

## Złoty wobec turbulencji na rynkach finansowych

### The Zloty in the Face of Turbulence on Financial Markets

*Alojzy Z. Nowak\*, Kazimierz Ryć\*\**

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych w ostatnim dziesięcioleciu, zwłaszcza po kryzysie finansowym w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r., wymagają bardzo uważnej obserwacji. Wynika to zarówno z ich rozmiarów, jak i zasięgu geograficznego. Z jednej strony obejmują one wciąż najważniejszą walutę i gospodarkę na świecie, jaką jest gospodarka amerykańska. Z drugiej strony dotyczą także gospodarki i waluty chińskiej, która z kolei pretenduje do roli jednej z podstawowych walut rezerwowych w przyszłej architekturze finansowej na świecie. Z polskiej perspektywy kwestie te są ważne także dlatego, że nie tylko mogą oddziaływać na polskiego złotego, lecz także wpływają na strefę euro, z którą Polska wciąż ma największe obroty gospodarcze. Kształtowanie się zarówno kursu dolara, euro, jak i polskiego złotego odgrywa zatem zasadniczą rolę w kształtowaniu koniunktury gospodarczej w Polsce.

Zachodzących zmian jest wiele. Do najbardziej widocznych należy niemal stała deprecjacja dolara amerykańskiego zarówno wobec euro, jak i wobec innych walut tak międzynarodowych, jak i z ograniczonym geograficznie zasięgiem, np. wobec polskiego złotego. Znamienne jest także wciąż rosnące saldo na rachunku obrotów bieżących w wymianie handlowej Chin – USA, które pozwoliło na wzrost rezerw dewizowych Chin, według ostatnich szacunków do prawie 1 430 mld dolarów. W ten sposób – niejako naturalnie Chin – stają się gwarantem stabilności dolara amerykańskiego. Czy na długo? Nie wiadomo. Doświadczenia z lat dziewięćdziesiątych są w tym zakresie pozytywne. Chin oraz – solidarnie – inne kraje Azji, a także organizacje międzynarodowe broniły i dolara amerykańskiego, i wartości swoich walut, m.in. poprzez utrzymywanie stałego kursu wymiany

i pozyskiwanie zagranicznych kredytów od organizacji międzynarodowych na stabilizację swoich walut narodowych, a tym samym także na stabilizację ówczesnego systemu walutowego<sup>1</sup>. Czy będzie tak i w 2007 r.? Prawdopodobnie nie, albowiem niedawno Chiny zapowiedziały, że rozważają zamianę części swoich rezerw walutowych utrzymywanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Konsekwencje takiej decyzji mogą nie tylko zmienić architekturę finansową współczesnego świata, ale wywołać także wiele perturbacji na rynkach finansowych. Oczywiście nie chodzi tutaj o to, że waluta chińska mogłaby już wkrótce stać się jedną z ważniejszych walut na świecie, a tym samym nawet walutą rezerwową. Rzecz w tym, że wyzbywanie się dolara amerykańskiego przez Chiny mogłoby doprowadzić do jego deprecjacji i być może nawet do bankructwa wielu instytucji. Prawdopodobnie tak się nie zdarzy i wypowiedzi chińskich przedstawicieli są tylko środkiem do osiągnięcia określonych celów, ale na wszelki wypadek i taki wariant warto mieć na uwadze<sup>2</sup>.

Niektórzy ekonomiści uważają, że brak stabilizacji dolara amerykańskiego mógłby spowodować pojawienie się kryzysu walutowego na większą skalę i perturbacji na rynkach finansowych. Podają tutaj jako przykład połowę lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, kiedy po raz pierwszy na większą skalę nastąpiła uciecz-

\* Przewodniczący Rady Naukowej Narodowego Banku Polskiego; Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

\*\* Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

<sup>1</sup> Szerzej na ten temat zob. Nowak (2003).

<sup>2</sup> R. Mundell uważa na przykład, że waluta chińska za kilkadziesiąt lat może być jedną z głównych walut świata i odgrywać istotną rolę przy tworzeniu „globala” – waluty globalnej, która mogłaby pełnić funkcję pieniądza światowego. Naszym zadaniem nie jest jednak prowadzenie w tym miejscu rozważań, na ile jest to koncepcja realna.

ka od dolara amerykańskiego. Inni ekonomiści nie podzielają takiego poglądu, uważając, że we współczesnym świecie nie ma miejsca na głębokie kryzysy walutowe<sup>3</sup>. W przypadku ich wybuchu straty byłyby bowiem zbyt bolesne i zbyt duże dla wielu podmiotów gospodarczych (piszemy o tym w innym artykule). W tej filozofii ostrzegania współczesnych stosunków finansowych istnieje zatem przekonanie, że w rezultacie oligopolizacji rynków finansowych mamy do czynienia z pewnym *consensus*. Polega on na tym, że wspólnie chroni się *status quo*, uznając, że jego naruszenie mogłoby doprowadzić do załamania finansów międzynarodowych. Sytuacja taka nie oznacza, rzecz jasna, że nie mogą się pojawiać kryzysy walutowe na mniejszą skalę, będące rezultatem segmentacji rynków, jednak raczej nie jest możliwy kryzys walutowy o charakterze globalnym. W przypadku kryzysów lokalnych kraje czy instytucje, których nie osłania parasol ochronny dużych ugrupowań gospodarczo-walutowych lub krajów mających walutę międzynarodową, mogą jednak dotkliwie odczuć skutki nawet regionalnego kryzysu walutowego. Bez przesadzania prawdopodobieństwa pojawienia się walutowego kryzysu globalnego czy lokalnego warto zwrócić uwagę na następujące fakty.

Po pierwsze, że w globalizującym i integrującym się świecie mamy od czasu do czasu do czynienia z turbulencjami walutowymi i finansowymi.

Po drugie, Polska nie jest jeszcze częścią żadnego ugrupowania walutowego, które rozpięłoby nad nią parasol ochronny w czasie trwania globalnych bądź regionalnych turbulencji finansowych.

Po trzecie, następuje umacnianie się euro oraz Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, która w niedługiej przyszłości prawdopodobnie będzie istotnym – jeśli nie zasadniczym – elementem współczesnego systemu walutowego na świecie.

Czy obecnie mamy zatem do czynienia z zagrożeniem kryzysem walutowym lub finansowym?

Odpowiedź na to pytanie nie jest ani prosta, ani jednoznaczna. Próbując jednak na nie odpowiedzieć, warto w tym miejscu, po pierwsze, zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego. Po drugie, należy wyodrębnić kryzys walutowy strukturalny i koniunkturalny oraz odpowiedzieć na pytanie, jakie jeszcze inne zmiany zachodzą we współczesnym świecie, które mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się przyszłego systemu walutowego i na zachowanie się polskiego złotego.

W naszej opinii z kryzysem walutowym mamy do czynienia wtedy, kiedy podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę 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, co rozumiemy przez to pojęcie. Najogólniej rzecz ujmując, przez walutę rozumie się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym, co jest tym środkiem, oraz w szczególności, 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 (analizy fundamentalnej), tj. w zależności od tempa wzrostu gospodarczego, zatrudnienia, oszczędności, inwestycji, salda bilansu płatniczego, rezerw walutowych kursu walutowego itd. Wielkości te są pochodnymi procesów realnych, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które w wielu krajach, także w głównych krajach świata, wykazują duży progres. Niektórzy ekonomiści anglosascy i praktycy życia gospodarczego, wśród nich m.in. Alan Greenspan, były 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 się umacniało zaufanie do waluty amerykańskiej.

Jeśli zatem analiza fundamentalna kraju, którego waluta odgrywa rolę światową (obecnie jest to w dalszym ciągu USA i dolar amerykański, w którym w świetle wielu danych empirycznych nadal utrzymywanych jest około 65% rezerw dewizowych na świecie), wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, to raczej nie trzeba się obawiać pojawienia się strukturalnych przyczyn kryzysu walutowego. Czy jednak zawsze tak musi być? Doświadczenia innych krajów wskazują, że niestety nie. Także ostatnie wydarzenia na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nie potwierdzają tej tezy<sup>4</sup>.

Zasadniczym 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 30–40-krotnie wyższe niż obroty w sferze realnej. Powodem takiego wysokiego wolumenu obrotów na tych rynkach jest m.in. wprowadzenie w latach 70. płynnych kursów walutowych, a następnie w latach 80. deregulacja obrotów instrumentami finansowymi i ich pochodnymi. W rezultacie na rynkach finansowych pojawiło się wiele nowych podmiotów, m.in. funduszy powierniczych, instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, oraz wiele no-

<sup>3</sup> Zob. np. Nowak (1998).

<sup>4</sup> Na myśl przychodzi tutaj również 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. Tymczasem stało się odwrotnie, czyli nastąpiło jej drastyczne załamanie, wywołujące głęboki kryzys światowy. Prowadzone analizy koniunktury gospodarczej i formułowane na tej podstawie prognozy gospodarcze okazały się zatem całkowicie zawodne.

wych instrumentów finansowych. Nastąpiło to przede wszystkim z chęci zysku, a nie – jak dotąd – z powodu wyrównywania pozycji walutowych (do połowy lat 70. głównymi uczestnikami rynków walutowych były banki). Wielość uczestników i walorów finansowych oraz w pewnym sensie ich pogoń za zyskiem spowodowały swego rodzaju „nadprodukcję pieniądza” na tych rynkach, co może także prowadzić do różnych perturbacji wywołujących hossę lub bessę na rynkach finansowych.

Powstanie międzynarodowego rynku walutowego na tak wielką skalę, dziesiątki razy przewyższającego wartość operacji na rynkach dóbr i usług, jest rezultatem internacjonalizacji walut krajowych, tworzących łącznie światowe M1, oraz zmian sposobu funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych (deregulacja, dematerializacja i liberalizacja przepływów kapitałowych). Jednocześnie kształtują się pewne decyzje inwestorów co do kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Decyzje te nie zawsze opierają się na przesłankach ekonomicznych; bywają też rezultatem np. decyzji politycznych. Innymi słowy na rynkach finansowych tworzone są przesłanki przejrzystości tego rynku oraz urynkowania przepływów kapitałowych. Z drugiej strony podejmowane są decyzje finansowe, których podłożem są względy polityczne. Wynikają one choćby z tego, że decydentami bywają rządy krajów niedemokratycznych posiadających duże rezerwy dewizowe. W ten sposób pojawia się pole do spekulacji na rynkach finansowych.

Czy może to być gra z wynikiem zerowym? Zwolennicy globalizacji stanowczo temu zaprzeczają. Zwiększają się bowiem dostępność kapitału i jego mobilność ułatwiająca wykorzystanie zasobów. W każdej gospodarce otwartej na przepływy kapitału znajduje on zastosowanie, przede wszystkim tam, gdzie pojawia się wyższa produktywność zasobów rzeczowych: pracy, ziemi, bogactw naturalnych itp. Rośnie więc hiperagregat produktów narodowych oraz przychodów z inwestycji (Stiglitz 2002; 2007).

Jest jednak i druga strona tych procesów. Składają się na nią sprzeczności wynikające z globalizacji pieniądza. Z jednej strony w warunkach powszechnej i nieograniczonej dostępności walut waluta krajowa jest częścią pieniądza światowego. Z drugiej strony jej kondycja w stosunku do innych walut silnie wiąże się ze stanem gospodarki kraju emitenta oraz meandrami polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych. Z tego powodu zmieniają się prognozy kształtowania się kursów walutowych praktycznie każdej waluty tworzącej światowe M1. W rezultacie mają one bezpośredni wpływ na rosnące koszty kapitału dla jego potencjalnych użytkowników ze strony realnych gospodarek narodowych, tj. przemysłu, rolnictwa, handlu i innych usług niefinansowych. Jest to wynikiem m.in. tego, że:

- Po pierwsze, duże zasoby pieniężne zostały ulokowane w instrumenty rynku pieniężnego i utrzymywane są w stanie wysokiej płynności. Oznacza to

uszczerpienie środków, które mogłyby być wykorzystane w formie kredytów dla sfery realnej. Sytuacja taka przyczynia się do utrzymywania relatywnie 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 do redystrybucji przychodów z kapitału na rzecz spekulantów rynku pieniężnego, którymi są wielkie fundusze inwestycyjne posiadające środki, by atakować 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 do funkcjonowania i rozwoju danego kraju.

Wydaje się jednak, że międzynarodowe instytucje finansowe coraz częściej uświadamiają sobie te zjawiska i podejmują odpowiednie środki zapobiegawcze – głównie w sferze regulacyjnej. Ich rezultatem ma być zbudowanie nowej architektury finansowej współczesnego świata, być może kiedyś opartej na wspólnej walucie. W tej chwili za wcześnie jednak, by ocenić, jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć – nawet w krótkim okresie.

Innym czynnikiem mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych jest utrata zaufania do waluty światowej (walut) 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 miało to miejsce w przeszłości, kiedy funkcję pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie kiedy tę podstawę stanowiły stałe kursy walutowe. Rzecz jasna obecnie nie ma bezpośredniego zagrożenia, m.in. dlatego, że współczesny świat finansów występuje niezwykle solidarnie w obronie zaufania do waluty światowej, obawiając się zapewne znanego ekonomistom „efektu domina”.

Czy jednak zawsze ma miejsce taka zgodność „świata finansowego”? Obecnie wydaje się jednak, że nie. Wielu dużych „graczy” zaczyna głównie myśleć o sobie. Chiny zapowiedziały rozważenie możliwości zamiany przynajmniej części swoich rezerw dewizowych nominowanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Kto wie, czy właśnie nie to powoduje wzrost napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych, objawiający się m.in. znacznym spadkiem notowań na giełdach papierów wartościowych – właściwie we wszystkich regionach świata – od Nowego Jorku poczynając, a na giełdach azjatyckich kończąc. Z zapowiedzi niektórych polityków i dyrektorów zarządzających instytucjami fi-

nansowymi wynika, że może nie dojść do takiej wspólnej interwencji, mimo iż logika nakazywałaby podjęcie wspólnych działań w celu łagodzenia napięć na międzynarodowych rynkach finansowych.

Co może się zdarzyć – przynajmniej hipotetycznie – jeśli tak się stanie? Pierwsze, co nasuwa się na myśl, to oczywiście ucieczka kapitału z miejsc zagrożenia i wizja pojawienia się dużego kapitału nomadycznego na tzw. wschodzących rynkach, gdzie pewny i wysoki zysk (istnienie wciąż względnie wysokiej stopy procentowej) niewątpliwie byłby dużą zachętą 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 nam wiadomo – żadne głębsze badania w tej materii nie zostały jeszcze przeprowadzone. Można jedynie spekulować, że w takiej sytuacji może się pojawić dodatkowy kapitał nomadyczny, który w dalszym ciągu będzie prowadzić do aprecjacji polskiego złotego. W rezultacie może się pogorszyć konkurencyjność towarów eksportowych i zwiększyć wolumen importu. Skutkiem takiego rozwoju sytuacji mogłyby być zatem pogorszenie się salda na rachunku obrotów bieżących i wszystkie tego konsekwencje, czyli zmniejszenie wiarygodności płatniczej, wzrost zobowiązań finansowych państwa i wreszcie wzrost kosztów obsługi długu.

Można się także liczyć z odwrotnym scenariuszem. Inwestorzy, którzy ponieśli straty na rynkach dojrzałych, mogą zechcieć wycofać się z rynków wschodzących, realizując na nich swoje zyski po to, aby wyrównać straty w miejscach ich powstania. W takiej sytuacji mielibyśmy do czynienia rzeczywiście ze spadkami cen walorów finansowych notowanych na giełdach rynków wschodzących. Mogłyby to grozić perturbacjami finansowymi, z kryzysem finansowym włącznie.

Jak widać, żaden z powyższych scenariuszy nie jest korzystny dla gospodarki. W pierwszym niekontrolowany napływ kapitału może działać aprecjacyjnie na walutę krajową i tym samym podrażać produkcję krajową, obniżając jednocześnie jej konkurencyjność. Jest wielce prawdopodobne, że w takiej sytuacji nastąpiłyby spadek eksportu i wzrost importu. Mogłyby to doprowadzić do pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących oraz – w rezultacie – do spadku koniunktury gospodarczej.

W drugim przypadku wyprzedaż walorów finansowych mogłaby prowadzić z jednej strony do spadku ich ceny, a z drugiej strony – do deprecjacji waluty krajowej. Wprawdzie zwiększyłyby to konkurencyjność eksportu, ale mogłyby też prowadzić do wzrostu inflacji w rezultacie pojawienia się dodatkowego pieniądza krajowego.

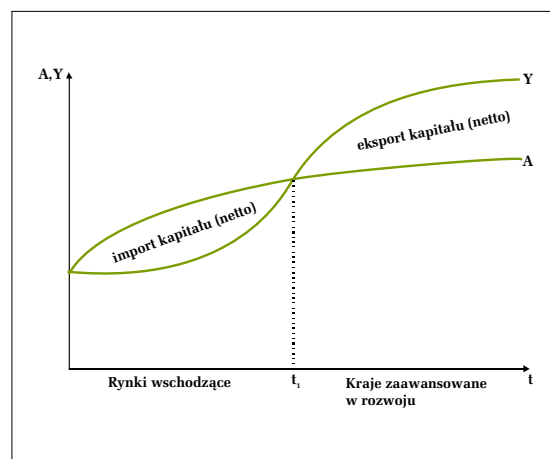
W obu przypadkach prowadzenie polityki finansowej mającej na celu stabilizowanie gospodarki nie jest zadaniem łatwym. Jej trudność może być dodatkowo spotęgowana tym, że w różnych fazach zasygnalizowanych scenariuszy należałoby prowadzić różną politykę

finansową. Wrócimy do tego w dalszej części naszego artykułu.

Inną, chyba najbardziej spektakularną zmianą (silnie związaną także z zasygnalizowanymi wyżej perturbacjami finansowymi) zachodzącą obecnie na rynkach finansowych jest zmieniający się kierunek przepływu kapitału. Począwszy od wieku XIX i przez cały wiek XX – z przerwami na zawieruchy wojenne – kapitał płynął z krajów zaawansowanych w rozwoju do krajów słabo rozwiniętych ekonomicznie. Oczywiście pojawiały się wyjątki od tej reguły, lecz w ogromnej większości przypadków odbiorcami przepływu kapitału netto były kraje rozwijające się nie tylko z nazwy, a eksporterami kapitału netto kraje bogate, zaawansowane w rozwoju<sup>5</sup>. Zjawisko to można opisać na wykresie 1.

Na osi poziomej oznaczamy czas, odmierzany zegarem ekonomicznego zaawansowania, a na osi pionowej poziom krajowej produkcji ( $Y$ ) i krajowej absorpcji ( $A$ ), obejmującej konsumpcję prywatną, inwestycje brutto i wydatki rządowe. Punkt  $t$  przecięcia krzywych oznacza moment osiągnięcia dojrzałości ekonomicznej, tj. przejścia od pozycji importera kapitału netto do pozycji jego eksportera netto.

Wykres 1. *Pozycja inwestycyjna kraju (bieżąca)*



$$Y = C + J + G + X$$

$$A = C + I + G$$

$$Y - A + X$$

$$PIK = \frac{Y}{A}$$

gdzie:

$Y$  – produkt krajowy brutto,

$C$  – prywatna konsumpcja,

$I$  – inwestycje brutto,

$G$  – wydatki rządowe,

$X$  – eksport netto,

$A$  – krajowe zużycie (absorpcja).

<sup>5</sup> Por. np. Ryc (2002).

Tabela 1. Saldo obrotów bieżących wybranych regionów na świecie

Rok	OECD	Kraje spoza OECD	Azjatyckie kraje spoza OECD	Chiny	Tygrysy azjatyckie <sup>1</sup>	Inne kraje azjatyckie	Ameryka Łacińska	Afryka i Środkowy Wschód	Europa Centralna i Środkowa	Świat
1992	-75	-36	5	6	5	-6	-9	-32	b.d.	-111
1993	0	-73	-16	-12	2	-6	-22	-36	b.d.	-73
1994	-31	-45	-2	8	-2	-9	-22	-21	b.d.	-77
1995	27	-91	-33	2	-20	-15	-36	-21	-1	-64
1996	-6	-52	-17	7	-10	-14	-36	1	0	-58
1997	35	-54	15	30	-4	-11	-57	1	-13	-18
1998	-26	-57	74	29	54	-8	-72	-44	-15	-83
1999	-178	50	75	21	61	-6	-41	-1	17	-128
2000	-334	160	67	21	50	-4	-28	79	42	-174
2001	-277	111	80	17	58	4	-34	38	26	-166
2002	-309	166	117	35	72	10	0	27	23	-142
2003	-313	266	159	46	98	15	17	66	24	-48
2004	-354	326	145	69	85	-9	26	111	44	-29
2005	-564	552	234	161	89	-16	40	215	62	-12
2006	-688	712	354	250	128	-26	51	239	70	24
2007p	-609	708	430	315	150	-34	51	180	46	99
2008p	-626	724	469	368	144	-43	47	170	37	98

<sup>1</sup> Tajwan, Hongkong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajlandia

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Jak już wspominaliśmy, również przed 1997 r. były wyjątki od tej reguły<sup>6</sup>. Po wydarzeniach w gospodarce światowej z lat 1997–1998 liczba przypadków niezgodnych z tą regułą zdecydowanie jednak wzrosła i – co najważniejsze – przepływ kapitału w odwrotnym kierunku osiągnął niespotykane wcześniej rozmiary.

Można więc przyjąć, że w większości przypadków kapitał nadal płynie z krajów bogatych do krajów uboższych. Jest tak m.in. wśród krajów członkowskich Unii Europejskiej. Jeśli natomiast weźmiemy pod uwagę siłę przepływu strumienia kapitału w skali całego świata, górę bierze przepływ w odwrotnym kierunku. *Per saldo* kraje biedne wspierają kraje bogate. Zwrot międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, ujmowanej jako strumień i mierzonej saldem obrotów bieżących, nastąpił w 1999 r., a dokładnie po kryzysach azjatyckim, brazylijskim i rosyjskim. To właśnie w tym czasie zaszły radykalne

zmiany w podaży inwestycji bezpośrednich, portfelowych, kredytów oraz strumieni oszczędności i wydatków.

Bilans obrotów bieżących, który najlepiej odzwierciedla ruchy tych strumieni dla głównych ugrupowań (regionów) gospodarki światowej, przedstawia tabela 1.

Odwroćcie kierunku przepływu strumienia kapitału okazało się trwałe, a przepływ kapitału z każdym kolejnym rokiem nasila się, osiągając monstrualne rozmiary. Wśród „dłużników”, do których należą kraje najbogatsze, zgrupowane w OECD, główna „wina” spada na USA, z deficytem na rachunku obrotów bieżących bliskim już biliona USD. Nadwyżkę na tym rachunku ma „reszta” świata, w której dominują Chiny (por. tabele 1 i 2).

Powiększająca się szybko luka pomiędzy produkcją krajową a wydatkami, którą możemy przedstawić jako stosunek krajowej produkcji do krajowej absorpcji, czyli *Y/A*, dla USA kształtuje się poniżej 1, a dla Chin znacznie powyżej 1. Oszczędności w Chinach osiągają rekordowy poziom – ponad 40% PKB (w 2006 r. 42%). Jeśli uwzględnimy inwestycje zagraniczne lokowane w

<sup>6</sup> Problem zmiany kierunku przepływu kapitału zauważył i dyskusję zapoczątkował amerykański ekonomista R. Lucas (1990).

Tabela 2. Bilans obrotów bieżących w wybranych krajach

Wyszczególnienie	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Australia	-15,9	-19,3	-14,7	-7,4	-15,8	-28,6	-38,8	-40,8	-40,6	-44,1	-49,6
Niemcy	33,2	-29,6	-33,8	0,4	40,9	48,6	117,2	129,2	147,9	218,2	236,9
Grecja	-4,7	-4,5	-9,8	-9,5	-10,1	-12,7	-13,3	-17,8	-29,7	-33,1	-33,9
Japonia	46,6	114,3	119,8	88,2	111,7	136,4	172,6	166,3	171,2	207,7	240,7
Korea	-2,0	-8,7	12,3	8,0	5,4	11,9	28,2	15,0	6,1	-0,5	-4,1
Holandia	8,1	25,8	7,3	9,8	11,0	29,8	52,0	49,0	59,6	60,1	59,7
Polska	-	0,9	-10,0	-5,4	-5,0	-4,6	-10,7	-5,1	-7,9	-10,8	-11,4
Portugalia	-0,2	-0,2	-11,6	-11,5	-10,3	-9,6	-13,8	-18,0	-18,3	-19,2	-21,6
Wielka Brytania	-39,1	-13,4	-37,4	-31,5	-24,7	-24,5	-35,3	-52,6	-80,1	-87,0	-76,5
Stany Zjednoczone	-79,0	-113,6	-415,2	-389,0	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-856,7	-841,9	-904,8
Strefa euro	-8,0	44,7	-36,9	8,2	45,6	45,9	108,7	31,7	8,1	49,7	46,9
Ogółem OECD	-120,9	26,8	-334,2	-276,6	-308,8	-313,1	-354,3	-563,5	-687,9	-609,1	-626,1

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Chinach, w wysokości około 4% chińskiego PKB, to powstaje znaczna nadwyżka akumulacji finansowej nawet w stosunku do bardzo dużych inwestycji w Chinach.

Wysoki udział oszczędności w PKB utrzymuje się także w Japonii i w innych krajach Azji Południowo-wschodniej. Przed 1997 r. wysoki poziom oszczędności w tym rejonie wywołał inflację aktywów i silne procesy spekulacyjne, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Giełdy papierów wartościowych osiągnęły rekordową kapitalizację, nawet kilkakrotnie przekraczając wartość rocznego PKB. Oszczędności w tych gospodarkach wspomagał przepływ kapitału netto do tego regionu. Krach na giełdach najpierw w Japonii, a później w pozostałych krajach zapoczątkował kryzys bankowy i finansowy, który przeniósł się na sferę realną gospodarki i spowodował załamanie się rynków w latach 1997–1998. Od tego czasu – jak zaznaczyliśmy – nastąpił zwrot kierunku przepływu strumienia kapitału.

Na temat tego kryzysu, jego przyczyn oraz następstw mamy bogatą literaturę przedmiotu<sup>7</sup>.

Ostatnio szczególne zainteresowanie wzbudzają pogłębiająca się nierównowaga światowych finansów, deficyt Stanów Zjednoczonych i rosnący poziom rezerw w Chinach. Jest to odpowiedź na niepokój polityków i szerokich kręgów społecznych obserwujących postępy i deformację globalizacji.

Rezerwy dewizowe Chin przewyższyły rezerwy Japonii, osiągając – jak już wspominaliśmy – 1 430 mld USD w połowie 2007 r. Wzrost tych rezerw w ostatnich dwóch latach jest szczególnie gwałtowny, tak jak gwałtowny jest wzrost deficytu obrotów bieżących USA mimo deprecjacji USD.

Zanim zaostrzyły się napięcia obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r., powstało wiele teorii i na ich podstawie szereg prognoz rozwoju sytuacji w światowych finansach i przywrócenia równowagi.

Przegląd tych teorii przedstawili K. Lutkowski (2006) i K. Rybiński (2006). Nie będziemy zatem do nich wracać.

W tym miejscu zwrócimy jednak uwagę na możliwość optymistycznego scenariusza dostosowań, które mogłyby przywrócić naruszoną równowagę finansów światowych.

1. Utrzymywaniem równowagi mogą być zainteresowane obie strony. Jeśli nie ma wystarczająco dużo obiecujących projektów inwestycyjnych, to inwestorzy z krajów Azji i Ameryki mogą przedkładać inwestycje w amerykańskie papiery dłużne nad inwestycje na rodzimych rynkach kapitałowych, które świeżo ucierpiały na załamaniu giełd.

2. Amerykanie mogą finansować konsumpcję prywatną nieuszczerploną wysokimi nakładami na konsumpcję zbiorową i pozostałe wydatki rządowe. Kredyt jest tani, na utrzymanie niskich stóp procentowych pozwala stały dopływ środków z zagranicy.

3. Tani pieniądz podnosi opłacalność amerykańskich inwestycji, w tym inwestycji poza granicami USA. Są to z reguły inwestycje (projekty) innowacyjne. Wysokie zyski z inwestycji zagranicznych, w tym również w Chinach i w innych krajach Azji Południowej sprawiają, że mimo ujemnego salda obrotów bieżących już od dziesiątek lat saldo dochodów w strukturze obrotów bieżących nie jest ujemne, lecz przeciwnie – lekko dodatnie. W rezultacie Azjaci mają pracę i zarobki, azjatyccy inwestorzy bezpieczne składniki portfela inwestycyjnego, a Amerykanie wyższe zyski z inwestycji innowacyjnych i wyższą konsumpcję.

Na horyzoncie nie pojawia się „azjatycka Francja de Gaulle'a”, która będzie żądać złota za papierowe dolary i która w tym przypadku naruszyłaby równowagę „nowego Bretton Woods”. Teraz mogłaby to być zamiana słabnącego dolara na inne waluty, które mogą pełnić funkcje rezerw dewizowych. Byłby to bowiem w istocie strzał do własnej bramki, gdyż upadek dolara i wzrost kursu euro lub franka szwajcarskiego katastrofalnie obniżyły we wszystkich krajach wartość obecnych rezerw wyrażonych w dolarach.

Zgodnie z tym scenariuszem równowaga może być stopniowo przywracana dzięki wzrostowi wewnętrznego popytu krajowego w Azji i zwiększeniu skłonności Chińczyków do konsumpcji.

Niestety ten optymistyczny scenariusz jest coraz mniej realny wobec narastających na świecie napięć. Jego spełnienie wymaga realizacji przynajmniej dwóch innych procesów, przyjętych w założeniu.

Pierwszy to rozszerzenie oraz pogłębienie się wolnego rynku i nieskrępowanego przepływu towarów i kapitałów, wzrost usług (usługi wykorzystujące Internet), a wraz z nimi zwiększenie zaufania między partnerami w wyniku rozwoju instytucji gospodarki rynkowej.

Drugi to postępująca demokratyzacja regionów, w których władza ma charakter autorytarny, rozprzestrzeniająca się wraz z zachodnimi wartościami. Proces ten przynajmniej pośrednio mógłby umożliwić podniesienie standardów życia w tych krajach i regionach, m.in. w rezultacie szerszego dostępu do zachodnich standardów życia, jak też do informacji o nich. Efekt naśladownictwa mógłby skutkować zwiększeniem popytu konsumpcyjnego.

Wydaje się, że warto przeanalizować na tym tle zachowanie się polskiego złotego wobec zmian i turbulencji zachodzących we współczesnym systemie walutowym. Zrozumienie możliwych zachowań polskiego złotego w połączeniu z propozycją odpowiednich scenariuszy jego reakcji na zmiany na rynkach finansowych może pomóc w stosunkowo łagodnym dostosowaniu polskiego systemu walutowego i polskiej gospodarki do zmieniających się warunków funkcjonowania oraz do procesów integracji z Europejskim Systemem Walutowym.

Dodatkowym argumentem w ocenie kondycji polskiego złotego i jej skutków dla polskiej gospodarki jest

<sup>7</sup> Zob. np. Krugman (2001); Sławiński (2001), a także inni autorzy.

także prawie osiemnastoletni okres transformacji naszej gospodarki i zbliżające się formalne przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jest to temat zarówno frapujący poznawczo, jak i bardzo praktyczny. Niestety – naszym zdaniem – nie jest on łatwy ani do prezentacji, ani do analizy.

Oslabienie dolara amerykańskiego w ostatnich kilkunastu miesiącach pogłębiło obawy o stan równowagi finansowej, opartej – niestety – na chwiejnych podstawach. Aby zapobiec dalszej deprecjacji dolara w stosunku do euro i innych walut wymiennalnych, a tym samym osłabić presję inflacyjną, Rezerwa Federalna zdecydowała się na szybkie i znaczne podwyżki stopy procentowej w USA. Od czerwca 2004 r. do czerwca 2006 r. stopa procentowa (*federal funds rate*) wzrosła z 1% do 5,25%. W rezultacie zwiększyły się koszty kredytu, co spowodowało ujawnienie się kryzysu zadłużenia, zwłaszcza zadłużenia hipotecznego. Groźba upadłości dłużników i nieostrożnych wierzycieli stała się przyczyną spadku popytu i osłabienia koniunktury. To z kolei skłoniło Rezerwę Federalną do nieznacznego obniżenia stopy procentowej.

Wobec sprzecznych celów, które Fed musi rozstrzygać, tj. dyscyplinowania finansów i przeciwdziałania inflacji, ratowania zagrożonej koniunktury, a z drugiej strony ratowania dolara, Rezerwa Federalna – jak się wydaje – znajduje rozwiązanie pośrednie, co w najbliższej przyszłości raczej niezbyt dobrze wróży dolarowi. Może on nadal słabnąć. Z przyczyn przedstawionych wyżej nie należy jednak oczekiwać załamania finansów i konwersji rezerw denominowanych w dolarach.

Deprecjacja dolara wywołuje silne turbulencje światowych finansów, co odbija się na kondycji złotego.

Skutki dla złotego zależą od głębokości spadku siły nabywczej dolara. Wszystkie prognozy w tej dziedzinie mogą jednak okazać się zawodne. Istnieje natomiast spore prawdopodobieństwo wielu zdarzeń i ich następstw:

1. Pogłębienie się obserwowanego już spadku indeksów giełdowych, który dotknął warszawską giełdę. Mechanizm kompensowania przez maklerów giełdowych strat na innych rynkach uczyni proces spadku notowań kolejnych spółek zaraźliwym, tym bardziej że warszawska giełda osiągnęła wysoką wycenę aktywów.

2. Możliwy odpływ kapitału za granicę w wyniku sprzedaży papierów udziałowych, co w praktyce może przejściowo osłabić złotego w stosunku do euro. Mogą też stracić waluty innych „młodych” krajów Unii, zwłaszcza krajów bałtyckich (mogą temu sprzyjać także wysokie ujemne salda obrotów bieżących). W tym czasie euro będzie się wzmacniać wobec dolara.

3. Jeśli złoty rzeczywiście straci w pierwszej fazie zaburzeń finansowych w stosunku do euro i innych walut światowych poza USD, to strata ta będzie przejściowa. W niedługim czasie po tym spadku powinien powrócić trend dalszej aprecjacji złotego.

4. Deprecjacja dolara skłoni dostawców surowców sprzedawanych za dolary do podwyżek cen. Mogą więc wzrosnąć ceny importu m.in. ropy naftowej, gazu ziemnego, rud metali. Nie powinno to jednak ujemnie wpłynąć na koniunkturę w Polsce. Wzrostowi kosztów surowców przeciwdziałać będą – jak dotychczas – słabnący dolar oraz umacniające się euro. Słabnący dolar łagodzi podwyżki cen, a silne euro poprawia opłacalność polskiego eksportu, szczególnie wtedy, gdy utrzyma się przewaga polskiego eksportu do strefy euro nad importem i jeśli, rzecz jasna, nie nastąpi zbyt osłabienie koniunktury w krajach tej strefy z powodu aprecjacji euro.

5. Wzrost cen surowców może jednak skutkować wzrostem kosztów i cen wyrobów finalnych bazujących na tych surowcach. Skutki makroekonomiczne tych podwyżek mogą być z nadwyżką skompensowane, jednak następstwa inflacji mogą pozostać. Niestety, mogą się one okazać rzeczywistym wyzwaniem również dla polityki pieniężnej.

6. Przejściowe osłabienie złotego w stosunku do euro – jeśli rzeczywiście nastąpi – może być dobrym momentem do „zaczepienia” złotego o euro w celu spełnienia kryterium elastyczności w zakresie stałości kursu złotego. Słabszy złoty to większa szansa na opłacalność eksportu i dłuższe utrzymanie przewag komparatywnych w handlu ze strefą euro.

7. Spodziewany wzrost cen i kosztów utrzymania związany z przyjęciem nowej waluty odstrasza część społeczeństwa i polityków od zamiany rodzimego pieniądza na euro. Obawa ta opiera się w istocie na wielu nieporozumieniach. Mocny złoty i mocne euro oraz skutki działania prawa jednej ceny – mimo że nie działa ono ani szybko, ani dobrze – powinny skutecznie przeciwdziałać inflacji dóbr wymiennalnych, a więc inflacji płynącej z zewnątrz. To, że wzrost cen może wynikać z zaokrąglenia w górę w nowych cennikach, może być tylko zjawiskiem incydentalnym i jednorazowym. Korzyści w postaci wzbogacenia oferty rynkowej w wyniku rozszerzenia konkurencji sprzedawców będą natomiast trwałe.

8. Inaczej wygląda problem dóbr niewymiennalnych, a więc dóbr produkowanych na rynek lokalny, oraz większości usług. W tym przypadku rzeczywiście będzie następować – tak jak dotychczas – wzrost cen wywołany wzrostem kosztów, zgodnie z tzw. efektem Balasy-Samuelsona. Jaki jest powód wzrostu tych kosztów? Głównym, a w istocie jedynym powodem jest wzrost wynagrodzeń czynników wytwórczych w tej części gospodarki narodowej, a więc płac, czynszów dzierżawnych i rent. Wzrost płac w dziale dóbr niewymiennalnych następuje w wyniku tendencji do wyrównywania się zarobków w obu działach. Jak wiadomo, w dziale dóbr wymiennalnych wzrost zarobków jest wynikiem wzrostu wydajności pracy. W dziale dóbr niewymiennalnych wzrost wydajności jest zwykle wolniejszy niż wzrost

płac. Rosną więc koszty i ceny. Wzrost cen pośrednio jest zatem następstwem wzrostu wynagrodzeń, nie może więc zagrażać kosztom utrzymania.

9. Polityka pieniężna banku centralnego stanie jednak w tym wypadku przed poważnym wyzwaniem. Z istnienia efektu Balassy-Samuelsona wynika następująca reguła: jeśli słabiej ekonomicznie rozwinięty kraj osiąga szybsze tempo wzrostu niż jego partnerzy bardziej zaawansowani w rozwoju, to będzie następować aprecjacja jego pieniądza. Umocnienie jego waluty może nastąpić bądź przez aprecjację nominalną, bądź przez wyższą inflację niż u wyżej rozwiniętych partnerów. Reżim kursu stałego będzie zatem sprzyjać inflacji.

10. Przyjęcie reżimu stałego kursu złotego w stosunku do euro w wąskim paśmie dopuszczalnych odchyień wyzwoli naciski inflacyjne. Stosunkowo niska stopa inflacji na wejściu do węża walutowego i szerokie pasmo dopuszczalnych odchyień mogą ułatwić NBP wypełnienie zadania obrony przed inflacją. Obowiązki podtrzymywania koniunktury gospodarczej i przeciw-

działania inflacji spadają również na politykę fiskalną. Zrównoważony budżet na wejściu do węża walutowego umożliwi pobudzenie koniunktury środkami fiskalnymi, podczas gdy restrykcyjna, antyinflacyjna polityka pieniężna może tę koniunkturę osłabiać – konieczna stanie się zgodna *policy mix*.

Konkludując, można zaryzykować stwierdzenie, że przedstawione wyżej rozważania o wpływie obecnych turbulencji światowych finansów na politykę gospodarczą i kondycję złotego noszą jednak cechy głównie spekulacji myślowej. Nie wiemy bowiem – i chyba nikt tego nie wie – jak głębokie może być załamanie i osłabienie dolara. Nie wiedząc tego, trudno ocenić głębokość i rozmiar turbulencji na rynkach finansowych, a tym samym ich rzeczywisty wpływ na gospodarkę światową i polskiego złotego. Podjęliśmy się jednak analizy (jakościowej) i dyskusji na temat tych zjawisk m.in. dla dyskursu intelektualnego, jednak liczymy, że będzie ona użyteczna w warunkach, gdy w środkach masowego przekazu rozlewa się taki pesymizm.

## Bibliografia

- Krugman P. (2001), *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lucas R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, "American Economic Review", Vol. 80, No. 2, s. 92–96.
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, nr 4, s. 425–473.
- Nowak A.Z. (1998), *Czy światu grozi kryzys gospodarczy?*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 16.
- Nowak A.Z. (2003), *Polska wobec kryzysów walutowych*, „Problemy Zarządzania”, nr 2, Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, nr 4, s. 475–526.
- Ryc K. (2002), *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa.
- Sławiński A. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stiglitz J. (2002), *Globalization and its discontents*, Penguin Books, London.
- Stiglitz J. (2007), *W poszukiwaniu sprawiedliwej globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.