

Warszawa, 8 listopada 2018 r.



Stanowisko
Rady Towarzystwa Ekonomistów Polskich
w sprawie konieczności wypracowania całościowej strategii finansowania
polskiej gospodarki.

Synteza

Wysoki poziom zagranicznych zobowiązań polskich podmiotów powoduje, że dalsze finansowanie rozwoju gospodarki powinno być w większym stopniu niż dotychczas oparte na lokalnych źródłach.

Ze względu na specyfikę banków, to właśnie ich rola w finansowaniu firm powinna ulec wzmocnieniu. Wymaga to jednak zmiany podejścia regulacyjnego i podatkowego, także w kontekście zapewnienia tego, aby udzielane kredyty miały możliwie najbardziej „produktywny” charakter dla gospodarki. Obecna koncentracja banków na udzielaniu kredytów gotówkowych czy inwestowaniu w obligacje skarbowe na pewno nie wspiera wzrostu produktywności.

Lokalny rynek kapitałowy potrzebuje przede wszystkim stabilizacji – zdjęcia niepewności, jaka w dużej skali występuje dziś w związku np. z niejasną przyszłością OFE oraz dużą skalą zmian regulacyjnych utrudniających wyceny spółek.

Instytucje rozwojowe powinny koncentrować się na wspieraniu procesu zmian strukturalnych wywołanych trendami demograficznymi: (i) zapewniać instrumenty osłonowe „wychodzenia” z tzw. schyłkowych sektorów, (ii) finansować „eksperymentowanie” w poszukiwaniu nowych obszarów specjalizacji.

W przypadku finansowania zagranicznego trzeba skoncentrować się na stworzeniu bodźców do ukierunkowania inwestycji bezpośrednich na nowe, nieobecne dziś rodzaje działalności i/lub formy wytwarzania, a więc na kolejną falę transferu technologii.

Uniknąć bariery finansowania

W kontekście kluczowych dla gospodarki procesów inwestycyjnych największym problemem jest dziś niska skłonność firm do podejmowania ryzyka. To dość częsta sytuacja w warunkach dużych zmian strukturalnych i systemowych prowadzących do wzrostu niepewności regulacyjnej. Można mieć nadzieję, że to sytuacja przejściowa. Na horyzoncie jawi się już jednak kolejne wyzwanie: może się okazać, że gdy przedsiębiorcy wreszcie ruszą z inwestycjami, to zderzą się z barierą finansowania. Jej pojawienie się to konsekwencja braku całościowej i spójnej strategii zapewnienia potrzebnego gospodarce kapitału. Działania w tym zakresie są fragmentaryczne i koncentrują się na rynku kapitałowym i instytucjach rozwojowych. Tymczasem kluczem do tego, aby zapewnić odpowiednią skalę i bezpieczny charakter finansowania gospodarki jest właściwe zdefiniowanie roli każdego z segmentów systemu finansowego.

Finansowanie czy oszczędności – co jest ważne dla inwestycji?

Zacznijmy od tego z czego finansowane są inwestycje. Dość powszechnie – także w gronie ekonomistów – przyjmuje się, że dostępna w danym okresie w gospodarce skala inwestycji jest pochodną wielkości generowanych w niej oszczędności (nadwyżki pomiędzy dochodami a konsumpcją). Przywołuje się przy tym jedną z podstawowych makroekonomicznych tożsamości, że inwestycje równają się oszczędnościom. W tym miejscu trzeba jednak podkreślić, że tożsamość ta odnosi się do bilansowania obu kategorii ex post, a zatem wtedy gdy uwzględni się efekty wszystkich zachodzących w danym czasie procesów, także tych wywołanych samymi inwestycjami (które zawsze prowadzą do zmian w oszczędnościach). Dlatego też w rzeczywistości skala inwestycji jest zależna od dostępnego finansowania. W czym tkwi różnica w stosunku do lokalnych oszczędności? Otóż po pierwsze, w otwartej gospodarce środki można pozyskać za granicą (może to być kredyt, wniesienie kapitału, środki pomocowe itd.). Po drugie, może następować zamiana aktywów finansowych na rzeczowe (np. wydatkowanie zakumulowanych wcześniej depozytów na zakupy nieruchomości mieszkaniowych). Po trzecie, inwestycja może być sfinansowana w systemie bankowym. Ten ostatni przypadek jest szczególnie istotny - w procesie kredytowym banki dokonują równoczesnej kreacji kredytu i depozytu i dzięki tej właściwości nie ma potrzeby „wcześniejszego” posiadania oszczędności.

Modele finansowania

Opisane powyżej mechanizmy determinują dwa podstawowe modele finansowania gospodarki. Pierwszy z nich to strategia finansowania oparta na źródłach lokalnych, głównie na lokalnym systemie bankowym. W przeszłości była ona powszechnie stosowana w krajach Azji Południowo-Wschodniej. Jej wyznacznikiem jest wysoka relacja aktywów bankowych do PKB (powyżej 100% na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju gospodarek, później wzrastająca nawet do 200%) oraz relatywnie niski poziom zadłużenia zagranicznego. W wielu krajach modelowi temu towarzyszyła wysoka stopa oszczędności krajowych, ale trzeba podkreślić, że była ona pochodną równolegle prowadzonej polityki pro-eksportowej. Kreowany w tych

gospodarkach kredyt był przeznaczany na inwestycje w rozwój branż wytwarzających głównie dobra podlegające wymianie zagranicznej. W efekcie lokalny potencjał produkcyjny szybko rozrastał się do rozmiarów znacznie większych od lokalnej konsumpcji, hamowanej przez politykę utrzymywania wzrostu płac poniżej wzrostu produktywności (tzw. represja płacowa).

Drugi model finansowania gospodarki zakłada znaczące zaangażowanie kapitału zagranicznego. Jego cechą jest stosunkowo wysoki udział środków pochodzących z zagranicy w finansowaniu wydatków inwestycyjnych (od kilku do nawet kilkunastu procent PKB rocznie), a w efekcie narastająca skala zadłużenia zagranicznego i relatywnie niski poziom aktywów bankowych w relacji do PKB. W tym przypadku, z punktu widzenia bezpieczeństwa gospodarki, bardzo ważny jest charakter realizowanych inwestycji. Jeśli polityka gospodarcza należyście dba o międzynarodową konkurencyjność, to mają one często charakter pro-eksportowy (napływ bezpośrednich inwestycji do EŚW po 2004 r.), prowadząc z czasem do wzrostu lokalnej stopy oszczędności. Charakter napływu kapitału może się jednak zmieniać w czasie w zależności od panujących uwarunkowań. Dobrym przykładem takiej sytuacji jest Hiszpania. Na przełomie wieku kraj ten był miejscem zagranicznych inwestycji o charakterze produkcyjnym (nisko-kosztowa lokalizacja w Europie Zachodniej), ale z czasem – gdy nie powiązany z produktywnością wzrost płac obniżył konkurencyjność gospodarki - napływ kapitału zmienił swój charakter: nastawił się na wspieranie spekulacyjnego wzrostu cen na rynku nieruchomości i lokalnej konsumpcji przyczyniając się ostatecznie do kryzysu.

Ślepy zaułek

Polska przez wiele lat należała do krajów z istotnym udziałem finansowania zagranicznego, przyjmującego różne formy, począwszy od funduszy unijnych, poprzez inwestycje bezpośrednie, aż po inwestycje portfelowe i pożyczki. Efektem takiego modelu jest relatywnie wysoki – na tle innych krajów wschodzących - poziom zadłużenia zagranicznego wynoszący w Polsce ponad 70% PKB (dla porównania np. w Turcji jest to poniżej 60%).

Z drugiej strony, relacja aktywów sektora bankowego do PKB jest w naszym kraju stosunkowo niska: od kilku lat pozostaje na niezmiennym poziomie ok. 90% PKB. Szczególnie niska w Polsce jest wielkość bankowych kredytów dla firm – 17% PKB (w UE niższy wskaźnik ma jedynie Rumunia). Równocześnie rentowność sektora bankowego w ostatnich latach mocno spadła. Nawet obecnie – w szczycie koniunktury – rentowność banków jest niższa od kosztu kapitału, a w efekcie - z punktu widzenia właścicieli banków – prowadzenie jest nieopłacalne, stąd tak wielu zagranicznych inwestorów rezygnuje z obecności w Polsce. Taka sytuacja jest pochodną obostrzeń regulacyjnych, w tym rosnących wymogów kapitałowych i podatku bankowego oraz niskich stóp procentowych, nawet przy 5% wzroście PKB. Przyczynia się to do malejącej zdolności banków do zwiększania kredytu, skłania je do optymalizacji aktywów w kierunku krótkoterminowych i jednocześnie wysokomarżowych produktów np. kredytów gotówkowych, a także do inwestycji w obligacje skarbowe, od których banki nie muszą płacić podatku bankowego. Prowadzi do konsolidacji branży, a tym samym do ograniczania konkurencji.

Znaleźliśmy się niejako w ślepych zaułku: krajowe źródła finansowania stopniowo wysychają, a dalsze uzależnianie rozwoju gospodarczego – w takiej skali jak obecnie – od zagranicy będzie coraz trudniejsze (malejąca skala funduszy unijnych) i coraz bardziej ryzykowne (komercyjny dług). Warto przy tym zauważyć, że czynione od lat próby pobudzenia lokalnego rynku kapitałowego – jako alternatywy dla kredytu – przynoszą mizerne rezultaty. Poza tym nie ma on zdolności kreowania „nowych środków” w gospodarce, takiej jaką mają banki. Co więcej, w określonych warunkach, może stać się kanałem napływu destabilizujących gospodarkę spekulacyjnych form kapitału zagranicznego.

Potrzebna strategia

Abyśmy za 2-3 lata (gdy wysychać zaczną środki z obecnej perspektywy unijnej) nie obudzili się z bólem głowy potrzebna jest całościowa strategia finansowania gospodarki. Powinna ona określać rolę poszczególnych segmentów lokalnego rynku: banków, rynku kapitałowego i tzw. instytucji rozwojowych (np. grupa PFR). Musza w niej być ujęte takie aspekty jak: (i) sposób kreacji pieniądza, (ii) zmiany w charakterze popytu na finansowanie, (iii) rola, jaką chcemy przypisać kapitałowi zagranicznemu w finansowaniu gospodarki.

Kierunki takiej strategii wydają się być jasne. Biorąc pod uwagę już wysoki poziom zagranicznych zobowiązań, finansowanie powinno być w większej niż w przeszłości oparte na lokalnych źródłach. Ze względu na specyfikę banków, to właśnie ich rola w finansowaniu firm powinna ulec wzmocnieniu. Wymaga to jednak zmiany podejścia regulacyjnego i podatkowego, także w kontekście zapewnienia tego, aby udzielane kredyty miały możliwie najbardziej „produktywny” charakter dla gospodarki. Obecna koncentracja banków na udzielaniu kredytów gotówkowych czy inwestowaniu w obligacje skarbowe na pewno nie wspiera wzrostu produktywności.

W odniesieniu do pozostałych form finansowania:

- Lokalny rynek kapitałowy potrzebuje przede wszystkim stabilizacji – zdjęcia niepewności jaka w dużej skali występuje dziś w związku z niejasną przyszłością OFE oraz dużą skalą zmian regulacyjnych utrudniających wyceny spółek.
- Instytucje rozwojowe powinny koncentrować się na wspieraniu procesu zmian strukturalnych wywołanych trendami demograficznymi: (i) zapewniać instrumenty osłonowe „wychodzenia” z tzw. schyłkowych sektorów, (ii) finansować „eksperymentowanie” w poszukiwaniu nowych obszarów specjalizacji.
- Wreszcie w kontekście finansowania zagranicznego trzeba skoncentrować się na stworzeniu bodźców do ukierunkowania inwestycji bezpośrednich na nowe, nieobecne dziś rodzaje działalności i/lub formy wytwarzania, a więc na kolejną falę transferu technologii. W tym kierunku powinien iść system pomocy publicznej i zachęt.

Kontakt do autora:

Andrzej Halesiak

Towarzystwo Ekonomistów Polskich

Niniejsze stanowisko nawiązuje do raportu TEP „Jaki system finansowy dla Polski?”

andrzej.halesiak@tep.org.pl

tel.: 604-59-55-66