstawicielstwo handlowe zachodnich producentów wyposażenia okulistycznego i optycznego. Z czasem firma zdecydowała się na produkcję własnego sprzętu. Zaczynając od prostych urządzeń, jak np. elektrycznie sterowane stoliki okulistyczne, po pewnym



FORUM MIESIĘCZNIK TREND

Fundusze inwestycyjne
Kontrakty terminowe
Rynki towarowe
Akcje i inwestycje
Forex

www.gazetatrend.pl/forum

**FORUM
TREND**
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA