

## ANALIZY

# Skąd nagle ten wzrost?

Wysoki wzrost gospodarczy w USA budzi respekt. Warto więc przyjrzeć się mechanizmom, które go napędzają.

Stanisław Kluza, Krzysztof Ostaszewski

**P**rodukt krajowy brutto w USA wzrósł w trzecim kwartale 2003 roku o 8,2 procent. Stany Zjednoczone to nie gospodarka, w której można mówić o statystycznym efekcie niskiej bazy, transformacji systemowej czy nadrabianiu zaległości. Warto przyjrzeć się mechanizmom, który ją napędza. Wzrost ten jest przede wszystkim pochodną odbudowy nakładów inwestycyjnych, które gwałtownie zahamowały po krachu na giełdzie (rozpoczął się w marcu 2000 roku). Dzisiejsze inwestycje nie są jednak czymś nadzwyczajnym, jest to raczej powrót do normalnego poziomu inwestowania.

Jednocześnie wzrostowi gospodarczemu towarzyszył 8,6-procentowy wzrost wydajności pracy (w skali całej gospodarki, a w działalności pozarolniczej aż o 9,4 procent!). Może zatem zaistnieć zagrożenie, że wzrost gospodarczy nie pociągnie za sobą tworzenia nowych miejsc pracy, a jedynie sprawniej wykorzystywany będzie już zaangażowany kapitał ludzki –

tak właśnie wygląda obecnie sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Informacje wskazują jednak na niewielkie długoterminowe ryzyko takiego scenariusza. Już nastąpił spadek bezrobocia z 6,4 pro-

**Ekonomiści zastanawiają się, czy wysoki wzrost gospodarczy pociągnie za sobą tworzenie nowych miejsc pracy**

cent w apogeum w czerwcu 2003 roku do 5,9 procent na koniec listopada ubiegłego roku. Rozłożonym w czasie skutkiem wzrostu gospodarczego i wydajności pracy będzie rozwój w sektorze usług, który wywoła adekwatny popyt na pracę. Dzisiejsza wyższa niż wzrost gospodarczy

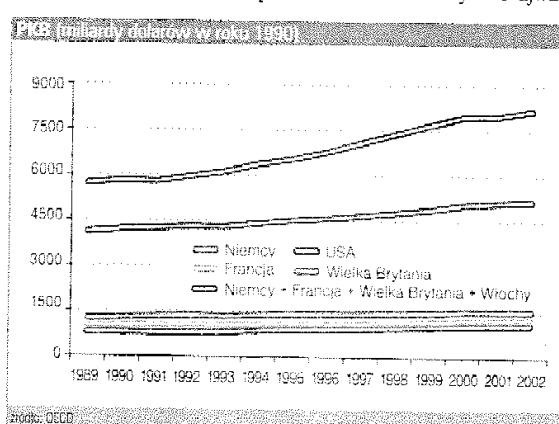
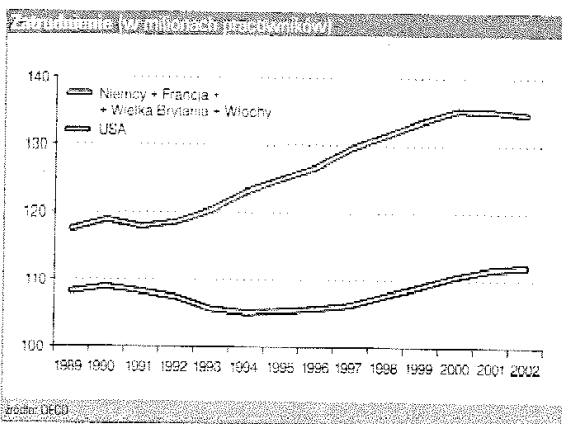
dynamika produktywności, przy jednoczesnym spadku bezrobocia, bierze się ze wzrostu wydatków rządowych.

## Odnowiony sentyment

Gospodarka amerykańska nie wpadła w większą recesję po zamachach w 2001 roku, jednak bardzo wyraźnie odczuła spadek zaufania zarówno ze strony inwestorów, jak i konsumentów. Po stronie inwestorów miała miejsce zmiana w ocenie perspektyw inwestycyjnych. Obniżyły się inwestycje i dochody firm.

Mimo rekordowego spadku kosztu kapitału, nastąpił wielki spadek inwestycji. Przy tej okazji warto przyjrzeć się modelowi menedżerskiemu, który funkcjonuje w USA. Tu menedżerowie wielkich koncernów zarabiają zdecydowanie lepiej niż w Europie, ale ich pozycja jest znacznie bardziej zagrożona w przypadku ewentualnych niepowodzeń. Wymusza to dużą szybkość działania i większą odpowiedzialność w przypadku błędów. W skali gospodarki implikuje to gwałtowne wstrzymanie inwestycji w przypadku jakichkolwiek sygnałów o gorszej bieżącej bądź przyszłej koniunkturze gospodarczej. Taki stan miał miejsce w ostatnich trzech latach.

Po dwóch latach możemy zaobserwować efekt realizacji odroczonej inwestycji. Świadczy to o wzroście zaufania przedsiębiorców, ale jest także skutkiem kilku procesów ekonomicznych. Najważ-



niejszy jest chyba efekt obniżki podatków, choć równie ważny powinien być efekt wzrostu bieżących dochodów gospodarstw domowych w wyniku spadku stóp procentowych. Niższy jest bowiem koszt obsługi kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych. Ma to również konsekwencje w długim okresie, gdyż kredyty hipoteczne w USA są udzielane na stałą stopę procentową. Tańsze są nie tylko nowe kredyty, ale i starsze po przeliczeniu.

### Socjalna Europa

Z rekordowym wzrostem gospodarki amerykańskiej (takie tempo osiągnięto w USA po raz pierwszy od 1983 roku!) kontrastuje wzrost gospodarek krajów Unii Europejskiej, średnio o 0,3 procent (a tylko 0,1 procent w strefie eura). Różnica jest więc ogromna. Towarzyszy jej znaczny wzrost wartości eura – jednak Europejski Bank Centralny nie bardzo może sobie pozwolić na obniżkę stóp procentowych z powodu niezbyt zachęcających informacji dotyczących inflacji w Europie. Wielu ekonomistów uważa, że euro jest za mocne. Być może musi być tak mocne (w rezultacie braku miejsca na obniżkę stóp procentowych w UE), by chronić Europę przed inflacją.

Prezydentura Ronalda Reagana również rozpoczynała się od walki z inflacją i mocnego dolara. W odróżnieniu od obecnych liderów Europy, Reagan ostro obciął podatki – warto zauważyć, że w Europie kraje o niższych stopach podatkowych – Irlandia oraz Wielka Brytania – nie mają problemów ze wzrostem gospodarczym.

Nie tylko najbliższy rok, ale również kilka kolejnych lat będą bardzo trudne dla Unii Europejskiej. Bagaż nierozwiązanych problemów społecznych (w tym kwestie systemu emerytalnego czy postulatów płacowe związków zawodowych – przy wysokich kosztach pracy i stosunkowo niskim wzroście wydajności pracy), a także przyłączenie się dziesięciu nowych krajów do UE, nie będzie sprzyjać reformom finansów unijnych. Podjęcie działań w tym obszarze zawsze niesie ze sobą znaczący koszt polityczny. Średnia wydajność pracy w Europie po przyjęciu nowych członków spadnie też z powodów czysto statystycznych. Nowi członkowie mają niższą średnią wydajność pracy niż starzy.

Dodatkowymi problemami są: powszechna w Unii Europejskiej polityka

zaspokajania roszczeń i realna groźba masowych strajków. Cała Europa ugina się pod olbrzymim ciężarem zobowiązań socjalnych, zwłaszcza zobowiązań emerytalnych. Ich realizacja wymaga wysokich obciążeń osób pracujących. To powoduje, że realna siła nabywcza płac osób pracujących nie rośnie, a wyższa wydajność pracy nie przynosi oczekiwanego wzrostu dochodów. Dla pracujących prostszym rozwiązaniem staje się postawa roszczeniowa w konfrontacji z państwem i pracodawcami, zwłaszcza gdy przynosi ona lepsze efekty niż zwiększanie wydajności pracy.

W długim okresie wyznacznikiem dla realnego umacniania się waluty danego kraju jest jego konkurencyjność na rynku międzynarodowym, bezpośrednio związana z wydajnością pracy. Wyższa wydajność implikuje korzystniejsze warunki wymiany w handlu międzynarodowym. Te

## Wzrost stóp w USA powinien się przyczynić do słabnięcia waluty europejskiej

przekładają się na aprecjację waluty krajowej wobec innych walut. Ten czynnik zdecydowanie przemawia za siłą dolara w dalszej perspektywie.

W krótszym horyzoncie niepokojące jest jednak ryzyko spowodowane niską stopą oszczędności w USA. Dolar staje się „walutą niepożądaną” przez własnych konsumentów, którzy zamiast oszczędzać wolą kupować samochody, telewizory itp. Powstaje tu znacząca nierównowaga między Stanami Zjednoczonymi, gdzie nie ma popytu na gotówkę, i Europą, gdzie jest ogromny na nią popyt (przy wysokiej stopie oszczędności). Nie przekłada się to jednak na wzrost gospodarczy. W Europie popyt na oszczędności tworzy państwo, który absorbuje przez emisję związane z finansowaniem długu publicznego.

Dziś wyższe stopy procentowe w strefie eura skłaniają inwestorów do realizowania tam wyższych przychodów odsetkowych z krótkoterminowych lokat kapitału. Zbyt mocne euro nie służy obecnie gospodarce europejskiej. Produkty europejskie podrożały na rynkach zagranicznych, co szczególnie mocno uderza

w przemysł unijny. A nie jest to przemysł wykorzystujący swoje pełne moce produkcyjne, skoro bezrobocie osiąga poziom dwucyfrowy.

Mimo dużej skłonności do oszczędzania w Niemczech i Francji w czasie schłodzenia gospodarczego, nie przekłada się to na wzrost inwestycji. W przypadku UE można raczej przewidywać dalszą ekspansję fiskalną, w szczególności w obronie przywilejów socjalnych. Bardzo bolesne mogą okazać się konsekwencje tej ekspansji, jeżeli szybko nie pojawi się wzrost gospodarczy i nie będzie można łatwo sprzedać długu publicznego. Japońscy i chińscy inwestorzy jakoś nie kupują niemieckich i francuskich obligacji. Jeżeli się to nie zmieni, scenariusz dla Europy jest niebezpieczny, tym bardziej że USA również mają za mało oszczędności, a jednocześnie rosnące wydatki publiczne. Jeszcze gorzej przedstawia się sytuacja w dłuższym horyzoncie. Zafamanie się systemu wydatków publicznych może pociągnąć za sobą kryzys emerytur pokolenia urodzonego po drugiej wojnie światowej. Będzie to się potęgować przez najbliższe dziesięć lat. W Europie państwa już teraz wydają dużo więcej na emerytury niż w USA.

### Euro w dół?

Krzywa dochodowości w USA jest dziś zdecydowanie bardziej skierowana ku górze niż w strefie eura. Oznacza to oczekiwanie na większe wzrosty stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Taki scenariusz stwarza pewne nadzieje dla UE. W dłuższym okresie powinien się on przyczynić do słabnięcia waluty europejskiej, co poprawi konkurencyjność tej gospodarki na rynkach światowych. Dodatkowo na słabnięcie eura mogą wpłynąć relatywnie wysokie deficyty państw członkowskich, towarzyszące niskiemu wzrostowi gospodarczemu. W USA, co prawda, deficyt budżetowy również będzie pokazywał w rozpoczętym roku 2004, ale gospodarka amerykańska ma się dobrze i po okresie dwóch lat względnej stagnacji powróciła samodzielnie na ścieżkę wzrostu. ■

Stanisław Kluzka jest głównym ekonomistą BGŻ oraz pracownikiem naukowym w Instytucie Statystyki i Demografii SGH.

Krzysztof Ostaszewski jest dyrektorem Programu Aktuarności i profesorem matematyki na Illinois State University w USA; stypendysta Fulbrighta w Instytucie Statystyki i Demografii SGH.