Zagrożenia i negatywy polskiej transformacji

Sławomir Antkiewicz[1]

Możliwość wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce w świetle polityki kursowej, polityki pieniężnej i bilansu obrotów bieżących

Lata 2002–2003, mimo bezpiecznego poziomu niektórych wskaźników makroekonomicznych będą kluczowymi dla długookresowych perspektyw polskiej gospodarki. Wiązać się będą one z możliwością wystąpienia kryzysu walutowego. W artykule przedstawiono uwarunkowania zagrożenia kryzysem walutowym, skupiając się przede wszystkim na polityce kursowej, ale również na polityce pieniężnej i problemie deficytu bilansu obrotów bieżących.

Polityka kursowa

Przyjęcie odpowiedniego systemu kursowego jest jednym z głównych warunków utrzymania stabilnego wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się. W ostatnim dziesięcioleciu wiele krajów z tej grupy odeszło od stałego kursu na rzecz płynnego. Ewolucja ta wydaje się być zgodna ze światowymi tendencjami do globalizacji rynków finansowych.

Od 12 kwietnia 2000 roku kurs złotego jest w pełni uwolniony. Jednocześnie Narodowy Bank Polski ma prawo do interwencji na rynku walutowym. Zmiana ta zwiększa ryzyko walutowe, co w większym stopniu powinno skłaniać uczestników rynku do zabezpieczania się przed tym ryzykiem. Upłynnienie złotego powinno być zatem czynnikiem wspierającym rozwój pochodnych instrumentów finansowych.

[1] Autor jest pracownikiem Zakładu Międzynarodowych Stosunków Walutowych Uniwersytetu Gdańskiego.

Zniesione zostały wszelkie ograniczenia dla wahań kursu złotego, a więc mechanizm dewaluacji kroczącej, który zmniejszał o 0,3 proc. miesięcznie wartość złotego w stosunku do koszyka euro i dolara, a także przedział wahań + / – 15%. wokół parytetu. Zlikwidowany został również kurs centralny. O cenie złotego decyduje zatem wyłącznie popyt i podaż na rynku walutowym oraz wiarygodność polskiej gospodarki. Po kilkunastu miesiącach funkcjonowania nowego systemu kursowego warto dokonać jego syntetycznej oceny, a także udzielić odpowiedzi na pytanie, czy upłynnienie złotego oddaliło nas od widma kryzysu walutowego.

Od kwietnia 2000 roku bank centralny nie musi bronić stałego kursu swej waluty, uszczuplając w tym celu rezerwy walutowe. Następuje bowiem samoregulacja realnego kursu walutowego za pomocą mechanizmów ekonomicznych. W przypadku narastającego deficytu na rachunku obrotów bieżących i niemożliwości jego sfinansowania w bilansie płatniczym państwa następuje automatyczna dewaluacja waluty, która skutkuje poprawą salda wspomnianego rachunku.

Na rynku walutowym kształtuje się cena pieniądza krajowego w walutach obcych. Podaż walut obcych pochodzi z eksportu towarów i usług oraz inwestycji i lokat zagranicznych[2]. Pomimo znacznego deficytu obrotów bieżących podaż walut obcych w Polsce jest duża, a w konsekwencji kurs złotego silny. To rezultat wyjątkowej sytuacji, polegającej na sprzedaży inwestorom zagranicznym majątku produkcyjnego. Ponadto wynika to również z napływu kapitału spekulacyjnego wywołanego bardzo wysokimi stopami procentowymi. Niektórzy ekonomiści twierdzą, że obecny kurs walutowy złotego nie może być traktowany jako kurs równowagi[3]. Wychodzą oni z założenia, że jeśli na rynku walutowym o podaży walut będą decydowały wpływy z eksportu towarów i usług oraz z inwestycji zagranicznych bezpośrednich, a nie prywatyzacyjnych i portfelowych, natomiast stopy procentowe będą zbliżone do zagranicznych, to wówczas płynny kurs złotego będzie kursem równowagi. Kurs ten mógłby znaleźć swój poziom równowagi średniookresowej, co umożliwiłoby ponowne wprowadzenie kursu usztywnionego, czyli realizowanie planów integracyjnych. Ci sami ekonomiści twierdzą, że system kursowy powinien być przede wszystkim elementem polityki strukturalnej służącej poprawie konkurencyjności polskiej oferty eksportowej. Zaznaczają oni, iż system płynnego kursu walutowego nie jest do pogodzenia z aktywną polityką strukturalną oraz koniecznością uruchomienia trwałej ekspansji eksportowej i opowiadają się za kontynuacją funkcjonowania systemu kursu stałego.

Deficyt handlowy oraz inflacja w Polsce są zjawiskami nie tylko monetarnymi, ale również – strukturalnymi. Wydaje się, że dla ich wyeliminowania nie wystarczy prowadzenie polityki drogiego pieniądza oraz zmniejszenie czy całkowita likwidacja deficytu budżetowego. Realizacja tego celu wymaga polityki wspierają-

[2] Por. M. Gruszczyński, *ABC kryzysu walutowego*, „Bank i Kredyt" 1999, nr 5, s. 1.

[3] Por. L. Kąsek, *Czy złotemu grozi kryzys?*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy" 2001, nr 6, s. 10.

cej pożądane zmiany strukturalne w gospodarce, w tym głównie jej proeksportową orientację. Pomyślna przyszłość rozwoju polskiej gospodarki opierać się musi na wszystkich tych działaniach, które sprzyjają oszczędzaniu i inwestowaniu oraz restrukturyzacji, ze szczególnym naciskiem na kwestię uatrakcyjnienia kraju dla inwestorów zagranicznych. Powiększają oni krajową akumulację, wnosząc równocześnie do przedsiębiorstw innowacyjność w zakresie organizacji i zarządzania oraz nową myśl techniczną. To zespół takich działań pozwala na budowę coraz silniejszej pozycji konkurencyjnej polskiej gospodarki w skali międzynarodowej oraz tworzy trwałe podstawy istotnego rozwoju eksportu. Należy dążyć do tego, aby produkty wytwarzane w kraju możliwie szybko dorównały jakością towarom zagranicznym, a w określonych branżach zaczęły ją przewyższać. Realizacja takiego celu jest trudna i pracochłonna. Znacznie łatwiej efekt finalny w formie wzrostu eksportu uzyskać można drogą dewaluacji złotego w stałym systemie kursowym. Wówczas bowiem złotowy koszt uzyskania jednostki waluty obcej jest relatywnie niski i wiele transakcji eksportowych zaczyna się opłacać. Należy jednak mocno podkreślić, że dewaluacja to, z ekonomicznego punktu widzenia, ukryte subwencjonowanie eksporterów, przy równoczesnym ukrytym opodatkowaniu importu, gdyż krajowy nabywca płaci drożej za wszystko, co pochodzi z zagranicy[4]. Wydaje się, że jeżeli zostanie podjęta już decyzja o interwencji ukierunkowanej na wzrost eksportu, to wówczas bardziej uzasadnione są jawne subwencje niż zawoalowana, kursowa ich forma, z tym samym inflacyjnym skutkiem. Ich mniejsza szkodliwość polega na słabszym deformowaniu mechanizmu cenowego. Ich widoczność pozwala również kontrolować celowość wykorzystania i stopniowo je wycofywać. Wszelkie subwencjonowanie obniża bowiem w pewnym stopniu efektywność gospodarki.

Analiza powyższa prowadzi do wniosku, że decyzja o upłynnieniu złotego była decyzją trafną. Dodatkowym potwierdzeniem tej tezy jest fakt, że oddala nas ona od niebezpieczeństwa wystąpienia kryzysu walutowego. W systemie stałego kursu walutowego bank centralny, w przypadku zaistnienia deficytu bilansu płatniczego często drenuje swoje rezerwy walutowe lub zaciąga pożyczki za granicą w celu finansowania deficytu[5]. W świecie swobodnych przepływów kapitału system taki jest „tykającą bombą". Nigdy nie da się bowiem w łatwy sposób przewidzieć, czy deficyt ma charakter przejściowy i wkrótce zamieni się w nadwyżkę, czy też jest zwiastunem kolejnych deficytów. Taka polityka może być skuteczna w łagodzeniu niewielkich i przejściowych problemów, ale może prowadzić do kumulacji małych trudności – które nie mają charakteru krótkotrwałego – do czasu, aż staną się one wielkimi problemami. Kiedy do tego dojdzie, nie działają już drobne dostosowa-

[4] Por. B. Jeliński, *Polityka kursu walutowego w procesie transformacji polskiej gospodarki*, [w:] H. Treder (red.), *Wybrane problemy międzynarodowej współpracy gospodarczej*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 1997, s. 175.

[5] Zob. E. Rzeszutek, *Polityka kursu złotego – dylematy okresu przedakcesyjnego*, „Bank i Kredyt" 2000, nr 7–8, s. 80.

nia kursowe, które rozwiązałyby problem we wstępnej fazie. Potrzebna jest wówczas większa zmiana, sprowadzająca się najczęściej do znacznej dewaluacji waluty krajowej. W systemie płynnego kursu walutowego cena waluty ustalana jest na rynku za pośrednictwem przede wszystkim prywatnych transakcji. Kurs płynny w czystej postaci oznacza, że bank centralny nie interweniuje na rynku w celu zmiany kursu, chociaż może angażować się w transakcje wymiany walut w ramach innych rodzajów działalności. W systemie czystego kursu płynnego bardzo rzadko występują kryzysy walutowe. Mogą pojawiać się kryzysy wewnętrzne, ale nie prowadzą one do nagłego załamania waluty. Powód jest prosty: zmiany kursu absorbują te naciski, które w systemie kursów stałych prowadzą do kryzysów.

Wydaje się, że w polskich warunkach, decyzja o upłynnieniu kursu złotego ograniczyła niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysu walutowego, jednak nie wyeliminowała go całkowicie. Kiedy sprzedamy już wszystkie przedsiębiorstwa o dobrych wynikach finansowych, lecz nie zdążymy poprawić bilansu handlowego, a firmy krajowe nie zmniejszą zagranicznego zadłużenia, a ponadto, nie będąc członkiem Unii Europejskiej, nie będziemy mieć dostępu do funduszy unijnych, to uwolnienie kursu nie ochroni nas przed kilkunasto- lub kilkudziesięcioprocentową deprecjacją ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami, określanymi mianem kryzysu walutowego. Zaznaczyć również należy, iż upłynnienie złotego nie ograniczy spekulacji walutowej. Spekulanci wiedzą, jak długo mogą bez większego ryzyka kupować polskie papiery skarbowe, zarabiając na nich kilkukrotnie więcej niż na lokatach nominowanych w dolarach lub w euro. Kiedy uznają, że staje się to zbyt ryzykowne, wycofają się szybko ze swoich inwestycji.

Deficyt bilansu obrotów bieżących

Od ponad dwóch lat można zauważyć szczególne zainteresowanie niektórymi wskaźnikami makroekonomicznymi polskiej gospodarki, w tym przede wszystkim deficytem rachunku obrotów bieżących. Główna rola w kształtowaniu się tego deficytu przypada eksportowi i importowi oraz ich wzajemnej relacji. Priorytetem polityki gospodarczej powinno być zmniejszenie deficytu obrotów bieżących. Jego wysoki poziom może doprowadzić do kryzysu walutowego, w przypadku gdy odpłynie kapitał portfelowy oraz radykalnie zmniejszy się napływ inwestycji bezpośrednich. Wydaje się, że obecna polityka pieniężna, w sytuacji znacznego napływu inwestycji krótkoterminowych, jest zbyt restrykcyjna. Utrzymywanie wysokich stóp procentowych stymulować może dalszy napływ kapitału krótkoterminowego i tym samym nadmiernie wzmacniać złotego. Ponadto polityka ta zachęca polskie przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów w zagranicznych bankach. Możliwe jest wówczas dodatkowe wzmocnienie złotego i w rezultacie pogorszenie pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw. Warto zauważyć, że w przypadku znacznego osłabienia złotego oznacza to wyraźny wzrost zadłużenia w walucie krajowej,

a w konsekwencji pogorszenie sytuacji płatniczej polskich podmiotów gospodarczych. Polityka gospodarcza powinna również uwzględniać możliwość zmniejszenia inwestycji zagranicznych, szczególnie gdy po roku 2001 wpływy z tytułu prywatyzacji ulegną znacznemu zmniejszeniu. W takim przypadku „specjalne konto dewizowe" może stanowić pewnego rodzaju rezerwę pozwalającą na przejściowe sfinansowanie luki na rachunku bieżącym. Ważnym zagrożeniem dla polskiej gospodarki może być dekoniunktura na największych giełdach światowych, prowadząca do zmniejszenia eksportu kapitału w skali światowej, a także możliwe podwyżki stóp procentowych w krajach strefy euro. Podwyżki te mogłyby doprowadzić do odpływu kapitału portfelowego i zmniejszenia napływu inwestycji zagranicznych, a w konsekwencji do znacznego osłabienia złotego.

Rozważania powyższe prowadzą do wniosku, że wciąż wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących może wywołać w Polsce kryzys walutowy w perspektywie kilku najbliższych lat, o ile nie zostanie wdrożony program stabilizacyjny gospodarki, podnoszący jej konkurencyjność w kraju i za granicą. Wydaje się, że doraźnymi środkami hamującymi potencjalne wystąpienie kryzysu walutowego, abstrahując od zmian strukturalnych eksportu, które raczej nie są realne w najbliższej perspektywie, jest pewne poluzowanie restrykcyjnej dotychczas polityki pieniężnej oraz realizacja ostrej polityki budżetowej, a także przeprowadzanie transakcji prywatyzacyjnych poprzez „specjalne konto dewizowe" poza rynkiem bankowym[6]. Zignorowanie powyższych zaleceń może spowodować, że złoty stanie się celem ataku spekulacyjnego wywołującego kryzys walutowy za rok lub dwa lata, gdy tylko intensywność prywatyzacji spadnie.

Polityka wysokich stóp procentowych

Istotnym problemem polskiej gospodarki jest również wysoki poziom stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej, prowadząc restrykcyjną politykę pieniężną, próbuje ograniczyć oczekiwania inflacyjne. Jednak kosztem dążenia do realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego jest napływ kapitału spekulacyjnego[7]. Warto zatem odpowiedzieć na pytanie, czy w obecnej sytuacji gospodarczej ważniejsze są działania hamujące wzrost cen, czy też ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Wydaje się, że przy stosunkowo wysokim poziomie deficytu powinno nastąpić pewne poluzowanie polityki antyinflacyjnej. Większe ryzyko dla gospodarki niesie bowiem powiększający się deficyt niż możliwe przekroczenie celu inflacyjnego. Przekroczenie to oznacza bowiem jedynie nieco dłuższą ścieżkę obniżania inflacji.

Istotnym zagrożeniem, bezpośrednio związanym z wysokimi stopami procentowymi, jest dynamicznie zwiększający się poziom zadłużenia zagraniczne-

[6] Por. M. Zdyb, *Gospodarczy portret dekady*, „Gazeta Finansowa" 06.11.2000.

[7] Zob. P. Kuczyński, *Gospodarka potrzebuje cięcia stóp*, „Puls Biznesu" 26.06.2001.

go polskich przedsiębiorstw. Polskie podmioty gospodarcze coraz chętniej zaciągają za granicą kredyty, gdyż oferta pożyczek złotowych jest nawet o kilkanaście procent droższa. Zadłużenie zagraniczne, zwłaszcza krótkoterminowe, jest monitorowane przez inwestorów zagranicznych. Wraz ze wzrostem tego zadłużenia, zwiększa się niebezpieczeństwo niewypłacalności firm. Poziom, jaki osiągnęło zagraniczne zadłużenie polskich podmiotów gospodarczych, budzi niepokój. Warto zauważyć, że za granicą pożyczają przede wszystkim duże firmy, a w kraju – mniejsze przedsiębiorstwa, które mają utrudniony dostęp do zagranicznych kredytów. Wielkie firmy są znane i dają gwarancję spłaty. Wynika stąd, że Rada Polityki Pieniężnej zdaje sobie sprawę, co robią mniejsze podmioty i może oddziaływać na ich decyzje wyższymi stopami, nie ma natomiast bezpośredniego wpływu na dążenie do zaciągania zagranicznych kredytów przez duże przedsiębiorstwa.

W ciągu ostatnich kilku lat Polska miała sporo szczęścia. Duży rynek wewnętrzny przyciągał głównie inwestycje bezpośrednie, a kapitał spekulacyjny lokował się w innych krajach naszego regionu. Ponieważ udział kapitału krótkoterminowego w inwestycjach był niewielki, polska gospodarka była mało wrażliwa na kryzysy finansowe rynków wschodzących. Choć Polska dzięki silnym fundamentom okazała się odporna na kryzysy walutowe, nie oznacza to, że tak będzie w przyszłości. Złoty okazał się odporny na kryzysy głównie dzięki temu, iż napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych był duży.

Wnioski

Wydaje się, że lata 2002–2003 będą kluczowymi dla długookresowych perspektyw polskiej gospodarki. Wiążą się one bowiem z kilkoma, przedstawionymi wyżej zagrożeniami. Ponadto nie sposób pominąć problemu deficytu budżetowego. Problemem dla polskiej gospodarki w 2003 roku może się bowiem okazać nadmiar wiarygodności. Wiele funduszy inwestujących na rynkach wschodzących wymienia Polskę jako najatrakcyjniejszy kraj do inwestycji. Pojawiają się również tzw. fundusze konwergencji, które inwestują w krajach kandydujących do Unii Europejskiej, a następnie do unii walutowej. Dla nich Polska jest też atrakcyjna. Ponadto, wraz ze znacznym rozwojem polskiego rynku kapitałowego, udział Polski w indeksach regionalnych i rynków wschodzących wzrośnie. Oznacza to, że napłyną inwestycje funduszy, które inwestują w takiej samej proporcji jak udział danego kraju w indeksie. Pojawią się również inwestycje portfelowe funduszy branżowych, jak np. energetyka, związane z planowaną prywatyzacją. W nadchodzących miesiącach grozi więc Polsce znaczny napływ inwestycji portfelowych, co zwiększy presję na rachunek obrotów bieżących.

Jeżeli będzie prowadzona wiarygodna polityka makroekonomiczna, zmierzająca w kierunku ograniczenia deficytu budżetowego i niższych stóp procentowych,

wówczas Polsce nie będzie groził zalew kapitału spekulacyjnego. Natomiast kontynuacja polityki wysokich stóp procentowych, może zintensyfikować wspomniany proces napływu kapitału, w szczególności krótkoterminowego, a tym samym zwiększyć ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w latach kolejnych.

Literatura

1. Gruszczyński M., *ABC kryzysu walutowego*, „Bank i Kredyt" 1999, nr 5.
2. Jeliński B., *Polityka kursu walutowego w procesie transformacji polskiej gospodarki*, [w:] *Wybrane problemy międzynarodowej współpracy gospodarczej*, H. Treder (red.), Wyd. UG, Sopot 1997.
3. Kąsek L., *Czy złotemu grozi kryzys?*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy" 2001, nr 6.
4. Kuczyński P., *Gospodarka potrzebuje cięcia stóp*, „Puls Biznesu" 26.06.2001.
5. Rzeszutek E., *Polityka kursu złotego – dylematy okresu przedakcesyjnego*, „Bank i Kredyt" 2000, nr 7–8.
6. Zdyb M., *Gospodarczy portret dekady*, „Gazeta Finansowa" 06.11.2000.

Sławomir Antkiewicz

Possibility of the currency crisis occurrence in Poland on the basis of the market policy, the monetary policy and the balance of current items

Summary

The years between 2002 and 2003 are going to be the key ours for the long lasting prospect of the Polish economy. It will be connected with the possibility of the appearance of currency crisis. In the article the conditions of the menace to the currency crisis are presented concentrating especially on market policy and on monetary policy as well as on the problem of the balance of current items deficit.

In the last few years Poland has been quite lucky. The big internal market attracted mainly direct investments whereas the speculative capital was placed in other countries of our region. As the participation of short-term capital in investments was not big the Polish economy was not so sensitive to the financial crises of other

markets. How even, it does not mean that having a strong background Poland will be still resistant to currency crises.

If there is going to be a reliable macro – economic policy, leading to reduction at the budget deficit and lower interest rates there will be no threat of speculative capital flood. What is more the continuation of high interest rates policy may intensity the already mentioned process of short term capital inflow what may increase the risk at the appearance of currency crisis in the following years.