

## **Polska wobec kryzysów walutowych**

*Alojzy Z. Nowak, Kazimierz Ryc*

*W prezentowanym artykule autorzy stawiają sobie dwa podstawowe cele. Pierwszym jest prezentacja i analiza zasadniczych przyczyn powstawania kryzysów walutowych, drugim odpowiedź na pytanie czy w dobie liberalizacji przepływów finansowych kryzys walutowy grozi Polsce.*

Charakterystyka sytuacji Polski wobec kryzysów walutowych jest doprawdy interesującym i bardzo ważnym problemem, choć jego prezentacja i analiza jest - naszym zdaniem - niezwykle skomplikowana. Podejmując próbę wywiązania się z tego zadania, wydaje się, że należałoby, po pierwsze, zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego, a po drugie, dokonać wyodrębnienia kryzysu walutowego strukturalnego i koniunkturalnego. Według naszej opinii z kryzysem walutowym ma się do czynienia wtedy, kiedy dane podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę swoich aktywów nominowanych w danej walucie. Główną przyczyną takiego zjawiska jest utrata zaufania do danej waluty, spowodowana np. pogarszaniem się jej siły nabywczej, czyli jej deprecjacją, a tym samym zmniejszaniem się wartości walorów utrzymywanych w tej walucie. Zanim odpowiemy na pytanie, co może być przyczyną obniżania się wartości danej waluty, zdefiniujmy może, co rozumiemy przez to pojęcie. Najogólniej rzecz ujmując, przez walutę rozumiemy się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym co takim środkiem jest oraz w szczególności o tym, jaka jest jego wartość wymienna w stosunku do innych walut, decyduje przyjęty reżim kursowy a niekiedy także władza monetarna danego kraju (Bank Centralny, Minister Finansów, Minister Skarbu). Decyzje te władza monetarna podejmuje z reguły na podstawie oceny sytuacji ekonomicznej danego kraju, tj. w zależności od poziomu tempa wzrostu gospodarczego, poziomu zatrudnienia, poziomu oszczędności, poziomu inwestycji, stanu salda bilansu płatniczego, poziomu rezerw walutowych, kursu walutowego itd. Natomiast wielkości te są pochodnymi procesów realnych, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które, jak wskazano wcześniej w wiodących krajach świata, wykazują duży progres. Niektórzy ekonomiści anglosascy i praktycy życia gospodarczego, a wśród nich m.in. Alan Greenspan, szef Systemu Rezerwy Federalnej, uważają nawet, że w rezultacie tych pozytywnych zjawisk zachodzących w sferze realnej wiek XXI może być okresem dezinflacji, przynajmniej w USA, a tym samym będzie umacniał zaufanie do waluty amerykańskiej.

A zatem jeśli analiza fundamentalna kraju, którego waluta odgrywa rolę światową - w obecnym czasie jest to USA i dolar amerykański<sup>1</sup>, który w świetle wielu danych empirycznych obsługuje ok.65 % obrotów handlowych na świecie - wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, to raczej nie ma podstaw do obaw dotyczących pojawienia się strukturalnych przyczyn kryzysu walutowego.

Czy jednak zawsze tak musi być? Wydaje się, że doświadczenia innych krajów wskazują, że niestety nie. W szczególności przychodzi tutaj na myśl słynny „Barometr Harvardzki”, który jeszcze na kilka dni przed „czarnym czwartkiem” na giełdzie w Nowym Jorku wykazywał, że gospodarka będzie się w dalszym ciągu wspaniale rozwijała, a tym czasem stało się dokładnie odwrotnie, czyli nastąpiło jej drastyczne załamanie, wywołujące głęboki kryzys światowy. Prowadzone analizy koniunktury gospodarczej i formułowane na tej podstawie prognozy gospodarcze okazały się całkowicie zawodne.

## Przyczyny nierównowagi finansowej

Wielu czołowych ekonomistów uważa, że głównym powodem zaistnienia nierównowagi finansowej na światowych rynkach finansowych może być nadpłynność finansowa głównych „graczy” na tych rynkach. Według dostępnych danych statystycznych szacuje się, że obroty na międzynarodowych rynkach finansowych są trzydziesto-, czterdziestokrotnie wyższe niż obroty w sferze realnej. Powodem takiego wysokiego wolumenu obrotów na tych rynkach jest m.in. wprowadzenie w latach siedemdziesiątych płynnych kursów walutowych, a następnie w latach osiemdziesiątych deregulacja obrotów instrumentami finansowymi i ich pochodnymi. W rezultacie - głównie z chęci zysku, a nie jak dotąd w przeważającej mierze z powodu wyrównywania pozycji walutowych - (do połowy lat siedemdziesiątych podstawowymi uczestnikami rynków walutowych były banki) pojawiło się na rynkach finansowych wiele nowych podmiotów: funduszy powierniczych, instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych etc. oraz wiele nowych instrumentów finansowych. Ta wielość uczestników i walorów oraz w pewnym sensie ich pogoń za zyskiem spowodowało powstanie swojego rodzaju „nadprodukcji pieniądza” na tych rynkach, co w efekcie może także prowadzić do różnego rodzaju perturbacji - tworzących hossę albo bessę na rynkach finansowych, jak to miało miejsce ostatnio.

Powstanie międzynarodowego rynku pieniężnego na tak wielką skalę, dziesiątki razy przewyższającego wartość operacji na rynkach dóbr i usług, jest rezultatem internacjonalizacji walut krajowych, tworzących łącznie światowe M1. Jednocześnie podejmowane są przez inwestorów decyzje odnośnie kupna - sprzedaży instrumentów finansowych. W ten sposób, niejako naturalnie, pojawia się pole do spekulacji na rynkach finansowych.

Czy może to być spekulacja z wynikiem zerowym? Zwolennicy globalizacji zaprzeczają temu stanowczo. Zwiększa się bowiem dostępność kapitału i jego mobilność ułatwiająca wykorzystanie zasobów. W każdej z gospodarek otwartej na przepływy kapitału, kapitał znajduje zastosowanie. Przede wszystkim zaś tam, gdzie pojawia się wyższa produktywność zasobów rzeczowych: pracy, ziemi, bogactw naturalnych, itp. Rośnie więc hiper agregat produktów narodowych oraz przychodów od inwestycji.

Jest jednak i druga strona tych procesów, na którą składają się sprzeczność wynikająca z globalizacji pieniądza. Z jednej bowiem strony w warunkach powszechnej i nieograniczonej wymiwalności walut, waluta krajowa jest częścią pieniądza światowego, z drugiej zaś strony jej kondycja w stosunku do innych walut pozostaje w silnym związku ze stanem gospodarki kraju emitenta i meandrów polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych. Stąd też pochodzą zmieniające się prognozy dotyczące kształtowania się poziomu kursów walutowych praktycznie każdej waluty tworzącej światowe M1. Mają one bezpośredni wpływ na rosnące koszty kapitału dla potencjalnych jego użytkowników ze strony realnych gospodarek narodowych, tj. przemysłu, rolnictwa, handlu i innych usług nie-finansowych. Przyczyn tego zjawiska może być wiele.

Po pierwsze, duże zasoby pieniężne ulokowane zostały w instrumenty rynku pieniężnego i utrzymywane są w stanie wysokiej płynności. Oznacza to uszczuplenie środków umożliwiających wykorzystanie w formie kredytów dla sfery realnej. Sytuacja taka przyczynia się do utrzymywania wysokiej stopy procentowej.

Po drugie, zaangażowanie kapitału na rynku pieniężnym odwraca uwagę inwestorów od procesów alokacji w sferze realnej. Najtęższe umysły analityków z banków i instytucji finansowych biorą udział w grze o wyniku w istocie zerowym.

Po trzecie, otwiera się szerokie pole dla redystrybucji przychodów od kapitału na rzecz czystych spekulantów rynku pieniężnego, którymi jawią się wielkie fundusze inwestycyjne posiadające środki na ataki na waluty poszczególnych państw.

Po czwarte, ataki spekulacyjne wielkich graczy rynku pieniężnego, stają się źródłem niezawinionych kryzysów walutowych i kryzysów gospodarczych w państwach o słabszych gospodarkach. Sytuacje takie niejednokrotnie niweczą wysiłki związane z pozyskaniem i wykorzystaniem pożyczek pieniężnych, niezbędnych dla funkcjonowania i rozwoju danego kraju.

Wydaje się jednak, że Międzynarodowe Instytucje Finansowe coraz częściej uświadamiają sobie te zjawiska i podejmują odpowiednie kroki zapobiegawcze, głównie w sferze regulacyjnej. Jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć - za wcześnie jest w tej chwili, by to ocenić.

Innym czynnikiem, mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych, może być utrata zaufania do waluty (walut) światowej z pobudek, nazwijmy to, irracjonalnych - psychologicznych bądź innych, które obecnie nawet trudno zdefiniować. Pamiętajmy bowiem, że współczesne stosunki walutowe nie opierają się właściwie na żadnych „twardych podstawach”, jak to miało miejsce w przeszłości, kiedy rolę pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie kiedy tą podstawę stanowiły stałe kursy walutowe. Rzecz jasna w chwili obecnej bezpośrednio zagrożenia takiego nie ma, między innymi i z tego względu, że współczesny świat finansowy występuje niezwykle solidarnie w obronie zaufania do waluty światowej, obawiając się zapewne znanego ekonomistom „efektu domina”. Myślmy tutaj np. o wielomiliardowym kredycie stabilizacyjnym, udzielonym ostatnio Korei Południowej, Malezji i innym „tygrysom” przez Bank Światowy, ale także i o pomocy interwencyjnej rządu USA krajom Dalekiego Wschodu, dla obrony wartości ich walut oraz dla zachowania pozycji dolara amerykańskiego.

Na początku 1998 r. taki gest solidarności uczyniły nawet Chiny, ogłaszając na konferencji w Davos, że nie zezwolą na zmianę wartości swojej waluty w obliczu zdarzeń na Dalekim Wschodzie, co oczywiście wzbudziło ogromny aplauz innych uczestników tego ekonomicznego „szczytu”. Czy jednak zawsze ma miejsce taka zgodność „świata finansowego”? Historia pokazuje, że niestety nie. Dziś dla przykładu USA domagają się od Chin rewaluacji Yuana. Co może się zdarzyć - przynajmniej hipotetycznie - jeśli takiej wspólnej interwencji by nie było? Pierwsze co nasuwa się na myśl, to oczywiście ucieczka kapitału z miejsc zagrożenia i wizja pojawienia się w dużych rozmiarach kapitału nomadycznego na tzw. wschodzących rynkach, gdzie pewny i wysoki zysk (istnienie wysokiej stopy procentowej) z pewnością stanowiłby dużą zachętę do lokowania go właśnie w tych miejscach. Czy Polska jest przygotowana do ewentualnej absorpcji takiego kapitału? Właściwie trudno w tej chwili dać jednoznaczną odpowiedź, gdyż, o ile jest nam wiadomo, żadne głębsze badania w tej materii nie zostały jeszcze przeprowadzone. Stąd m.in. pozwałam sobie raz jeszcze podkreślić trafność wyboru tematu seminarium i zachęcić do prowadzenia dalszych analiz w tym zakresie - przynajmniej metodą jakościową, by w efekcie wskazać kierunki działania i sposoby zachowania się władzy monetarnej w podobnych sytuacjach.

## **Perturbacje finansowe na świecie a możliwość destabilizacji gospodarki polskiej**

Analiza tak postawionej kwestii czy też próba odpowiedzi na pytanie, czy w związku z perturbacjami na świecie grozi Polsce także kryzys walutowy, nie może być – niestety - jednoznaczna. Postępująca deregulacja powiązań polskiej gospodarki światowej w obszarze przepływu kapitału usuwa coraz bardziej iluzoryczny pancerz ograniczeń administracyjnych, który miał nas chronić przed atakiem spekulacyjnym i tym samym zapobiegać kryzysom walutowym i innym perturbacjom. Oczywiście nigdy nie będzie stuprocentowej pewności zabezpieczenia się przed takim atakiem, wskazać jednak należy na pewne okoliczności, które zmniejszają jego prawdopodobieństwo.

Po pierwsze, chodzi tutaj o reżym płynnego kursu, który czyni taki atak mniej opłacalnym dla spekulantów. Szybko postępująca deprecjacja pieniądza krajowego w wyniku ucieczki kapitału czyni mniej opłacalną wyprzedaz aktywów nominowanych w atakowanym pieniądzu i jego zamianę na waluty obce po coraz gorszym kursie. W tym przypadku zalety ma płytki krajowy rynek pieniężny. Nawet niewielkie transze operacji walutowych od razu silnie rzutują na ceny walut.

Po drugie, prawdopodobieństwo ataku spekulacyjnego rodzącego kryzys walutowy zmniejsza też stosunkowo niski poziom monetyzacji polskiej gospodarki.

Prawdziwe niebezpieczeństwo powodzenia ataku spekulacyjnego pojawia się natomiast wtedy, gdy w ślad zagranicznych spekulantów walutowych pójda inwestorzy krajowi, głównie banki wyzbywające się płynnych zasobów walutowych ulokowanych w pieniądzu krajowym.

W Polsce struktura aktywów banków i instytucji finansowych jest względnie bezpieczna. W dużej części są to aktywa zagraniczne banków, oficjalne rezerwy dewizowe NBP oraz rachunki bieżące i lokaty w bankach zagranicznych.

Po trzecie, dla pełniejszego określenia wpływu zmian zachodzących na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację ekonomiczno-finansową w Polsce, należy także rozważyć konsekwencje powstania i wprowadzenia Europejskiej Unii Walutowej.

## **Euro i konsekwencje jego wprowadzenia dla Polski**

Wprowadzenie euro z całą pewnością wywarło istotny wpływ na kształtowanie się stosunków wymiennych w Europie i na świecie, gdzie w ostatnich dziesięcioleciach najważniejszą walutą rozliczeniową i rezerwową był USD. Ukształtowanie się odpowiedniej relacji wymiennej pomiędzy tymi walutami będzie wpływało w najbliższym czasie na stosunki gospodarcze na świecie, w tym także na sytuację ekonomiczną w Polsce.

Najogólniej można powiedzieć, że skutki utworzenia w Europie jednego, wspólnego pieniądza są konsekwencją przejścia od wielowalutowości do jednawalutowości z jednej strony - w stosunkach między krajami Unii Europejskiej, zaś z drugiej strony - w stosunkach Polski z tym nowym organizmem gospodarczym. Bezpośrednio zaś dotyczą one co najmniej trzech sfer zagadnień:

- stosunków w handlu zagranicznym,
- przepływu kapitałów oraz,
- stanu i struktury długu zagranicznego Polski.

Oznacza to zatem, że powstała Unia Monetarna wpływać będzie z pewnością na kształtowanie się w Polsce polityki pieniężnej (stopień monetyzacji i stopę procentową), politykę fiskalną (podatki, wydatki budżetu) oraz kształtowanie się kursu złotego.

Dodatkowo w analizie problemu należy wziąć pod uwagę szeroko rozumiane tło gospodarcze, w tym wspomniane już stosunki gospodarcze z krajami ościennymi, na które także wpłynie zarówno powstanie Unii, jak i konsekwencje tego dla Polski.

Dla krajów Unii rezultaty utworzenia euro mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne. Pozytywne są wynikiem wprowadzenia krajów Unii na ścieżkę ustabilizowanego wzrostu, m.in. w rezultacie słabszego euro w pierwszej fazie jego funkcjonowania, co spowodowało zwiększenie konkurencyjności gospodarek strefy euro i, w rezultacie, poprawę koniunktury gospodarczej oraz wzmocnienie pozycji euro jako nowej waluty międzynarodowej. Skutki negatywne natomiast mogą wynikać z ewentualnych napięć wewnętrznych powodujących osłabienie euro i gospodarek należących do Unii Walutowej. Należy więc analizować pozycję Polski w kontekście tych dwóch scenariuszy, które jednocześnie określają różne struktury międzynarodowych rynków pieniężnych.

## **Scenariusz optymistyczny**

W przypadku scenariusza optymistycznego zakłada się dalszy wzrost kursu euro, a tym samym jego wzmocnienie na międzynarodowych rynkach finansowych. Sytuacja taka oznaczać może względne pogorszenie się międzynarodowej pozycji dolara. Euro stałoby się atrakcyjne dla inwestorów na rynkach pieniężnych. Można więc oczekiwać, że przynajmniej częściowo restrukturyzowałiby oni swoje portfele inwestycji walutowych na niekorzyść dolara. Nastąpiłoby jego względne

osłabienie - potaniecie z tendencją do powstania presji inflacyjnej z jednej strony a z drugiej - potaniaenia towarów amerykańskich. Dla Europy natomiast skutkiem wzrostu popytu na euro byłby wzrost jego wartości i względne podrożenie towarów eksportowanych z krajów Unii; opłacalny stałby się więc - niejako automatycznie - eksport polskich towarów do krajów nowej waluty.

Wzrost wartości euro oznaczałby relatywne potaniecie złotego i korzystną sytuację polskich eksporterów w eksporcie do krajów Unii; jednocześnie korzystny stałby się import z krajów obszaru dolarowego. Przy nadwyżce eksportu do krajów Unii i nadwyżce importu z obszaru dolarowego, oznaczałoby to poprawę polskiego terms of trade.

Taki scenariusz oznaczałby też tendencję recesyjną w części krajów Unii, tych mianowicie, dla których nowa waluta okazałaby się zbyt przewartościowana w stosunku do ich narodowego pieniądza przed integracją walutową; rezultatem byłoby osłabienie pozycji eksporterów, spadek ich zysków, ucieczka kapitałów, wzrost bezrobocia itd. Ucieczka kapitałów z pewnych obszarów to poszukiwanie przez nie terenów ekspansji. Jednym z tych obszarów mogłaby stać się Polska. Zważywszy także, że jednocześnie oznaczałoby to obniżenie stopy procentowej w krajach Unii, polscy inwestorzy mieliby perspektywę sięgnięcia do tańszych zasobów kapitałowych, a więc w warunkach otwarcia naszego rynku finansowego pojawiłaby się konkurencja na rynkach kapitałowych wymuszająca obniżkę stóp procentowych z jednej strony i osłabienie złotego z drugiej strony - w każdym razie osłabienie jego presji aprecjacyjnej. To oznaczałoby poprawę sytuacji eksporterów i dodanie bodźca rozwojowego polskiej gospodarce „bez naszego własnego udziału” - faktycznie oznaczałoby to sytuację bardzo korzystną dla polityki gospodarczej. Mogłoby to bowiem ułatwić zmniejszenie deformacji zarówno w sferze rzeczowej, jak i finansowej, wciąż występujących w gospodarce polskiej a będących w znacznej mierze rezultatem wysokiej stopy procentowej. W sferze realnej podstawowym skutkiem wysokiej stopy procentowej jest wymuszone samofinansowanie podmiotów gospodarczych (kapitału obrotowego i inwestycji). Jak pokazują badania empiryczne, bezpośrednim skutkiem takiego zjawiska jest nieefektywna alokacja zasobów, gdyż inwestują te przedsiębiorstwa, które w danych warunkach są zdolne wypracować własne środki, a nie te, które mają korzystne i efektywne projekty inwestycyjne w długim okresie. Samofinansowanie inwestycji opóźnia także wprowadzanie projektów inwestycyjnych i wydłuża czas ich realizacji. Przykładem może tutaj być budownictwo mieszkaniowe, uzależnione od możliwości zgromadzenia dostatecznie wysokich wkładów własnych przed rozpoczęciem inwestycji i dofinansowywania przez przyszłych lokatorów w trakcie jej trwania. Skutkiem konieczności gromadzenia środków własnych jest nierytmiczność realizacji inwestycji. Decyzje podmiotów gospodarczych mogą zbiegać się w czasie - prowadzi to do powstania fazy oszczędzania (dominują decyzje o oszczędzaniu dla zgromadzenia środków własnych), a następnie fazy inwestowania (podmioty inwestują głównie ze środków własnych, korzystając ewentualnie z kredytu lub innych form długu w celu uzupełnienia środków własnych. Grozi to utrwaleniem w przyszłości tendencji do cykliczności inwestycji i niestabilności gospodarki. Analogicznie do cyklu inwestycyjnego pojawia się niebezpieczeństwo cyklu konsumpcyjnego (fali konsumpcyjnej). Konsumentci dóbr trwałego użytku i ogólnie dóbr drogiej (a taka ocena jest zawsze względna i subiektywna; nie muszą to być dobra luksusowe) niechętnie korzystają z kredytu konsumpcyjnego i muszą się nastawić na długie oszczędzanie na przyszłą

konsumpcję. Uwolnienie popytu konsumpcyjnego następuje, gdy nagromadzone zostaną dostateczne oszczędności i gdy stopa procentowa spadnie na tyle, że jednocześnie zwiększy się skłonność do korzystania z kredytu konsumpcyjnego (wiąże się to z rosnącym optymizmem konsumentów, wynikającym m.in. z oczekiwań większych dochodów własnych w przyszłości). Często jest to kwestia zaspokojenia podstawowych aspiracji i potrzeb konsumpcyjnych związanych ze stylem życia uznawanym za obowiązujący (np. popyt na samochody). Można więc postawić hipotezę, że gdy zostaną już nagromadzone dostateczne oszczędności i gospodarstwa domowe zechcą zaspokoić niektóre podstawowe aspiracje konsumpcyjne, to niewielkie obniżenie stóp procentowych kredytów konsumpcyjnych powoduje silny wzrost popytu na nie, gdyż kredyt bierze się na ogół na uzupełnienie środków własnych. W rezultacie może powstać tzw. efekt fali konsumpcyjnej, z którego przykładem mieliśmy w Polsce w drugiej połowie 1996r., kiedy to zaobserwowano bardzo silny wzrost kredytów konsumpcyjnych, będący najsilniejszym źródłem przyrostu podaży pieniądza w tym okresie. Wysoka stopa procentowa jest także silnym czynnikiem dekoniunktury, powoduje bowiem obniżenie nakładów na inwestycje, wydatków na konsumpcję i eksportu (gdy jednocześnie włącza się kursową kotwicę inflacyjną).

W sferze finansowej w rezultacie dłuższej utrzymującej się wysokiej stopy procentowej następuje deformacja struktury aktywów systemu bankowego, polegająca na tym, że ich nadmierną część stanowią papiery skarbowe (ok.35-40% aktywów ogółem), a zbyt małą kredyty dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (ok.42 %). Utrzymywanie wysokiej stopy procentowej i dużej marży bankowej (będącej także rezultatem polityki wysokich rezerw obowiązkowych) prowadzi do wysokiego poziomu realnej stopy procentowej i osłabia sprawność banków. Bank centralny ściągając płynność banków i oferując stosunkowo wysoko oprocentowane bony pieniężne i skarbowe, stwarza im niejako cieplejsze warunki, gdyż nie muszą wypracowywać dochodów z udzielania kredytów przedsiębiorstwom i brać szerokiego udziału w grze na rynkach pieniężnych i kapitałowych - przynajmniej w takim zakresie, jak muszą to czynić banki na Zachodzie. Utrwała to ich słabe doświadczenie i gdy na polski rynek zostaną dopuszczone silne zachodnie instytucje finansowe, to może to doprowadzić do wyparcia polskich banków z krajowego rynku finansowego, a nawet do bankructwa słabszych z nich. Wysoki koszt obsługi długu publicznego, spowodowany wysoką stopą procentową, staje się przyczyną dalszego wzrostu realnego poziomu obciążeń podatkowych i nadmiernego fiskalizmu. Wysoki udział kosztów kredytu w strukturze kosztów przedsiębiorstw uzależnionych od kredytu bankowego podnosi ogólny poziom kosztów, a tym samym przyczynia się do zmniejszenia konkurencyjności gospodarki (sektorów zależnych od kredytu). Utrwalona poprzez strukturę mnożnikowych powiązań gospodarczych wysoka stopa procentowa może stać się przyczyną narastającej spirali kosztów i cen, może więc dać efekt przeciwny od zamierzonego, tzn. kreować inflację zamiast ją powstrzymywać. Wysoki koszt kredytu jest także przyczyną obniżania konkurencyjności oferty eksportowej pod względem formy i terminu płatności, gdyż w celu poprawy wyników finansowych eksporterzy domagają się od odbiorców jak najkrótszych terminów płatności i utrzymania jak najniższych kosztów transakcji.

Względna aprecjacja złotego powoduje natomiast wzrost deficytu handlowego (z powodu wzrostu opłacalności importu i pogarszania się opłacalności

eksportu). Dodatkowo wysoka stopa procentowa połączona z polityką kursową prowadzącą do dysparytetu kursu walut zagranicznych i wewnętrznej stopy procentowej, przyciąga kapitał spekulacyjny. Łącznie z nadwyżką walut obcych z nie rejestrowanego handlu zagranicznego (czyli w znacznej mierze z szarej strefy) powoduje wzrost rezerw walutowych. Sterylizacja rynku pieniężnego w celu uniknięcia inflacyjnych następstw wzrostu rezerw dewizowych jest przy wysokiej stopie procentowej nie tylko bardzo kosztowna, lecz powoduje także istotne zakłócenia na rynkach finansowych i w kształtowaniu budżetu państwa. Mechanizm tego procesu jest następujący. Do kraju napływa zwiększony strumień zagranicznych walut (w następstwie nadwyżki handlowej, finansowania wydatków inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa zagraniczne środkami własnymi lub napływu kapitału spekulacyjnego). Bank centralny skupuje te dewizy i przez to zwiększa się wypływ pieniądza do gospodarki. Władza monetarna dążąca do ograniczenia inflacji znajduje się w rezultacie w bardzo kłopotliwej dla siebie sytuacji. Musi ten pieniądz „ściągnąć” poprzez sterylizację, czyli realizację operacji otwartego rynku. Sprzedaje więc bony skarbowe lub pieniężne, co przyczynia się do podniesienia stopy procentowej, ponieważ warunkiem ulokowania ich na rynku pieniężnym jest oferta atrakcyjnej rentowności. Jednocześnie państwo dysponuje nadmiarem dewiz, które powinny być gdzieś ulokowane, zamiast leżeć beczynnie w banku. Lokuje je więc za granicą, ponieważ lokowanie w kraju spowodowałoby z powrotem napływ do gospodarki pieniądza, który wszak został wysterylizowany - bank postępowałby niejako wbrew swoim działaniom. Postępowanie banku centralnego jest więc logiczne, jeśli za kryterium oceny przyjąć tylko aspekty monetarne. Szerszy ogląd wymaga jednak uwzględnienia także aspektów fiskalnych. Oto rząd, który ma niedobory finansowe i musi pożyczać pieniądze, a jednocześnie dąży do obniżania kosztów długu publicznego, w sytuacji wysokiej krajowej stopy procentowej jest skłonny, skądinąd słusznie, zaciągać pożyczkę za granicą (poprzez sprzedaż papierów skarbowych), płacąc za nie jednak znacznie więcej niż bank centralny uzyskuje ze swoich lokat. I to jest już nielogiczne, bo przecież na skutek pożyczki zaciągniętej przez rząd i tak nastąpił wypływ pieniądza do gospodarki; skutkiem jest tylko dodatkowa presja aprecjacyjna i bardzo niekorzystna sytuacja polegająca na tym, że „dopłaca się do zagranicy”.

Z kolei zważywszy, że większość naszych długów nominowana jest w dolarach amerykańskich, względne pogorszenie pozycji tej waluty dałoby nam poprawę bilansu zadłużeniowego.

W chwili obecnej zadłużenie to nie stanowi większego problemu, gdyż na szczęście obowiązuje moratorium na jego spłatę, osiągnięte kilka lat temu w wyniku żmudnych negocjacji z klubami „Londyńskim” i „Paryskim”. Jednak już w niedługim czasie, kiedy to nasili się obciążenie z tytułu spłat i rat kapitałowych, i rat odsetkowych, mogą powstać istotne problemy gospodarcze w Polsce. Pogląd ten wydaje się być tym bardziej uzasadniony, iż nie wydaje się, aby w niedalekiej przyszłości udało się zrównoważyć wysoce do tej pory ujemny bilans handlowy.

Z tej - jakże niepełnej - analizy widać wyraźnie, że z punktu widzenia gospodarki polskiej, a więc i z punktu widzenia polskich przedsiębiorstw, pozytywny scenariusz wprowadzenia euro może być niezwykle ważny, jako dodatkowy bodziec zewnętrzny w restrukturyzacji gospodarki polskiej i w jej dalszym pomyślnym rozwoju.



## Scenariusz pesymistyczny

Oslabienie euro miałyby także poważne konsekwencje, zarówno dla Polski, krajów Unii Europejskiej jak i całego świata.

Na rynkach walutowych umocniłaby się pozycja dolara amerykańskiego i funta brytyjskiego, który - jak wiadomo - nie bierze udziału w pierwszej fazie tworzenia Unii Monetarnej. Zjawisko takie byłoby z jednej strony rezultatem przekonania, że tylko waluta kraju silnego gospodarczo i od wielu lat bardzo stabilnego ekonomicznie jest w stanie pełnić rolę pieniądza światowego, a z drugiej byłoby konsekwencją silnego zaangażowania w tworzenie mocnego europejskiego systemu jednawalutowego. Przyczyn słabego euro, tzn. takiego, który byłby niechętnie przyjmowany przez podmioty gospodarcze, a wręcz moglibyśmy mieć do czynienia z ucieczką od niego, może być bardzo wiele. Niektóre z nich są prawdopodobnie obecnie w ogóle nie do zidentyfikowania. Wydaje się, że do najpoważniejszych należałoby zaliczyć wciąż duże zróżnicowanie rozwoju gospodarczego w poszczególnych krajach Unii Europejskiej oraz przywiązanie do walut narodowych. W rezultacie kraje unijne słabiej rozwinięte gospodarczo są raczej zainteresowane słabszym euro, przez co ich towary stawałyby się bardziej konkurencyjne na rynkach trzecich. Natomiast dla grupy krajów, będących członkami Unii Europejskiej i konkurujących poziomem rozwoju ze Stanami Zjednoczonymi czy Japonią czynnik ten nie odgrywa tak istotnej roli, gdyż są one w stanie konkurować na rynkach międzynarodowych przy pomocy wydajności pracy, efektywności majątku wytwórczego, a w efekcie także jakości towarów. A zatem z ich punktu widzenia silna i powszechnie akceptowana waluta to możliwość kształtowania międzynarodowych stosunków gospodarczych, finansowych i uzyskiwanie dochodów z senioratu międzynarodowego; nie wspominając o innych korzyściach płynących z posiadania wspólnej waluty, jak choćby niższe koszty transakcyjne, zmniejszenie niepewności wymiany etc. Ta grupa korzyści dotyczyłaby jednak i krajów słabiej rozwiniętych gospodarczo, będących członkami Unii. Wydaje się zatem, że istotne znaczenie dla dalszego pomyślnego wprowadzania euro będzie miała ocena przez poszczególne kraje członkowskie Unii Europejskiej korzyści i ewentualnych strat wynikających z wprowadzenia wspólnej polityki walutowej. Brak zgody i jednomyślności w tym względzie może prawdopodobnie spowodować osłabienie euro.

Z punktu widzenia międzynarodowych stosunków gospodarczych można najogólniej powiedzieć, że słabe euro postawiłoby eksporterów krajów Unii w korzystnej sytuacji finansowej, a eksporterów polskich w sytuacji odwrotnej. Oznaczałoby to wzrost opłacalności eksportu producentów Unii a pogorszenie opłacalności eksportu polskich towarów i analogicznie potaniecie importu dóbr europejskich w Polsce i relatywne zmniejszenie konkurencyjności polskich towarów na rynku krajowym. Zjawiska te mogłyby zatem prowadzić z jednej strony do pogłębienia deficytu handlowego, a z drugiej do pogorszenia koniunktury gospodarczej w Polsce m.in. w rezultacie trudności ze zbytem nie konkurencyjnej cenowo produkcji krajowej. W efekcie, przy ograniczonym dostępie do rynków trzecich, sytuacja taka mogłaby doprowadzić do ograniczania produkcji, a tym samym wzrostu bezrobocia, spadku dochodów realnych, spadku tempa wzrostu gospodarczego etc.

Z finansowego punktu widzenia i przy założeniu „ciągłości” obecnej polityki monetarnej, charakteryzującej się m.in., wspomnianą już, wysoką stopą procentową, słabe euro mogłoby wywierać także niekorzystne skutki na polskim rynku finansowym. Chodzi tutaj w szczególności o możliwość pojawienia się w Polsce dużych inwestycji w postaci krótkoterminowego kapitału nomadycznego, nastawionego niemal wyłącznie na błyskawiczny zysk. Oto moglibyśmy mieć do czynienia w Polsce z sytuacją dokładnie odwrotną niż ta przedstawiona w scenariuszu optymistycznym. To nie euro, a polska złotówka stałaby się przedmiotem niemal powszechnego pożądanego, przynajmniej w skali europejskiej. Zjawisko takie powodowałoby jej dalszą aprecjację, co w rezultacie jeszcze bardziej podrażałoby eksport polskich towarów, a potaniało import, pogarszając tym samym i tak niekorzystny już bilans handlowy. Z drugiej zaś strony, jeśli dochody z zainwestowanego kapitału nomadycznego byłyby repatriowane za granicę, to Polska „cierpiąca” na brak kapitału w rzeczywistości stawałaby się jeszcze większym niż obecnie jego eksporterem zamiast importerem. Rzecz jasna procesu takiego można przynajmniej częściowo uniknąć, głównie jednak poprzez obniżenie stóp procentowych, będących jak się wydaje dotychczas podstawowym (poza wzrostem zaufania do polskiej gospodarki) magnesem przyciągania krótkoterminowych inwestycji zagranicznych. Z obawy jednak przed nawrotem wysokiej inflacji polityka taka nie wydaje się mieć zbyt dużo zwolenników.

Dla ewentualnego zminimalizowania konsekwencji tego scenariusza należałoby znacznie wnikliwiej przeanalizować mechanizmy, które mogłyby doprowadzić do jego powstania oraz dokładniej wskazać konsekwencje powstania słabej waluty międzynarodowej dla sytuacji na rynku finansowym w Polsce, które, co wydaje się być oczywiste, niekoniecznie muszą być dokładną odwrotnością scenariusza optymistycznego.

#### **Informacje o autorach**

**Prof. dr hab. Alojzy Z. Nowak** - prodziekan Wydziału Zarządzania UW, Kierownik Zakładu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych; E-mail: [anowak@mail.wz.uw.edu.pl](mailto:anowak@mail.wz.uw.edu.pl)

**Prof. dr hab. Kazimierz Ryć** - dziekan Wydziału Zarządzania UW, Kierownik Katedry Gospodarki Narodowej.

#### **Przypisy**

<sup>1</sup> Od 1 stycznia 1999 r. rolę waluty międzynarodowej pełni także euro wprowadzone przez 12 krajów Unii Europejskiej, tworząc tym samym Europejski System Walutowy. Czasami jednak rola euro jako waluty międzynarodowej jest jeszcze kwestionowana m.in. z tego powodu, że Unia Gospodarczo-Walutowa ma wciąż nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Oznacza to, że euro nie znajduje się jeszcze na tyle w obiegu powszechnym, aby mogło ono stanowić podstawę do tworzenia rezerw dewizowych. Choć – co należy podkreślić – z punktu widzenia podstawowych parametrów ekonomicznych (wielkości PKB w Unii Gospodarczo-Walutowej, poziomu inflacji, udziału w handlu międzynarodowym, pozycji i wielkości rynków finansowych) rolę tę mogłoby już pełnić. Ponieważ jednak celem niniejszego artykułu nie jest określenie charakteru i roli waluty międzynarodowej, a jedynie wykorzystanie opisu stanu koniunktury gospodarczej – przy pomocy analizy fundamentalnej – kraju (regionu) ją emitującego jako jednego z czynników sprawczych powstawania kryzysów walutowych oraz fakt, że zarówno w USA jak i w Unii Europejskiej stan koniunktury gospodarczej jest na tyle dobry, że nie można z tego powodu obawiać się w chwili obecnej żadnych większych perturbacji finansowych to rolę euro można przynajmniej we wstępnej fazie tej analizy pominąć.

**Bibliografia:**

- Biuletyny Narodowego Banku Polskiego* z odpowiednich lat 2000-2003.
- Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. 2003. Basle.
- De Grauwe, P. 2003. *Unia walutowa. Mechanizmy i zasady funkcjonowania*. Warszawa: PWE.
- Dornbusch R. 1996. Eurofantazje. *Gazeta Bankowa*. nr 43.
- Krugman, P. 2001. *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*. Warszawa: PWN.
- Nowak, A.Z. 1998. Czy świata grozi kryzys gospodarczy? *Nowe Życie Gospodarcze Warszawa*, nr16.
- Nowak, A.Z. 2002. *Integracja europejska. Szansa dla Polski?* Warszawa: PWE.
- Nowak, A.Z. 2000. Dylematy polskiej polityki gospodarczej wobec zmian na światowych rynkach finansowych i integracji z Unią Europejską. *Ekonomista*. Nr 1.
- Nowak A.Z., Ryc, K. i J.Żyżyński. 1997. Stabilizujące i destabilizujące skutki integracji gospodarki polskiej z Unią Europejską - ujęcie monetarne. *Studia Europejskie*. Uniwersytet Warszawski, Warszawa nr 4.
- Nowak A.Z., Ryc, K. i J.Żyżyński. 1998. Consequences of High Interest Rate Policy in the Process of Disinflation. The Case of Poland. *The Journal of Interdisciplinary Economics*. London Vol.9.
- Portes, R. i Rey, H. 1998. The Emergence of the Euro as an International Currency, *Economic Policy*, A European Forum, April.
- Ryc K. 2002. *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*, Warszawa: Rządowe centrum Studiów Strategicznych, grudzień.
- Schall P. 1996. *Pieniądz i polityka pieniężna*. Warszawa: PWE.