

*Alojzy Z.Nowak, Kazimierz Ryć**

Tendencje na rynkach finansowych a polski złoty¹ – ujęcie jakościowe

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych w ostatnim dziesięcioleciu, zwłaszcza w okresie po kryzysie finansowym w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r., wymagają bardzo uważnej obserwacji. Wynika to zarówno z ich rozmiarów, jak i z zasięgu geograficznego. Obejmują z jednej strony wciąż najważniejszą walutę i gospodarkę na świecie, jaką jest gospodarka amerykańska, a z drugiej – dotyczą także gospodarki i waluty chińskiej, która z kolei pretenduje do miejsca 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, ale oddziałują także na strefę euro, z którą Polska ma wciąż największe obroty gospodarcze. Zatem zmiany kursu zarówno dolara, euro, jak i polskiego złotego odgrywają zasadniczą rolę w kształtowaniu koniunktury gospodarczej w Polsce.

Zachodzących zmian jest wiele. Do najbardziej widocznych należy niemal stała deprecjacja dolara amerykańskiego wobec euro i innych walut zarówno międzynarodowych, jak i z ograniczoną wymienialnością, np. wobec polskiego złotego. Znamienne jest także wciąż rosnące saldo na rachunku obrotów bieżących w wymianie handlowej Chin – USA, co znacząco zwiększa jednocześnie rezerwy dewizowe Chin. W ten sposób – niejako naturalnie – Chiny stają się gwarantem stabilności dolara amerykańskiego. Czy na długo? Nie wiadomo. Doświadczenia z lat 90. są w tym zakresie pozytywne.

* Prof. dr hab. **Alojzy Z.Nowak** – dziekan Wydziału Zarządzania UW; prof. dr hab. **Kazimierz Ryć** – prodziekan ds. badań naukowych Wydziału Zarządzania UW.

¹ Fragmenty prezentowanego tekstu zostały przyjęte do druku w „Banku i Kredycie”.

Chiny i inne kraje Azji oraz organizacje międzynarodowe solidarnie broniły i dolara amerykańskiego, i wartości swoich walut, m.in. przez utrzymywanie stałego kursu wymiany i pozyskiwanie zagranicznych kredytów od organizacji międzynarodowych na stabilizację walut narodowych, a tym samym także na stabilizację ówczesnego systemu walutowego. Czy tak będzie i w następnych latach? Prawdopodobnie nie, niedawno bowiem 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 także wywołać wiele perturbacji na rynkach finansowych.

Niektórzy ekonomiści uważają, że brak stabilizacji dolara amerykańskiego może spowodować pojawienie się na większą skalę kryzysu walutowego i perturbacji na rynkach finansowych. Dają tutaj za przykład wspomnianą sytuację z połowy lat 90. ubiegłego stulecia, kiedy po raz pierwszy na większą skalę następowała ucieczka od dolara amerykańskiego. Inni ekonomiści nie podzielają takiego stanowiska, uważając, że we współczesnym świecie nie ma miejsca na głębokie kryzysy walutowe, gdyż w przypadku ich wybuchu straty mogłyby być zbyt bolesne i zbyt duże dla wielu podmiotów gospodarczych. Istnieje zatem w tej filozofii postrzegania współczesnych stosunków finansowych przekonanie, że w rezultacie oligopolizacji rynków finansowych mamy do czynienia z pewnym konsensusem polegającym na tym, iż wspólnie chroni się *status quo*, uznając, że jego naruszenie mogłoby doprowadzić do załamania finansów międzynarodowych. Sytuacja taka nie oznacza rzecz jasna, iż nie mogą się pojawiać kryzysy walutowe na mniejszą skalę będące rezultatem segmentacji rynków, ale że raczej nie jest możliwy kryzys walutowy o charakterze globalnym. W przypadku kryzysów lokalnych kraje czy instytucje, które nie są pod parasolem ochronnym dużych ugrupowań gospodarczo-walutowych lub państw posiadających walutę międzynarodową, mogą jednak odczuć dotkliwie ich skutki. Nie przesadzając o prawdopodobieństwie pojawienia się walutowego kryzysu globalnego czy też lokalnego, warto zwrócić uwagę na następujące fakty.

Po pierwsze, na to, że w 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 mogłoby stanowić dla niej parasol ochronny w czasie globalnych bądź regionalnych turbulencji finansowych.

Po trzecie, następuje umacnianie się euro i Europejskiej Unii Gospodarczo-Walutowej, która w niedalekiej przyszłości prawdopodobnie stanowić będzie istotny – jeśli nie zasadniczy – element współczesnego systemu walutowego na świecie.

Czy mamy zatem obecnie 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 zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego, dokonać wyodrębnienia kryzysu walutowego strukturalnego i koniunkturalnego oraz wyjaśnić, jakie jeszcze zmiany zachodzące we współczesnym świecie mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się przyszłego systemu walutowego i na zachowanie polskiego złotego.

Według naszej opinii z kryzysem walutowym ma się do czynienia wtedy, kiedy określone podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę aktywów nominowanych w danej walucie. Główną przyczyną takiego zjawiska jest utrata zaufania do określonej waluty spowodowana np. pogarszaniem się jej siły nabywczej, czyli 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 rozumie się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym, co tym 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 kraju (bank centralny, minister finansów, minister skarbu). Decyzje te władza monetarna podejmuje z reguły na podstawie oceny sytuacji ekonomicznej kraju (analizy fundamentalnej), tj. w zależności od tempa wzrostu gospodarczego, poziomu zatrudnienia, oszczędności, inwestycji, stanu salda bilansu płatniczego, wielkości rezerw walutowych, kursu walutowego itd. Te wielkości są pochodnymi realnych procesów, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które w wielu państwach, w tym także w wiodących na świecie, 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 umacniał zaufanie do waluty amerykańskiej.

A zatem jeśli analiza fundamentalna kraju, którego waluta odgrywa rolę światową (obecnie to w dalszym ciągu USA i dolar amerykański, w którym w świetle wielu danych empirycznych utrzymywanych jest ok. 65 proc. rezerw dewizowych na świecie), wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, 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, iż niestety nie. Także ostatnie wydarzenia na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nie potwierdzają tej tezy.²

Zasadniczym powodem zaistnienia nierównowagi finansowej na światowych rynkach finansowych może być nadpłynność finansowa głównych graczy na tych rynkach. Według danych statystycznych obroty na międzynarodowych rynkach finansowych są 30–40-krotnie wyższe niż 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 – głównie z chęci zysku, a nie jak dotąd w przeważającej mierze z powodu wyrównywania pozycji walutowych (do połowy lat 70. głównymi uczestnikami rynków walutowych były banki) – pojawiło się na rynkach finansowych wiele nowych podmiotów: instytucji ubezpieczeniowych, funduszy powierniczych, emerytalnych, inwestycyjnych etc. oraz wiele nowych instrumentów finansowych. Ta wielość uczestników i walorów finansowych oraz w pewnym sensie ich pogoń za zyskiem spowodowały powstanie swojego rodzaju nadprodukcji pieniądza, co może także prowadzić do 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 w sposobie funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych (deregulacja, dematerializacja i liberalizacja przepływów kapitałowych). Kształtują się jednocześnie pewne decyzje inwestorów odnośnie do kupna-

² Na myśl przychodzi tutaj również słynny barometr harwardzki, który jeszcze na kilka dni przed czarnym czwartkiem na giełdzie w Nowym Jorku wykazywał, że gospodarka będzie się w dalszym ciągu wspaniale rozwijała, a tymczasem stało się dokładnie odwrotnie, czyli nastąpiło jej drastyczne załamanie wywołujące głęboki kryzys światowy. Prowadzone zatem analizy koniunktury gospodarczej i formułowane na tej podstawie prognozy gospodarcze okazały się całkowicie zawodne.

sprzedaży instrumentów finansowych, które nie zawsze oparte są na przesłankach ekonomicznych, lecz bywają np. rezultatem decyzji politycznych. Innymi słowy na rynkach finansowych tworzone są przesłanki dla przejrzystości tego rynku oraz dla urynkwienia przepływów kapitałowych, a z drugiej strony pojawiają się decyzje finansowe, których podłożem są względy polityczne wynikające 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 zaprzeczają temu stanowczo. Zwiększa się bowiem dostępność kapitału i jego mobilność ułatwiająca wykorzystanie zasobów. W każdej gospodarce 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 hiperagregat produktów narodowych oraz przychodów z inwestycji.

Jest jednak i druga strona tych procesów, na którą składają się sprzeczności wynikające z globalizacji pieniądza. Z jednej bowiem strony w warunkach powszechnej i nieograniczonej dostępności walut waluta krajowa jest częścią pieniądza światowego, z drugiej zaś – jej kondycja w stosunku do innych walut pozostaje w silnym związku ze stanem gospodarki kraju emitenta oraz meandrów polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych. Stąd też zmieniające się prognozy dotyczące kształtowania poziomu kursów walutowych praktycznie każdej waluty tworzącej światowe M1. W efekcie mają one bezpośredni wpływ na rosnące koszty kapitału dla potencjalnych jego użytkowników ze strony realnych gospodarek narodowych, tj. przemysłu, rolnictwa, handlu i innych usług niefinansowych. Jest to rezultat m.in. tego, że:

- po pierwsze, duże zasoby pieniężne ulokowane zostały w instrumentach 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 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 dla redystrybucji przychodów od kapitału na rzecz czystych spekulantów rynku pienięż-

nego, którymi jawią się wielkie fundusze inwestycyjne posiadające środki na atakowanie walut poszczególnych państw;

– po czwarte, ataki spekulacyjne wielkich graczy rynku pieniężnego stają się źródłem niezawinionych kryzysów walutowych i 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 – których rezultatem ma być zbudowanie nowej architektury finansowej współczesnego świata, być może kiedyś opartej na wspólnej walucie. Jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć – nawet w krótkim okresie – za wcześniej w tej chwili oceniać.

Innym czynnikiem mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych jest 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, co miało miejsce w przeszłości, kiedy rolę pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie kiedy tę podstawę stanowiły stałe kursy walutowe. Rzecz jasna obecnie bezpośrednio zagrożenia takiego nie ma, między innymi i z tego względu, 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 myśleć głównie o sobie. Chiny zapowiedziały rozważenie zamiany przynajmniej części swoich rezerw dewizowych nominowanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Kto wie, czy nie ten właśnie fakt powoduje wzrost napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych objawiający się m.in. znacznym spadkiem notowań na giełdach papierów wartościowych właściwie we wszystkich regionach świata, od giełdy nowojorskiej poczynając, na azjatyckich kończąc. Z zapowiedzi niektórych polityków i dyrektorów zarządzających instytucjami finansowymi wynika, że choć logika wskazywałaby na podjęcie wspólnych działań w sprawie łagodzenia napięć na międzynarodowych rynkach finansowych, do takiej wspólnej interwencji może nie dojść.

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) z pewnością stanowiłby dużą zachętę do lokowania środków 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 także liczyć się i z odwrotnym scenariuszem. Inwestorzy, którzy ponieśli straty na rynkach dojrzałych, mogą zechcieć wycofać się ze wschodzących, realizując na nich swoje zyski po to, aby wyrównać straty w miejscach ich powstania. W takiej sytuacji moglibyśmy mieć rzeczywiście do czynienia ze spadkami cen walorów finansowych notowanych na giełdach rynków wschodzących, co groziłoby perturbacjami finansowymi, z kryzysem finansowym włącznie.

Jak widać, żaden z przedstawionych scenariuszy nie jest korzystny dla gospodarki. W pierwszym bowiem 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 nastąpiłby spadek eksportu i wzrost importu. Mogłoby to doprowadzić do pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących oraz spadku koniunktury gospodarczej.

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

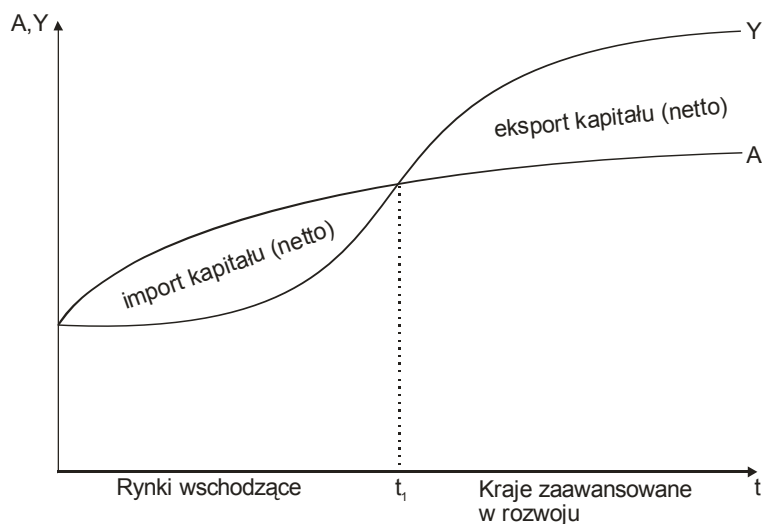
W obu przypadkach prowadzenie polityki finansowej mającej na celu stabilizowanie gospodarki nie jest zadaniem łatwym. Jego trudność może być dodatkowo spotęgowana tym, że w różnych fazach zasygnalizowanych scenariuszy należałoby prowadzić różną politykę finansową. Wrócimy do tego w dalszej części naszego artykułu.

Inną, chyba najbardziej spektakularną zmianą (mającą także silny związek z zasygnalizowanymi perturbacjami finansowymi), a zachodzącą obecnie na rynkach finansowych, jest zmieniający się kierunek przepływu kapitału. Począwszy od wieku XIX przez cały wiek XX – z przerwami na zawieruchy wojenne – kapitał płynął z krajów zaawansowanych w rozwoju do słabo ekonomicznie rozwi-

niętych. Oczywiście pojawiały się wyjątki od tej reguły, lecz w przytłaczającej większości przypadków odbiorcami przepływu kapitału netto były kraje rozwijające się nie tylko z nazwy, a eksporterami kapitału netto – kraje bogate, zaawansowane w rozwoju. Zjawisko to przedstawia rys. 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.

Rysunek 1. Pozycja inwestycyjna kraju (bieżąca)



$$Y = C + J + G + X \quad A = C + I + G$$

$$Y - A + X \quad \text{PIK} = \frac{Y}{A}$$

Y = produkt krajowy brutto

C = prywatna konsumpcja

I = inwestycje brutto

G = wydatki rządowe

X = eksport netto

A = krajowe zużycie (absorpcja)

Jak już wspominaliśmy, również przed rokiem 1997 były wyjątki od tej reguły, lecz po wydarzeniach w gospodarce światowej z lat 1997 – 1998 liczba przypadków niezgodnych z tą regułą zdecydowanie wzrosła, a co najważniejsze przepływ kapitału w odwrotnym kierunku osiągnął niespotykane wcześniej rozmiary.

Można więc przyjąć, że kapitał najczęściej nadal płynie z krajów bogatych do uboższych. Jest tak m.in. wśród państw 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 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 najpełniej odzwierciedla ruchy tych strumieni dla głównych ugrupowań (regionów) gospodarki światowej, przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Saldo obrotów bieżących wybranych regionów na świecie

Rok	OECD	Kraje spoza OECD	Azjatyckie kraje spoza OECD	Chiny	Tygrysy azjatyckie ¹	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
-------	------	-----	-----	-----	-----	-----	----	-----	----	----

¹ – Tajwan, Hongkong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajlandia

* – Saldo błędów i opuszczeń

p – prognoza

Źródło: *OECD Economic Outlook 81 database*.

Odwrócenie kierunku przepływu strumieni kapitału okazało się trwałe, a przepływ kapitału z każdym kolejnym rokiem się nasila, 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 dolarów, a nadwyżkę na tym rachunku ma „reszta” świata, w której dominują Chiny (por.: tabele 1. i 2.).

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*.

Powiększająca się szybko luka między 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 proc. PKB (w 2006 r. 42 proc.). Jeśli

uwzględnimy inwestycje zagraniczne lokowane w Chinach w wysokości ok. 4 proc. chińskiego PKB, powstaje duża nadwyżka akumulacji finansowej nawet w stosunku do bardzo dużych inwestycji w Chinach.

Duży udział oszczędności w PKB utrzymuje się także w Japonii i w innych krajach Azji Południowo-Wschodniej. Przed rokiem 1997 wysoki poziom oszczędności w tym rejonie wywołał inflację aktywów i silne procesy spekulacyjne, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Giełdy papierów wartościowych osiągnęły rekordową kapitalizację przekraczającą nawet kilkakrotnie wartość rocznego PKB. Oszczędności generowane w tych gospodarkach wspomagane były przepływem 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 wcześniej – nastąpił zwrot kierunku przepływu strumieni kapitału.

W sprawach tego kryzysu i jego przyczyn oraz następstw mamy bogatą literaturę przedmiotu.

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

Rezerwy dewizowe Chin przewyższyły rezerwy Japonii, osiągając w połowie 2007 r. 1430 mld dolarów. Wzrost tych rezerw w ostatnich dwóch latach jest szczególnie gwałtowny, tak jak gwałtowny jest wzrost deficytu obrotów bieżących USA mimo deprecjacji dolara.

Zanim nastąpiło zaostrzenie napięć obserwowanych 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 Karol Lutkowski i Krzysztof Rybiński w nr 4/2006 „Ekonomisty”. Nie będziemy zatem do nich wracać. W tym miejscu zwrócimy uwagę na możliwość optymistycznego scenariusza dostosowań, które mogłyby przywrócić naruszoną równowagę finansów światowych.

1. Utrzymaniem stanu równowagi zainteresowane mogą być obie strony. Jeśli nie ma wystarczająco wielu obiecujących projektów inwestycyjnych, inwestorzy z krajów Azji i Ameryki mogą przedkładać inwestowanie w amerykańskie papie-

ry dłużne nad inwestycje na rodzimych rynkach kapitałowych, które świeżo ucierpiały na załamaniu giełd.

2. Amerykanie mogą finansować konsumpcję prywatną nieuszczuploną 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 innych krajach Azji Południowej, sprawiają, że mimo ujemnego salda obrotów bieżących już dziesiątki 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 narusza równowagę nowego Bretton Woods, wymieniając 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 obniżyłby katastrofalnie wyrażoną w dolarach wartość obecnych rezerw wszystkich krajów.

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

Niestety ten optymistyczny przebieg wydarzeń jest coraz mniej realny wobec narastających na świecie napięć. Wymaga bowiem realizacji przynajmniej dwóch innych procesów przyjętych w założeniu.

Pierwszy to rozszerzenie i pogłębienie się wolnego rynku oraz nieskrępowanego przepływu towarów i kapitałów, rozwój usług (usługi wykorzystujące Internet), a wraz z nimi zaufania wzajemnego partnerów w wyniku rozbudowy instytucji gospodarki rynkowej.

Drugi to postępująca demokratyzacja reżimów autorytarnych i rozprzestrzenianie się zachodnich wartości wraz ze wzrostem bogactwa narodów.

W istocie wolny rynek i gospodarka liberalna przeżywają ciężkie próby, z których nie muszą wyjść zwycięsko. We współczesnym świecie ponownie ożywają tendencje protekcjonistyczne. Objawia się to m.in. przez:

- trwale, a być może nawet rosnące znaczenie dwustronnych porozumień w kwestiach gospodarczych i finansowych, zwłaszcza z dostawcami surowców,
- tendencje do zawładnięcia zasobami nieodnawialnych czynników produkcji przez korporacje prowadzące działalność w skali międzynarodowej przy szerokim wykorzystywaniu wsparcia własnych rządów;
- rygorystyczne zastosowanie przywilejów patentowych, co umacnia monopole liderów postępu naukowego i technologicznego;
- gromadzenie ogromnych rezerw dewizowych, które pozwalają na manewry w obszarze międzynarodowych finansów itp.

Władanie zasobami surowców, liniami przesyłowymi, monopolem innowacji produktowych czy wreszcie zasobami dewiz wyznacza siłę kraju, jego pozycję polityczną i przewagę negocjacyjną. Pieniądz i cena nie muszą pozostawać decydującymi argumentami, liczą się korzyści polityczne, wzajemne gwarancje dostaw, przywileje handlowe itp. Międzynarodowe stosunki gospodarcze zaczynają upodabniać się do warunków oligopolu, a nie konkurencji doskonałej, na co liczyli optymistycznie nastawieni zwolennicy globalizacji. Siła płynąca z władania zasobami stawia w trudnej sytuacji kraje, które tych zasobów nie posiadają czy też mają zbyt mały udział we władaniu nimi. Dla krajów nieposiadających rzadkich czynników produkcji jedynym wyjściem jest tworzenie koalicji, przystępowanie do ugrupowań i zacieśnianie współpracy ponadnarodowej.

Ryzykowne jest również trwanie przy walucie narodowej, jeśli jednocześnie dopuszcza się swobodę przepływu kapitału. Jest to szczególnie ważne dla krajów o średnich rozmiarach wewnętrznych rynków pieniężnych. Tego typu kraje nie są w stanie uzyskać pozycji jednego z międzynarodowych graczy, a jednocześnie mają wystarczająco obszerny rynek dla inicjatyw międzynarodowych funduszy spekulacyjnych, a w szczególności dla ataku spekulantów. Do takich krajów należy Polska. Dlatego zasadny jest postulat zacieśnienia więzi ekonomicznych z Unią Europejską przez przystąpienie do Unii Gospodarczo-Walutowej, czyli włączenie Polski do strefy euro. Korzyści płynące ze wspólnego pieniądza w średnim i długim

okresie są dobrze znane. W tym miejscu podkreślamy szczególnie problem bezpieczeństwa.

Zarówno niektóre kręgi społeczne, jak i wielu polityków doceniających znaczenie przystąpienia do unii walutowej mogą odstraszać nie tyle koszty osiągnięcia na trwałe kryteriów konwergencji, co inne zagrożenia, np. niebezpieczeństwo powstania tzw. szoków asymetrycznych, trudnych do przezwyciężenia bez suwerenności monetarnej, czy też pojawienie się wraz z akcesją możliwości wystąpienia inflacji zarówno cen dóbr i usług konsumpcyjnych, jak też cen aktywów rzeczowych i finansowych.

Te zagrożenia są naszym zdaniem dość iluzoryczne i nie powinny stanowić przeszkody w przystąpieniu do strefy euro.

1. Szoki asymetryczne

Niekorzystne zjawiska w postaci zakłóceń podaży i popytu, zdaniem teoretyków starej szkoły optymalnego obszaru walutowego, mogą dotyczyć tylko pojedynczych krajów wchodzących w skład Wspólnoty. Złagodzenie tych szoków ułatwiłaby niezależna polityka monetarna. Przezwyciężenie skutków szoku mogłaby ułatwić też polityka kursowa. Brak takiej możliwości zmusza do bolesnych dostosowań w sferze realnej. Niebezpieczeństwo wystąpienia szoku asymetrycznego w małym stopniu odnosi się do Polski, ponieważ nasz kraj jest silnie związany z gospodarką krajów strefy euro. Polska nie jest państwem słabo powiązanych wymianą handlową i kooperacją z krajami głównego trzonu unii walutowej, jak to było w przypadku Portugalii i Grecji, które na początku stosunkowo mało skorzystały na przystąpieniu do strefy euro i odczuły pewne przejawy szoku. Zdecydowana większość polskiego eksportu trafia do krajów stanowiących właśnie ów trzon, tj. Niemiec, Francji, Włoch, Holandii, Belgii i Austrii. Również duża część eksportu poza kraje unii walutowej trafia do krajów podobnie jak Polska silnie związanych ze strefą euro. Są to Czechy, Węgry, Słowacja, Szwecja i kraje bałtyckie. A zatem dezintegracja cyklu koniunkturalnego Polski i tych właśnie krajów jest mało prawdopodobna. Jeśli uwzględnimy też fakt małej generalnie skuteczności niezależnej polityki pieniężnej w łagodzeniu skutków szoku na dłuższą metę – na co zwraca uwagę „młodsza” szkoła optymalnego obszaru walutowego – oraz niebezpieczeństwo ataków spekulacyjnych na narodową walutę, niewiele argumentów przemawia za pozostawianiem przy polskim złotym. Także problem dostosowań realnych (necenowych) w przypadku szoku podażowego nie wygląda w przypadku Polski gorzej

niz w krajach strefy euro. Odnosi się to zwłaszcza do sztywności płac i warunków zatrudnienia. W całej bowiem Unii Europejskiej – z nielicznymi wyjątkami – podobnie jak w Polsce siła robocza nie jest zbyt mobilna.

2. Niebezpieczeństwo inflacji aktywów

Dostęp do rynku pieniężnego Unii Gospodarczo-Walutowej i obniżki stóp procentowych rodzą obawę nadmiernego zainteresowania kredytem zarówno polskich przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Boom kredytowy musi przynieść lub utrwalić ożywienie lub dobrą koniunkturę, ale jednocześnie może wywołać wzrost cen ziemi, działek budowlanych i nieruchomości, w tym mieszkań. Może także zaznaczyć się zwiększeniem cen akcji spółek i hossą na giełdzie papierów wartościowych. Tego typu zagrożenie, które stało się rzeczywistością w przypadku Portugalii i Hiszpanii, nie powinno mieć jednak miejsca w Polsce, przynajmniej bezpośrednio po akcesji do Unii Gospodarczo-Walutowej. Jego uniknięcie będzie możliwe dlatego, że po pierwsze inflacja w Polsce należy do najniższych w krajach Unii Europejskiej i jak się wydaje jej niski poziom został utrwalony. Mimo objawów pewnego przyspieszenia wzrostu cen w końcu 2007 r. presja inflacyjna nie jest nazbyt trudna do opanowania. Zresztą tzw. inflacja bazowa jest w dalszym ciągu niska. Po drugie Polska już skonsumowała „inflację aktywów” w 2006 i 2007 r. Obniżenie stóp procentowych i wydatny przyływ kapitału spowodowały potaniecie kredytu, spopularyzowanie kredytu hipotecznego i wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. Nastąpiło również silne zwiększenie wartości inwestycji przedsiębiorstw.

W wyniku rosnącego popytu podniosły się wydatnie ceny nieruchomości i mieszkań. Boom inwestycyjny w przedsiębiorstwach i w budownictwie mieszkaniowym w końcu 2007 r. traci więc niejako z definicji swój rozpęd. Nie ma też powodu, aby nastąpiło ponowne gwałtowne przyspieszenie wydatków i wykorzystanie kredytu po wejściu do Unii Gospodarczo-Walutowej. Inflacja aktywów w naszym przekonaniu nastąpiła już wcześniej, przed akcesją do unii walutowej.

3. Niebezpieczeństwo wzrostu cen i kosztów utrzymania

Obawa przed podniesieniem się cen i kosztów utrzymania po przystąpieniu do unii walutowej opiera się w istocie na wielu nieporozumieniach. Mocne złoty i euro oraz skutki działania prawa jednej ceny powinny skutecznie przeciwdziałać inflacji dóbr wymie-

nialnych, a więc inflacji płynącej z zewnątrz. Nie ma bowiem żadnego powodu, aby krajowe i zagraniczne firmy oferujące swoje towary tym razem za euro, a nie za polskie złote, starały się sprzedawać je drożej niż dotychczas. Przyczyna jest prosta – nie są monopolistami i na rynku konkurencyjnym nie znajdują zbytu, jeśli nie wzrosną nominalne dochody nabywców. Hamulcem wzrostu cen pozostaną także ograniczenia budżetowe nabywców. Samo przystąpienie do Unii Gospodarczo-Walutowej nie przyniesie przecież zwiększenia dochodów. To, że wzrost cen może wynikać z zaokrąglenia w górę w nowych cennikach, może być tylko zjawiskiem incydentalnym i jednorazowym. Korzyści wzbogacenia oferty rynkowej w wyniku rozszerzenia konkurencji sprzedawców będą natomiast trwałe. Podniesienie stopy inflacji mogłoby spowodować tylko dodatkowy wyższy wzrost popytu wynikający z przyspieszonego podniesienia zarobków lub w mniejszym stopniu z omawianej wcześniej inflacji aktywów.

Inaczej wygląda problem dóbr niewymienialnych, czyli produkowanych na rynek lokalny, oraz większości usług (piekarnie, marnie, stolarnie *etc.*).

W tym przypadku rzeczywiście następować będzie – tak jak dotychczas – wzrost cen wywołany zwiększeniem kosztów, zgodnie z tzw. efektem Balassy-Samuelsona. Jaki jest powód wzrostu tych kosztów? Głównym, a w istocie jedynym powodem jest podniesienie wynagrodzeń czynników wytwórczych w tej części gospodarki narodowej – płac, czynszów dzierżawnych i rent. Wzrost płac w dziale dóbr niewymienialnych następuje w wyniku tendencji do wyrównywania się zarobków w obu działach. Jak wiadomo, w dziale dóbr wymienialnych wzrost zarobków kreowany jest przez zwiększenie wydajności pracy.

W dziale dóbr niewymienialnych wzrost wydajności jest zwykle wolniejszy niż wzrost płac. Podnoszą się więc koszty i ceny. Wzrost cen jest zatem pośrednio następstwem wzrostu wynagrodzeń. Nie może więc zagrażać realnym zarobkom. Będzie to wzrost kosztów utrzymania wynikający z podnoszenia wynagrodzeń w wyniku konkurencji pracodawców w pozyskiwaniu siły roboczej. Jednak w gospodarce płace „ciągną” zatrudnieni w dziale dóbr wymienialnych, gdzie wydajność pracy rosła w przeszłości i będzie nadal wzrastać szybciej niż w dziale produkcji dóbr niewymienialnych. Gdyby natomiast płace w dziale dóbr wymienialnych zwiększały się w dłuższym okresie szybciej niż wydajność pracy w tym dziale, będziemy mieli rzeczywisty impuls inflacyjny, lecz zawiniony przez praktykę

płacową w przedsiębiorstwach, a nie przez akcesję do Unii Gospodarczo-Walutowej. Wzrost cen w dziale dóbr niewymienialnych nie spowoduje utraty konkurencyjności gospodarki w stosunku do innych krajów Unii. Są to bowiem dobra produkowane na rynkach lokalnych i głównie w kraju znajdują swoich nabywców. W większości są to również usługi bytowe, komunalne, mieszkaniowe, transportowe itp. W sumie dotyczy to stanowiącej więcej niż połowę ilości konsumowanych dóbr i usług. Ze względu jednak na konkurencyjność międzynarodową ma to praktycznie znaczenie jedynie dla cudzoziemców przebywających w Polsce. Wydaje się jednocześnie, że nie będzie ich można skusić niskimi kosztami utrzymania, jeśli zdecydują się na niższe niż u siebie zarobki nominalne. Także turystów trudno będzie zachęcić tylko niskimi cenami (taniością), a nie jakością usług.

Jeśli nawet nie wystąpi rozluźnienie dyscypliny płac, i tak polityka pieniężna banku centralnego stanie przed poważnym wyzwaniem. Z istnienia efektu Balassy-Samuelsona wynika bowiem następująca reguła: jeśli słabiej ekonomicznie rozwinięty kraj osiąga szybsze tempo wzrostu wydajności pracy niż jego partnerzy bardziej zaawansowani w rozwoju, będzie następować aprecjacja jego pieniądza. Umocnienie jego waluty może nastąpić przez aprecjację nominalną bądź przez wyższą inflację niż u bardziej rozwiniętych partnerów. Jeśli Polska w drodze do unii walutowej przywróci reżim kursu stałego walut, tzn. przystąpi do ERM II i usztywni kurs złotego w stosunku do euro, głównym problemem stanie się skuteczne przeciwdziałanie inflacji – utrzymanie jej na poziomie zgodnym z kryteriami Maastricht, jednocześnie bez istotnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego.

Warto więc przeanalizować na tym tle także zachowanie się polskiego złotego wobec zmian i turbulencji we współczesnym systemie walutowym i w drodze do euro. Zrozumienie możliwych zachowań naszego pieniądza w połączeniu z propozycją scenariuszy jego reakcji na zmiany zachodzące na rynkach finansowych może pomóc w stosunkowo łagodnym dostosowaniu polskiego systemu walutowego i gospodarki do zmieniających się warunków funkcjonowania oraz do procesów integracji z Europejskim Systemem Walutowym. Jest to zatem temat zarówno frapujący poznawczo, jak i bardzo praktyczny. Niestety naszym zdaniem nie jest łatwy ani do prezentacji, ani do analizy.

Argumentem dodatkowym dla spojrzenia na kondycję polskiego złotego i jej skutki dla gospodarki jest także prawie już osiemnasto-

letni okres transformacji naszej gospodarki i zbliżający się moment formalnego przystąpienia Polski do Unii Gospodarczo-Walutowej.

Oslabienie dolara amerykańskiego w ostatnich kilkunastu miesiącach pogłębiło obawy o stan równowagi finansowej opartej na tak 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. Po tych podwyżkach wzrost kosztów kredytu spowodował ujawnienie się w USA 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 kroku wstecz, tj. nieznacznego obniżenia stopy procentowej.

Wobec sprzecznych celów, które musi osiągać, tj. z jednej strony – dyscyplinowania finansów i przeciwdziałania inflacji, z drugiej – ratowania zagrożonej koniunktury i słabnącego dolara, Rezerwa Federalna – jak się wydaje – znajduje rozwiązanie pośrednie. W najbliższej przyszłości raczej niezbyt dobrze to wróży dolarowi. Może on nadal słabnąć. Jednak z przyczyn przedstawionych wcześniej nie należy oczekiwać załamania światowych finansów i konwersji rezerw denominowanych w dolarach u największych potentatów, zwłaszcza Chin, Japonii i Arabii Saudyjskiej.

Deprecjacja dolara wywołuje silne turbulencje na światowych rynkach finansowych, co odbija się na kondycji polskiego złotego.

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

1. Pogłębi się obserwowany już spadek indeksów giełdowych, który dotknął giełdę warszawską. 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 polskich papierów udziałowych i dłużnych, co w praktyce może osłabić przejściowo złotego w stosunku do euro. Mogą też stracić waluty innych młodych krajów Unii, zwłaszcza krajów bałtyckich (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 dolarem, 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 ropy naftowej, gazu ziemnego, rud metali i innych.

Nie powinno to jednak wpłynąć ujemnie na koniunkturę w Polsce. Wzrostowi kosztów surowców przeciwdziałać będzie – jak dotychczas – słabnący dolar oraz umacniające się euro. Słabnący dolar łagodzi podwyżki cen, a silne euro przynosi poprawę opłacalności polskiego eksportu, szczególnie wtedy, gdy utrzyma się przewaga naszego eksportu nad importem do strefy euro. I z kolei nie nastąpi zbytne osłabienie koniunktury w krajach tej strefy z powodu aprecjacji euro.

5. Podniesienie cen surowców może jednak skutkować wzrostem kosztów, a zatem i cen wyrobów finalnych bazujących na tych surowcach. Skutki makroekonomiczne tych podwyżek mogą być skompensowane większymi przychodami, jednak naciski inflacyjne pozostaną. Mogą okazać się rzeczywistym wyzwaniem dla polityki pieniężnej.

6. Przejściowe osłabienie złotego w stosunku do euro – jeśli rzeczywiście nastąpi – będzie dobrym momentem do „zaczepienia” złotego o euro niezbędnego dla spełnienia kryterium Maastricht w zakresie stałości kursu złotego. Z kolei słabszy złoty to dalsza szansa opłacalnego eksportu i utrzymania dłużej przewag komparatywnych w handlu ze strefą euro.

7. Przyjęcie reżimu stałego kursu złotego w stosunku do euro w wąskim paśmie dopuszczalnych odchyłeń wyzwoli więc presję inflacyjną. Stosunkowo niska stopa inflacji obecnie, tj. na wejściu do węża walutowego, i szerokie pasmo dopuszczalnych odchyłeń mogą ułatwić NBP wypełnienie zadania obrony przed wysoką inflacją. Obowiązki podtrzymywania koniunktury gospodarczej i przeciwdziałanie inflacji spadają również na politykę fiskalną. Zrównoważony budżet na wejściu do węża walutowego stworzy możliwości pobudzenia koniunktury środkami fiskalnymi. Gdy restrykcyjna, antyinflacyjna polityka pieniężna będzie tę koniunkturę osłabiać, konieczna stanie się zgodna z *policy mix*.

Konkludując, można zaryzykować stwierdzenie, że przedstawione rozważania o wpływie obecnych turbulencji światowych finansów na politykę gospodarczą i na kondycję złotego noszą cechy

głównie spekulacji myślowej. Nie wiemy bowiem – i chyba nikt tego nie wie – jak głębokie może być załamanie i osłabienie dolara. A nie wiedząc tego, trudno ocenić głębokość i rozmiar turbulencji na rynkach finansowych, a tym samym ich rzeczywisty wpływ na gospodarkę światową i na polskiego złotego. Podjęliśmy się jednak analizy (jakościowej) i dyskusji tych zjawisk z jednej strony dla dyskursu intelektualnego, ale z drugiej strony liczymy, że będzie ona użyteczna w warunkach, gdy w środkach masowego przekazu rozlewa się tak duża fala pesymizmu.

Bibliografia

- Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, Basel 2003 – 2007
- „Biuletyny Narodowego Banku Polskiego”, Warszawa 2000 – 2007
- R.De Grauwe, *Unia walutowa. Mechanizmy i zasady funkcjonowania*, Warszawa 2003.
- R.Dornbusch, *Eurofantazje*, „Gazeta Bankowa” nr 43/1996.
- P.Krugman, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Warszawa 2001.
- K.Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista” nr 4/2006.
- A.Z.Nowak, K.Ryć, *Polska wobec kryzysów walutowych*, „Problemy Zarządzania” nr 2/2003.
- A.Z.Nowak, *Integracja europejska. Szansa dla Polski?*, Warszawa 2002.
- A.Z.Nowak, *Dylematy polskiej polityki gospodarczej wobec zmian na światowych rynkach finansowych i integracji z Unią Europejską*, „Ekonomista” nr 1/2000.
- A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Consequences of High Interest Rate Policy in the Process of Disinflation. The Case of Poland*, „The Journal of Interdisciplinary Economics” vol. 9/1998.
- A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Stabilizujące i destabilizujące skutki integracji gospodarki polskiej z Unią Europejską – ujęcie monetarne*, „Studia Europejskie” nr 4/1997.
- A.Z.Nowak, *Czy światu grozi kryzys gospodarczy?*, „Nowe Życie Gospodarcze” nr 16/1998.
- OECD Economic Outlook 81 database.
- R.Portes, H.Rey, *The Emergence of the Euro as an International Currency*, „Economic Policy” vol. 13, issue 26, April 1998.
- K.Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista” nr 4/2006.
- K.Ryć, *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa, grudzień 2002.

R.Schall, *Pieniądz i polityka pieniężna*, Warszawa 1996.

A.Sławiński, *Kryzysy walutowe*, Warszawa 2001.

J.Stiglitz, *Wizja sprawiedliwej globalizacji*, Warszawa 2007.

J.Stiglitz, *Globalization and its discontents*, New York 2002.

Abstract

Tendencies in financial markets and Polish Zloty – qualitative approach

The article analyses changes taking place in financial markets over the recent decade, concerning a relationship between the U.S. Dollar which has still retained the role of the world's most important currency and Chinese currency which aspires to the role of one of fundamental global currencies in future financial architecture of the world. The Authors examine potential influence of that relation upon the condition of Polish Zloty and that of the Eurozone. According to them, the most evident changes include, among other things, constant depreciation of USD in relation to Euro and other currencies, both international and those with limited exchangeability, such as Polish Zloty, as well as an ever-increasing balance on the current accounts in the USA-China trade exchange. Whilst up to that point China and other Asian countries and international organisations defended the Dollar, it is not certain at all whether such policy will be carried on in the future. In effect, we may have to deal with a number of various turbulences in financial markets. According to some economists this translates into a potential of global monetary crisis, while others believe the modern world leaves no room for profound monetary crises anymore. This, however, is not meant to say we have become immune to crises on local scale, dangerous to countries and institutions not protected by an umbrella of large economic-monetary groups or countries that possess international currency. The Authors, whilst not forejudging the issue of probability of occurrence of either global or local crises, intend to emphasise some facts and truths, among them the following: the world experiences financial and monetary turbulences from time to time; Poland has not been member of any monetary group; both the Euro itself and the Economic and Monetary Union of the EU. They attempt to answer the question they ask: "*Do we have to deal, at present, with a threat of monetary or financial crises?*" The Authors point of the need for Poland to tighten its economic relations with the European Union through the accession to the Eurozone, mainly in the context of the problem of safety.