

Rozdział 9

Wpływ światowego kryzysu gospodarczego na rynek walutowy w Polsce

Jacek Pera

9.1. Wstęp

Światowa recesja w gospodarce światowej trwa od sierpnia 2007 roku. „Rozlała się” ze Stanów Zjednoczonych na cały świat, doprowadziła do bankructwa wielu banków, zaostrzenia procedur nadzorczych oraz bardzo dużych turbulencji na międzynarodowych rynkach finansowych. Ikony liberalnej gospodarki zostały przejęte – np. Bear Stearns – albo upadły, jak Lehman Brothers. Inną, niepokojącą konsekwencją kryzysu jest nacjonalizacja instytucji finansowych, takich jak Fannie Mae i Freddie Mac oraz gigantycznego amerykańskiego ubezpieczyciela AIG. W niektórych krajach końca recesji nie widać – co więcej zaczyna się ona nasilać, czego przejawem jest rosnące zadłużenie poszczególnych państw i niebezpieczeństwo ich bankructwa. Proces ten niestety został zapoczątkowany przez Grecję, ale w dalszej „kolejce” stoją już: Hiszpania, Portugalia, Włochy, Irlandia. Realne niebezpieczeństwo problemów finansowych dotyczy również nowych krajów Unii Europejskiej. W chwili obecnej można zaobserwować niekończącą się spiralę paniki na międzynarodowych rynkach walutowych, spowodowaną opisanymi powyżej zjawiskami. Wszystko to skłania do głębszej analizy sytuacji na polskim rynku walutowym w kontekście utrzymującej się światowej recesji.

Ważny jest też tutaj drugi aspekt, a mianowicie stabilność całego światowego systemu walutowego uzależniona jest od stabilności częściowej poszczególnych systemów walutowych. Wynika to z globalnego zjawiska, ponieważ funkcjonowanie międzynarodowego systemu walutowego uzależnione jest od istnienia częściowych systemów pieniężnych na świecie – określonych przez poszczególne rynki walutowe, na poziomie gospodarek narodowych. Występuje tu swoisty dualizm, bowiem częściowe rynki walutowe mają istotny wpływ na kształtowa-

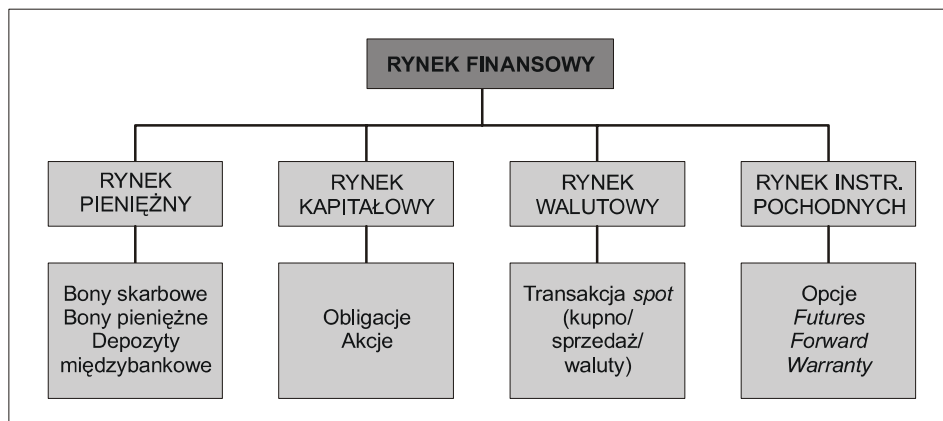
nie się globalnego systemu walutowego, ale i ten system tworzy i określa poszczególne rynki walutowe. Dlatego też, aby w pełni scharakteryzować – a w dalszej kolejności poddać analizie Polski rynek walutowy, należy w pierwszej kolejności określić globalny rynek walutowy.

9.2. Istota i funkcjonowanie międzynarodowego rynku walutowego

Współczesny międzynarodowy rynek walutowy jest jednym z segmentów światowego rynku finansowego, do których zalicza się: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek bankowy, rynek ubezpieczeń oraz rynek derywatów i instrumentów pochodnych. Jest on największym z rynków, na którym dokonywane są – najczęściej za pomocą sieci telekomunikacyjnej i platform systemowych – transakcje zakupu oraz sprzedaży walut. Oznacza to, że zdecydowana większość obrotów dewizowych odbywa się bez przepływu pieniądza papierowego, a jedynie skrypturalnego (w postaci zapisów na rachunkach i kontach bankowych oraz np. euro not). Transakcji tych dokonywać można codziennie przez całą dobę – od 23.00 w niedzielę do 23.00 w piątek (wg czasu środkowoeuropejskiego) – co powoduje, że jest on rynkiem o pełnym dostępie. Rynek ten zorganizowany jest wokół Forex (*Foreign Exchange*), który jest największym rynkiem na świecie, o obrotach sięgających kilku bilionów dolarów amerykańskich dziennie. Największą zaletą jest jego ogromna płynność powodująca, że sprzedaż lub kupno dowolnej ilości waluty w każdym momencie nie stanowi problemu.

Forex jest rynkiem typu OTC (*Over The Counter*) – tj. zdecentralizowanym, bez jednostki nadzorującej obrót (tak jak ma to miejsce w przypadku np. giełd papierów wartościowych).

Schemat 9.1. Podział rynku finansowego



Źródło: S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 299.

Zasady funkcjonowania rynków walutowych są identyczne jak wszystkich innych rynków (np. wymienionych wcześniej). Transakcje przeprowadza się tutaj walutami, czyli instrumentami finansowymi o najwyższym stopniu płynności. Jest to rynek międzynarodowy, przedmiotem transakcji są wszystkie waluty świata. Uczestnikami rynku walutowego są osoby fizyczne i prawne, ale przede wszystkim: banki komercyjne, wyspecjalizowane firmy brokerskie oraz międzynarodowe domy maklerskie.

Pomimo iż rynek walutowy fizycznie nie istnieje, można wyróżnić kilka ośrodków finansowych, które wyspecjalizowały się w handlu walutami. Zaliczyć do nich można: giełdy w Chicago i Nowym Jorku w Ameryce Północnej, w Londynie i Frankfurcie n. Menem w Europie oraz w Tokio i Singapurze w Azji.

Znaczenie rynku walutowego dla gospodarki każdego kraju jest bardzo ważne, ponieważ pełni on dla niej następujące funkcje¹:

- Wiąże ceny towarów i usług w skali międzynarodowej.
- Ułatwia rozwój handlu międzynarodowego.
- Stanowi najważniejszy mechanizm alokacji zasobów w skali światowej.
- Wiąże międzynarodowe rynki finansowe przyczyniając się do tworzenia międzynarodowego rynku finansowego.
- Umożliwia transfer kapitałów w skali międzynarodowej.

Do głównych czynników oddziałujących na rynek walutowy zalicza się²:

- Zmiany dochodu narodowego.
- Zmiany poziomu cen.
- Charakter cen.
- Poziom realnych stóp procentowych.
- Bilans handlowy.
- Preferencje walutowe.
- Ryzyko finansowe i polityczne.
- Psychologia uczestników rynku.

Rynek walutowy pełni wiele istotnych funkcji w gospodarce kraju, takich jak³:

- umożliwia porównanie krajowych cen towarów, usług i instrumentów finansowych z cenami występującymi w innych krajach,
- zapewnia porównywalność cen w skali międzynarodowej,
- przyczynia się do rozwoju handlu zagranicznego,
- ustalane na rynku walutowym kursy walutowe są najważniejszą ceną każdej otwartej gospodarki rynkowej,
- umożliwia dokonywanie transferu siły nabywczej między krajem a zagranicą,
- wiąże krajowy rynek finansowy z międzynarodowym rynkiem finansowym,

¹ Stock.wne.uw.edu.pl.

² E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, PWN, Warszawa 1998, s. 12–13.

³ P. Misztal, *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004, s. 17.

– jest jednym z najważniejszych narzędzi, za pomocą którego rządy realizują cele polityki gospodarczej.

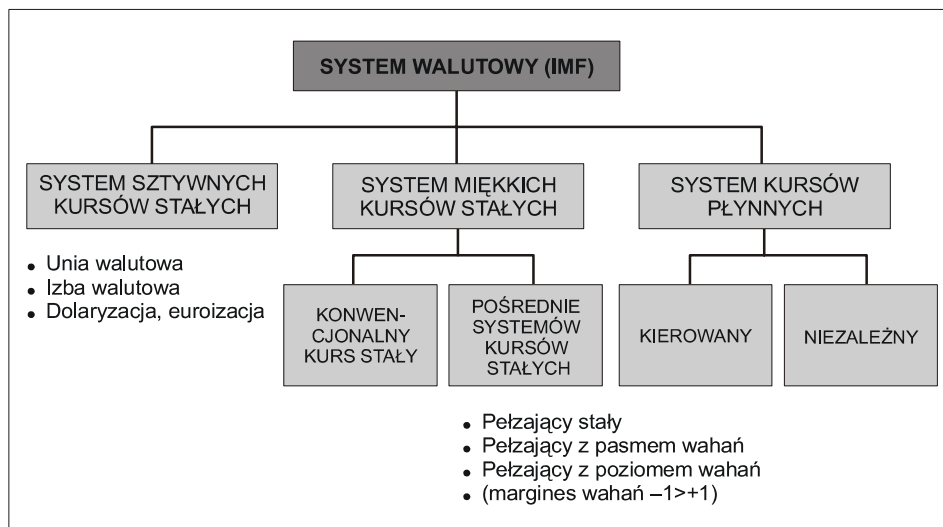
Wyznacznikiem rynku walutowego jest cena w postaci kursu walutowego, który można podzielić na następujące rodzaje:

1. Szttywne – są określane jako takie kursy, które się z reguły nie zmieniają. Niestety nie mają one jakiegokolwiek podstawy ekonomicznej.
2. Stałe – obrazują kursy, które swobodnie mogą się nieznacznie zmieniać, ale są one jednak ograniczone ze względu na ściśle określony czas.
3. Płynne – w ich przypadku pieniądz jest potraktowany jako towar, a jego cena, czyli kurs, kształtuje się na rynku walutowym w wyniku swobodnej gry sił rynkowych popytu i podaży.
4. Wolnorynkowe – przedstawiane tylko przez podaż oraz popyt na waluty obce na rynku krajowym.
5. Czarnorynkowe – określone poprzez nielegalne transakcje sprzedaży bądź kupna danej waluty.
6. Stałe krótkookresowe (tzw. kursy pełzające) – kursy stałe, które podlegają częstym zmianom, głównie pod wpływem wyższego tempa inflacji obecnej w danym kraju, a dzięki czemu można wpływać na częstotliwość zmian wahania kursu walutowego.
7. Szttywne kursy walutowe – kursy, które się nie zmieniają w długim okresie czasu.
8. Kursy zmienne – zalicza się do nich kursy wolnorynkowe i płynne.
9. Stałe o szerokiej marży wahań wokół parytetu – określane są pod względem zakresu wahań parytetu, przez co są w stanie zdetrionizować rozbieżności w bilansie płatniczym.
10. Jednolite – określają połączenie pojedynczych obrotów płatniczych w jeden, po czym określają cenę waluty po kursie jednolitym.
11. Dualne – są stosowane bardzo rzadko. Przedstawiają one wprowadzenie dwóch oficjalnych rodzajów kursów. Różnią się między sobą zastosowaniem, jeden jest wprowadzony dla obrotów handlowych, drugi zaś przedstawia obroty kapitałowe. Wprowadza się wtedy dwa oficjalne kursy walutowe: jeden dla obrotów handlowych, a drugi dla obrotów kapitałowych.
12. Walutowe potrzebujące ograniczonej interwencji państwa – kursy płynne, z załączeniem okresowych interwencji walutowych.
13. Walutowe potrzebujące ograniczonej interwencji państwa oraz zastosowania środków polityki gospodarczej, w celu podtrzymania danego systemu kursu walutowego.

Kurs walutowy są wartością wymienną dwóch walut – cena, jaką trzeba zapłacić w danej walucie za nabycie jednej jednostki waluty innego kraju. Trzeba pamiętać, że kurs walutowy – będąc ceną pieniądza zagranicznego – spełnia 2 ważne funkcje:

- informacyjną – informuje osoby fizyczne i prawne o cenie walut obcych,
- cenotwórczą – jest to przenoszenie poprzez kurs walutowy zagranicznego układu cen na układ krajowy.

Schemat 9.2. Rodzaje systemów walutowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, PWN, Warszawa 1998, s. 22.

Kurs służy również do przeliczania cen zagranicznych na ceny krajowe. Dzięki niemu ustala się koszyk dóbr i jednocześnie parytet siły nabywczej danej waluty, czyli porównanie cen towarów krajowych z cenami towarów zagranicznych.

W ramach tych grup można wyróżnić dodatkowe czynniki rynkowe, które określają kurs walutowy. Są to: gospodarka, polityka, środowisko i ludzie (rysunek 9.1.).

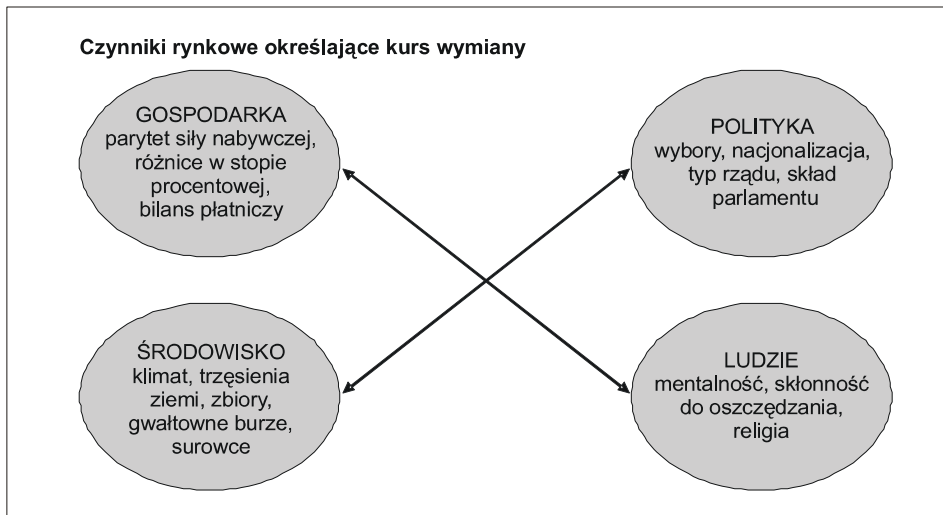
Kurs walutowy określa wartość danej waluty względem drugiej. Wszelkie zmiany, które są obecne na rynku walutowym, mają wpływ na sytuację gospodarki w danym kraju i posiadają określone terminy w poszczególnych kursach. A zatem z polityką kursową każdego państwa wiąże się nierozzerwalnie zagadnienie wielkości przedziału wahań kursu oraz jego płynność i zróżnicowanie.

Problemy związane z polityką kursową dobrze przedstawia trójkąt Frankela, który ukazuje niemożność osiągnięcia 3 celów, jakimi są: stabilność kursu, niezależność monetarna oraz pełna mobilność kapitału przy wyborze konkretnego systemu walutowego (rysunek 9.2.).

Trzeba pamiętać, że o wielkości przedziału wahań kursu decyduje głównie system pieniężny danego kraju. W systemie waluty złotej rozmiary fluktuacji kursu wyznaczały tzw. punkty złota. Jeżeli np. we Francji kurs waluty niżkował, wówczas importerzy francuscy musieli płacić więcej np. za dolary amerykańskie.

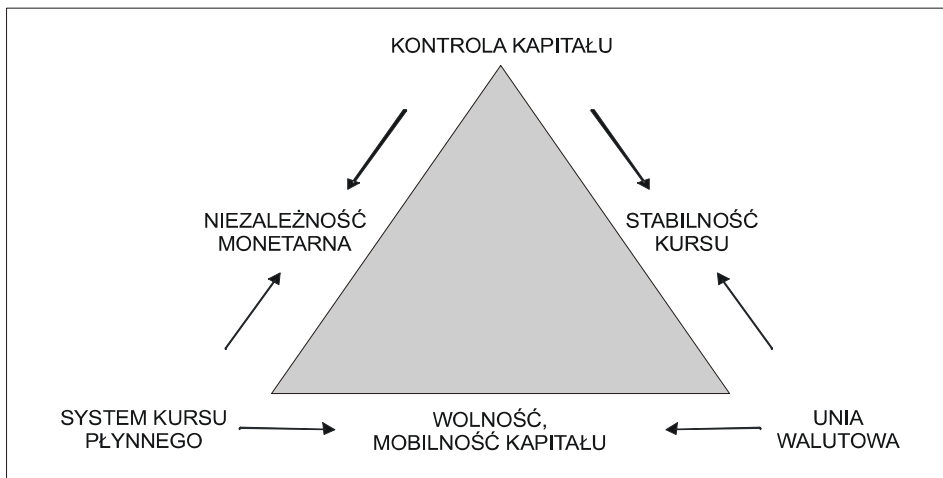
kańskie. Gdy kurs dolara amerykańskiego we Francji wzrósł, wówczas francuskiemu importerowi opłacało się wymieniać franki za złoto, a następnie, pokrywając koszty jego transportu i ubezpieczenia – regulować zobowiązania wobec amerykańskiego eksportera – złotem monetarnym.

Rysunek 9.1. Czynniki rynkowe określające kurs wymiany



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze u progu XXI wieku*, pod red. S. Miklaszewskiego, Difin, Warszawa 2003, s. 75.

Rysunek 9.2. Trójkąt Frankela



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Drabowski, *Klasyfikacja kursów walutowych*, „Handel Zagraniczny” 1982, s. 23.

W systemie kursów stałych kurs walutowy utrzymuje się w określonym przedziale zwanym tunelem kursu. I tak, jeśli kurs odchyła się o więcej niż przewiduje poziom bezpieczeństwa (wyznaczony chociażby w oparciu o konstrukcję węża walutowego) – władze finansowe danego kraju mają obowiązek dokonywania interwencji na rynku walutowym, dostosowując podaż walut obcych do popytu na nie. Często rolę danego państwa przejmuje powołana do tego – wspomniana wcześniej – Grupa G8.

W przypadku kursu płynnego, który determinuje całość współczesnego rynku walutowego – przedział swobody jego wahań może być znaczny, jakkolwiek ma on pewne granice wyznaczone przez poziom równowagi bilansu płatniczego. Kurs ten spada w momencie pojawienia się deficytu w bilansie płatniczym.

Współcześnie w gospodarkach rynkowych powszechnie stosowany jest kurs płynny.

Polityka kursu płynnego oznacza formalne zniesienie przez państwo granic wahań kursu walutowego, a z drugiej strony, takie oddziaływanie na ten kurs przez państwo, aby w każdym momencie był on możliwie najbliższym swego poziomu optymalnego. Państwo może wpływać na kurs tylko w sposób pośredni, tj. oddziaływując na popyt i podaż na rynku walutowym. Oddziaływanie to może przyjmować formę interwencyjnych zakupów i sprzedaży walut przez bank centralny. Jeżeli kurs spada, to bank centralny może temu przeciwdziałać przez sprzedaż na krajowym rynku, co wpływa na obniżenie ich kursu, a tym samym na wzrost kursu waluty krajowej. Jeżeli dąży się do obniżenia kursu waluty krajowej, podejmuje politykę odwrotną.

Zaletą takiej polityki jest możliwość: wykorzystania mechanizmu kursu walutowego, który samoczynnie przywraca równowagę bilansu płatniczego oraz dostosowanie poziomu kursu do zmieniającej się sytuacji w gospodarce na rynku wewnętrznym.

Niebezpieczeństwem stosowania tego rodzaju polityki w gospodarce krajów wolnorynkowych jest niepewność w obrotach gospodarczych z zagranicą, co związane jest z możliwością wystąpienia względnie dużej amplitudy wahań kursu – jeżeli kurs ulega silnym wahaniom trudno jest ustalić opłacalność zawieranych z zagranicą transakcji.

Najważniejszym elementem kursu płynnego są jego determinanty. Trzeba pamiętać, że wszystkie „odchyły” w ich obszarze w stosunku do akceptowanych wielkości – stanowią zagrożenie dla stabilności systemów walutowych poszczególnych gospodarek narodowych – co można zaobserwować od początku trwania współczesnej recesji w światowej gospodarce, tj. od 2007 roku. Co istotne – ich wpływ ma charakter globalny, a więc ich oddziaływanie dotyczy również gospodarek, które stosują kursy zróżnicowane czy stałe. Dlatego parametryzacja tych determinantów oraz ich dogłębna analiza połączona z mitygacją może stanowić częściowe remedium na trwającą – od wspomnianego 2007 roku – silną turbulencję na rynkach walutowych.

Determinanty kursu płynnego zostały opisane w teoriach kursu walutowego. I tak w teorii parytetu siły nabywczej (PPP) czynnikami określającymi te determinanty są: ceny na rynkach międzynarodowych, restrykcje w handlu zagranicznym, spekulacje walutowe, przepływy kapitałów i oczekiwania inflacyjne⁴. Efekt Balassy-Samuelsona dowodzi, że różnice w wydajności pracy między krajami zakłócają kształtowanie się kursu walutowego na poziomie PPP⁵.

W teorii parytetu stóp procentowych – gdzie parytet ten oznacza, że zgodnie z prawem jednej ceny realna stopa procentowa, którą określa się stopą zwrotu z inwestycji między krajami, wyrównuje się – niepokryty parytet oznacza, że inwestor dokonujący lokaty za granicą świadomie przyjmuje ryzyko zmiany kursu walutowego⁶. W modelu Mundella-Fleminga przyjęto założenie, wzrost światowej stopy procentowej działa ekspansywnie na gospodarkę krajową, natomiast obniżka oddziałuje depresyjnie przy istnieniu płynnych kursów walutowych⁷. W koncepcji overshootingu R.Dornbuscha – deprecjacja waluty w stopniu bardziej niż proporcjonalnym zwiększa konkurencyjność gospodarki i zwiększa eksport. Utrzymuje się zwiększony popyt, a przedłużające się ożywienie gospodarcze powoduje wzrost cen. Zmniejsza to realną podaż pieniądza, następuje uruchomienie tendencji aprecjacyjnych, kurs walutowy wraca do normy, a gospodarka do poziomu równowagi⁸. Zgodnie z teorią zasobową – kurs walutowy jest to cena aktywów zagranicznych względem aktywów krajowych. Aktywa te to przede wszystkim akcje, obligacje i inne papiery wartościowe. Tak więc zmiana kursu jest to zmiana relacji między cenami aktywów rynku krajowego i zagranicznego⁹. W analizie determinantów określających płynny kurs walutowy bardzo istotną rolę odegrywają niefundamentalne koncepcje kursu walutowego. W myśl tych teorii – nieprzewidywalność i zmienność kursów walutowych określona jest przez następujące czynniki: nieefektywność rynku finansowego, płytki rynek dewizowy, destabilizujące przepływy kapitałów, samospełniające się oczekiwania oraz autonomiczny rozwój rynku walutowego w oderwaniu od tzw. sfery relanej¹⁰.

Syntetyczność zaprezentowanych opisów podstawowych teorii kursu walutowego wskazuje na bardzo obszerny i złożony charakter kursu płynnego – a co najważniejsze – na jego bardzo szerokie oddziaływanie na wszystkie sfery gospodarki. Jak wspomniano powyżej – dokładna analiza wszystkich determinantów kursu płynnego, ich wpływu na sfery gospodarki będzie istotnym czynnikiem mitygującym znaczne wahania i niestabilność w zakresie kursów walut.

⁴ J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 52.

⁵ Tamże, s. 58.

⁶ Ibidem, s. 64.

⁷ Op. cit., s. 68.

⁸ Tamże, s. 72.

⁹ Ibidem, s. 76.

¹⁰ Tamże, s. 79.

Ponieważ nie wszystkie kraje mają w chwili obecnej gospodarki rynkowe, dlatego też w ich polityce kursowej dużą rolę odgrywa kurs zróżnicowany. Polega on generalnie na ustaleniu dla danej waluty kilku kursów, przy czym zróżnicowanie może być dokonane według tytułów płatności lub według walut poszczególnych krajów. Warunkiem prowadzenia takiej polityki jest istnienie w kraju ograniczeń dewizowych. W przypadku swobodnie działającego rynku walutowego różne poziomy kursu zostałyby pod wpływem podaży i popytu. Kurs ten może być zróżnicowany w zależności od rodzaju towarów.

Kraje – głównie Ameryki Południowej – wykorzystują kurs zróżnicowany do: utrzymania równowagi bilansu płatniczego, ochrony produkcji krajowej i rynku wewnętrznego, preferowania lub dyskryminowania określonych krajów.

W oparciu o powyższe, obok innych kategorii mikro- i makroekonomicznych, kurs walutowy jest istotnym czynnikiem stymulującym rozwój gospodarczy każdego kraju i mającym wpływ na jego wszystkie podstawowe wielkości makroekonomiczne.

9.3. Charakterystyka rynku walutowego w Polsce

Ponieważ rynek walutowy jest nierozzerwalnie powiązany z gospodarką – przed dokonaniem projekcji należy przedstawić warunki gospodarcze, które panowały w Polsce w analizowanym okresie na tle gospodarki światowej (szczególnie w tak newralgicznych jej punktach, jak wzrost gospodarczy i inflacja).

Charakterystyka rynku walutowego w Polsce i jego analiza wymaga wcześniejszego przeanalizowania warunków mikro- i makroekonomicznych, które miały bezpośredni wpływ na kształtowanie się stosunków walutowych w Polsce w momentach charakterystycznych dla analizowanego okresu, a mianowicie w latach 1989–2005 oraz 2006–2011¹¹.

9.3.1. Lata 1989–2005

W latach 1989–2005 kurs złotego kształtowały liczne procesy makroekonomiczne – o charakterze zarówno długookresowym, jak i cyklicznym. Na wartość polskiej waluty oddziaływały szoki wywodzące się nie tylko ze sfery realnej gospodarki, lecz również z jej sfery nominalnej. W analizowanym okresie występowały okresy względnej stabilności kursu złotego, ale były też takie, które

¹¹ D. Dawidson, *Analiza techniczna międzynarodowego rynku walutowego oraz próba jego projekcji na tle zmian w gospodarce światowej*, UEK, Kraków 2009, 12, 77–83 i dalsze. Dla potrzeb analizy zestawiono – zdaniem autora – najważniejsze pary walutowe w stosunku do złotówki, a mianowicie: USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN.

charakteryzowały się kilkudziesięciowymi zmianami wartości polskiej waluty, zachodzącymi w ciągu kilku miesięcy.

W 1989 roku, gdy rozpoczął się proces transformacji polskiej gospodarki – pierwszą reakcją kursu złotego była jego realna deprecjacja. W okresie od pierwszego kwartału 1989 roku do pierwszego kwartału 1990 roku realny efektywny kurs złotego deflowany wskaźnikiem cen konsumenta osłabł o 33%. Wynikało to między innymi z dwóch przyczyn. Po pierwsze, uwolnienie cen – które były cały czas do momentu ich uwolnienia kontrolowane – wywołało gwałtowny wzrost inflacji, której bardzo wysoki poziom zniechęcał potencjalnych inwestorów do utrzymywania oszczędności w walucie krajowej. W konsekwencji przełożyło się to na znaczny wzrost przez podmioty krajowe – aktywami zagranicznymi. Spadek złotego, który nastąpił w niedługim czasie, doprowadził rynek do zbilansowania¹². Po drugie, początkowa deprecjacja złotego wynikała z decyzji o charakterze politycznym. Utrzymanie świeżo wprowadzonej wymienialności waluty krajowej było w tym czasie dużym wyzwaniem dla nowych władz monetarnych, zwłaszcza w zestawieniu z niską wówczas wiarygodnością kredytową Polski. W takich warunkach zezwolenie na niedowartościowanie złotego wydało się decyzją lepszą, niż próba utrzymania kursu na mocniejszym poziomie, która mogła zakończyć się zawieszeniem wymienialności¹³. Po początkowym okresie niedowartościowania relatywny kurs złotego umocnił się, jak należy sądzić, wskutek samoistnej korekty oraz w wyniku wzrostu poziomu kursu równowagi, związanego z działaniem licznych czynników o charakterze strukturalnym. Jednym z nich była zmiana systemu z centralnie sterowanego na wolnorynkowy. Drugim czynnikiem, który przyczynił się do aprecjacji kursu realnego, było uwolnienie cen kontrolowanych oraz wprowadzenie podatków pośrednich. W rezultacie kurs realny mógł się umocnić bez negatywnego wpływu na saldo wymiany handlowej. W efekcie powyższych zmian w latach 1990–1994 relatywny kurs złotego umocnił się o około 125%¹⁴.

Reczywisty rozwój polskiego rynku walutowego rozpoczął się od 1990 r. wraz z procesem transformacji polskiej gospodarki i stopniowym przechodzeniem do gospodarki wolnorynkowej. Proces ten związany był głównie z „planem Balcerowicza”, którego realizacja stanowiła odzwierciedlenie fatalnego stanu gospodarki polskiej na początku lat 90. Założeniem tej reformy była stabilizacja gospodarki, związana ze zwiększeniem wzrostu gospodarczego, który w 1989 r. w wartościach realnych kształtował się na poziomie 0,2% w skali roku, obniżeniem bezrobocia o ponad 30% w przeciągu 10 lat oraz w szczególności obniżenie poziomu inflacji, która w 1990 r. sięgała poziomu 600%¹⁵.

¹² M. Rubaszek, D. Serwa, *Analiza kursu walutowego*, (red.) W. Marcinkowska-Lewnadowska, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 25.

¹³ Tamże, s. 26.

¹⁴ Ibidem, s. 27.

¹⁵ S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 327.