

Co dalej ze złotym?

ZBIGNIEW R. WIERZBICKI

Dwa tematy: kryzys i co dalej ze złotym absorbują uwagę mediów i stopniowo coraz większej liczby obywateli. Codziennie kolejni analitycy rynku pieniężnego wpisują się na listę dyskutantów w prasie, TV i internecie.

Oczywiście potrzebne są bieżące analizy sytuacji na rynku złotego i na rynkach pieniężnych oddziałujących realnie bądź psychologicznie na zachowania wobec rynku złotego, a w ślad za tym przewidywanie zmian kursów w najbliższych dniach. Natomiast podstawowym zagadnieniem są konsekwencje wejścia bądź nie Polski do strefy euro (SE) w aspekcie rozwoju Polski i jej dylematów strategicznych. To ta kwestia przesądzi o poziomie kursu złotego oraz skali i okresie intensywnej spekulacji na polskiej walucie.

Mając nadzieję, że nikt nie podejmie ryzyka bezpośrednich interwencji w obrocie hipotetycznie właściwych poziomów kursu złotego wobec innych walut zanim Polska nie uzgodni z EBC strategii wejścia do ERM 2 i sposobu realizacji polityki pie-

Lata zmarnowanych szans

Zmarnowaliśmy jako kraj najlepsze lata, podczas których mogliśmy podobnie jak Słowenia, a następnie Słowacja, wejść w ERM2 i bez ułańskiej szarży, spokojnie, bez nadmiernego ryzyka przystąpić do SE najpóźniej w 2008 r. Z dzisiejszej perspektywy widać, że zaniechanie wejścia do euro trzy lata temu było ogromnym, historycznym błędem. W Polsce dyskutowano wtedy zawzięcie o przeszłości i kompletnie zapomniano o przyszłości. Konsekwencje braku pozytywnej decyzji w tym zakresie będą dramatycznie złe. W świetle tego irracjonalnie wyglądają obawy niektórych polityków, że wejście do SE wiąże się ze zmianami strukturalnymi cen i pewnym wzrostem ich poziomu m.in. w efekcie tzw. zaokrąglenia etc. Dzisiaj ogrom-

obecności w ERM2. Dzisiaj o takiej relacji kursowej możemy tylko pomarzyć. Należy się raczej obawiać, że już niebawem, jeżeli nie nastąpi skoordynowanie – szybkie i ciche – działań Polski z EBC i KE w zakresie polskiej drogi do strefy euro, złoty osłabnie i oby zatrzymał się na poziomie 5,2–5,3 za euro.

Atak spekulacyjny

Kapitał spekulacyjny czekał na taką okazję. Od 2004 r. w sytuacji braku ze strony Polski działań zmierzających do wejścia w SE stopniowo rósł udział nierezydentów w średnich dziennych obrotach netto na rynku złotego (a także forinta; HUF) jak też w otwieraniu pozycji na rynku derywatów. Globalni gracze spekulujący na rynkach pieniężnych, widząc, że Polska jako największy kraj w grupie nowej „10” UE nie podejmuje energicznych działań w kierunku SE, stopniowo zajmowali pozycje na rynkach względem złotego umożliwiające im przyszłą akcelerację działań spekulacyjnych.

Jednocześnie w 2007 r. pokonaliśmy barierę dźwięku, gdy wielkość prowadzonej przez banki akcji kredytowej w zakresie kredytów udzielonych podmiotom sektora niefinansowego przekroczyła poziom depozytów zgromadzonych przez ten sektor na rachunkach bankowych w Polsce.

Jest to symptomem gwałtownie rosnącego uzależnienia złotego i gospodarki od sytuacji na zewnętrznych rynkach pieniężnych i od działań kapitału spekulacyjnego. Ta negatywna tendencja może być jeszcze wzmocniona w warunkach globalnego kryzysu finansowego przez dwa zespoły czynników.

Polska nie jest krajem o pozycji Wielkiej Brytanii ani Szwecji, aby móc być w UE, a jednocześnie zatrzymać swój proces integracji, świadomie nie wchodząc do strefy euro.

niężnej w tym okresie, konieczne wydaje się postawienie pytania, co będzie się działo dalej ze złotym. To, co dzisiaj uznawane jest niekiedy jako krótkookresowa presja na kurs złotego, jest de facto konsekwencją zjawisk narastających w Polsce od kilku, a nawet kilkunastu lat (np. struktury systemu bankowego zdominowanego przez kapitał zagraniczny w efekcie chaotycznych i strategicznie nieprzemyślanych działań naprawczych i prywatyzacyjnych).

na większość obywateli i przedsiębiorstw Słowenii i Słowacji mimo zauważalnych, jak w każdym kraju, który przyjmował euro, mankamentów i trudności, z satysfakcją i zadowoleniem woli być, zwłaszcza w czasach kryzysu, w SE niż poza nią.

Z tej perspektywy gdybyśmy wcześniej dołączyli do tandemu słoweńsko-słowackiego, to z np. kursem złotego wobec euro w przedziale 1 euro – 4,0–4,2 nie mielibyśmy problemu z pomyślnym zakończeniem

Pierwszy to dalsza relokacja kapitałów z banków zagranicznych działających w Polsce kanałami międzynarodowego rynku pieniężnego. Pretekstem może być konieczność dywersyfikacji portfeli aktywów w sytuacji rosnącego ryzyka Polski. Dodatkowo osłabi to popyt na polskie skarbowe papiery dłużne, utrudniając finansowanie deficytu i rolowanie długu publicznego.

Drugi to ograniczanie akcji kredytowej na rzecz podmiotów sektora niefinansowego z uwagi na rosnące ryzyko zarówno kraju, jak i przedsiębiorstw działających w Polsce. Doprowadzi to nie tylko do ograniczania finansowania inwestycji, ale też do zmniejszenia podaży kredytów krótkoterminowych, co może pogłębić narastające stopniowo zatory płatnicze. Będzie to osłabiać złotego w terminach dłuższych, niszczyć wypracowane wcześniej fundamenty mocnego złotego.

W konsekwencji na osłabienie krajowej waluty wpłyną zarówno czynniki typu fundamentalnego, będące konsekwencją reorientacji strategicznych w zakresie polityk gospodarczych krajów starej UE szybko uruchamiających specyficzny protekcyjizm wzmacniający firmy i banki danego kraju oraz zachęcający je do relokacji kapitałów (przykładem są działania Francji), jak i czynniki typu spekulacyjnego wynikające z założonych korzyści z gry na osłabienie złotego i arbitrażowanie zarówno w ramach kolejnych wahań kursowych, jak i w ramach wymuszania wyższych stóp zwrotu na rządowych papierach dłużnych.

Możliwe scenariusze

Przy istniejących uwarunkowaniach, a zwłaszcza w konsekwencji zmarnowania szans lat 2006–2007 nie ma dobrych rozwiązań. Strony i frakcje biorące udział w dyskusji na temat zalet i wad wejścia do strefy euro w aspekcie możliwych konsekwencji krótkookresowych chyba wyczerpały już swoje powszechnie znane i odmieniane z coraz większym zacięciem argumenty. Sedno problemu tkwi jednak w obszarze strategii rozwoju. Musimy więc szukać rozwiązań generujących najmniejszy

możliwy poziom zagrożeń strategicznych w obszarze zarówno polityki pieniężnej i budżetowej, jak też gospodarczej. Problem bowiem nie w krótkoterminowych zmianach poziomu i struktury cen oraz płac, a w konsekwencjach typu makroekonomicznego. Możliwe wydają się trzy warianty postępowania. Pierwszy – nie wchodzimy na razie do strefy euro i odkładamy decyzję na kilka (5–7) lat, czekając na nowy okres dobrej koniunktury i spełnienia kryteriów z Maastricht (podobnie jak w latach 2006–2007). Drugi wariant zakłada, że decyzja nie zostaje podjęta i przez kilka-kilkanaście miesięcy dyskutujemy o tym, czy, kiedy, jak etc. wejść do strefy euro.

W ostatnim wariantcie podejmujemy decyzję o wejściu, rozpoczynając w połowie 2009 r. obecność w ERM2.

Wariant „nie”

Przyjęcie takiego scenariusza spowoduje stopniowe dalsze zmarginesowanie roli Polski i jej gospodarki w Europie i UE. Związany z nim będzie rosnący nacisk kapitału spekulacyjnego, który zbudował mocne podstawy dla kolejnych spekulacyjnych ataków na polski rynek pieniężny i na złotego. Co kilka miesięcy będzie testowana odporność polskiego systemu gospodarczego, będą podejmowane próby sprowokowania interwencji polskich władz na rynku w celu obrony kursu złotego uznawanego w danym momencie za krytyczny przez Ministerstwo Finansów lub NBP.

W konsekwencji będziemy mieli destabilizację nie tylko w sferze monetarnej, ale też budżetowej i w sferze gospodarki realnej. Złoty będzie przekraczał stopniowo kolejne progi osłabienia, a jednocześnie stopniowo zostanie uruchomiona spirala inflacyjna stymulowana polityką budżetową związaną z presją środowisk pracowniczych i przedsiębiorców. Będzie to trwało – w ujęciu optymistycznym – tak długo, jak globalny kryzys finansowo-gospodarczy. Polska nie jest krajem o pozycji Wielkiej Brytanii ani Szwecji, aby móc być w UE, a jednocześnie zatrzymać swój proces integracji, świadomie nie wchodząc do strefy euro.

Zresztą obecnie nawet w tych krajach szybko rośnie grono zwolenników przyjęcia euro.

Wariant „nie wiem”

Scenariusz niezdecydowania i impasu decyzyjnego jest najgorszym z możliwych, gdyż nie daje szansy na sprzyjającą politykę EBC i KE ani nie kreuje obrazu wiarygodnej polityki monetarnej Polski. Taka postawa przedłużającej się dyskusji, emocjonalnego referendum etc. w konsekwencji sprowokowałaby spekulacyjną apokalipsę. Nie byłoby takiego granicznego poziomu kursu złotego, który osłabiany kolejnymi natarciami kapitału spekulacyjnego dałby się obronić. Zostałyby jeszcze bardziej nadwątlone skromne w sumie podstawy względnej stabilizacji systemu gospodarczego, budżetowego i monetarnego, a spełnienie ponowne kryteriów z Maastricht – budżetowych i monetarnych – oddaliłoby się w bliżej nieokreślonej przyszłość.

Wariant „tak”

Niewątpliwie trudniej realizowalny scenariusz w porównaniu z warunkami lat 2006–2007, ale nadal realny. Z dopuszczalnym poziomem ryzyka ze strony kapitału spekulacyjnego, który wiedząc, że w takim wariantcie Polska może liczyć na wsparcie EBC i KE mniej byłby skłonny do bardzo agresywnych działań spekulacyjnych. Ponadto – mimo oczywistych trudności prowadzenia zgodnej z kryteriami konwergencji polityki budżetowej i monetarnej w warunkach kryzysu – wariant ten prowadziłby w horyzoncie dwóch lat do ponownego wzmacniania fundamentów stabilnej polityki gospodarczej. W scenariuszach determinowanych wchodzeniem korytarzem ERM2 do strefy euro sprawa kursu odniesienia na czas ERM2 związana byłaby w w znacznym stopniu z zasadami mobilizacji wsparcia ze strony EBC i innych instytucji wspólnotowych dla prowadzonej przez Polskę polityki monetarnej, w tym kursowej.

Podjęciem ryzyka prognozowania, co dalej ze złotym i jego kursem na okres pobytu w ERM2 od połowy 2009 r., można założyć, że takim kursem mógłby być przedział 1 euro = 4,5–4,6 zł w zależności od sposobu prowadzenia polityki monetarnej i współpracy z EBC na rynkach pieniężnych. ■

