

Zjawisko umacniania się złotego na rynku walutowym w Polsce

Renata Karkowska

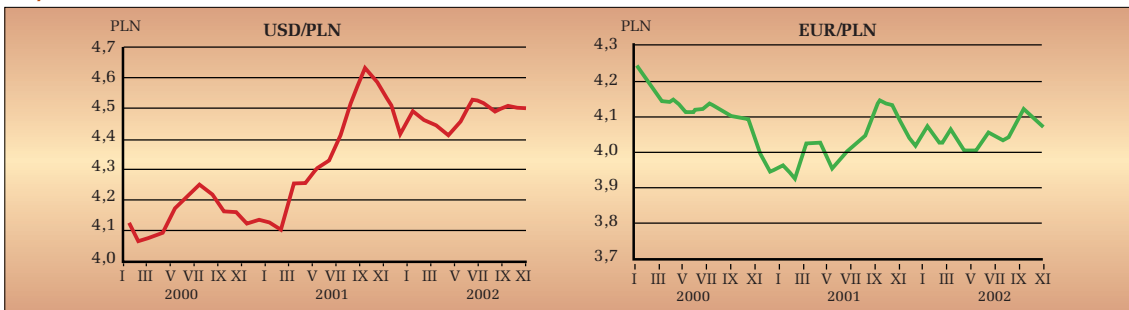
Wstęp

Na początku zacznijmy od krótkiej historii polskiej waluty. Kiedy 11 kwietnia 2000 r. rząd i NBP podjęły decyzję o upłynnieniu polskiej waluty, czyli o zniesieniu parytetu, pełzającej dewaluacji i dopuszczalnego pasma wahań kursowych +/-15%, założyły poddanie złotego oddziaływaniu rynku, a tym samym akceptację zmienności jego kursu wobec innych walut. Dzień wcześniej za jednego dolara płacono w Warszawie prawie 4,15 zł, a za jedno euro – niemal 4 zł. Dwa lata później, w połowie kwietnia 2002 r. dolar kosztował niespełna 4,10 zł, a euro – trochę ponad 3,60 zł. W ujęciu nominalnym złoty przez dwa lata wzmacnił się o około 1,5% wobec dolara i aż o 10% wobec euro. Odejście od celu kursowego w polityce monetarnej oznaczało jednocześnie pełne zorientowanie jej na cel inflacyjny. Przypomnijmy, że przez te dwa lata stopa inflacji w Polsce była wyższa niż

w USA i Unii Europejskiej. Łatwo więc zauważyć, że realne wzmocnienie kursu złotego wobec obu walut musiało przewyższać wzmocnienie nominalne. Warto również nadmienić, że wraz ze zmniejszaniem się różnicy między stopami inflacji skala realnego wzmocnienia także stopniowo malała. W latach 2000–2002 przejściowo zdarzały się sytuacje (na przykład w lipcu 2001 r.), gdy złoty był nawet o ponad 10% słabszy niż w kwietniu 2000 r. Przeważnie było to spowodowane spadkiem zaufania inwestorów zagranicznych do tzw. *emerging markets*. Gdy mijały kryzysy walutowe w Argentynie czy Turcji, inwestorzy podnosili *rating* złotego, a wraz z tym znów rosła jego siła.

Wydarzenia na świecie miały zapewne pośredni wpływ na zaufanie do złotego i mogły przejściowo go osłabiać. Przede wszystkim jednak w Polsce działało wiele czynników ekonomicznych i politycznych, które musiały umacniać złotego.

Wykres 1 Kurs USD/PLN i EUR/PLN



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

1. Utrzymywało się znaczne zainteresowanie polskimi papierami skarbowymi w wyniku stałych naciśnięć politycznych na RPP. Sprawilo to, że zagraniczne banki inwestycyjne wierzyły w nieustającą redukcję stóp w Polsce. Właśnie ten stymulator, wraz z istniejącą różnicą między poziomami stóp procentowych w Polsce i za granicą, jest źródłem spekulacyjnego popytu na złote.

2. Niską inflację i pozostający pod kontrolą deficyt obrotów bieżących możemy zaliczyć do najistotniejszych wskaźników kształtujących zaufanie do każdej waluty. Przez te dwa lata inflacja spadła z około 10% do około 0,5%, a relacja deficytu obrotów bieżących do PKB – z ponad 8% do około 4%.

3. Mocny złoty jest również pochodną przyszłego przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Reguła: im bliżej do Unii, tym większa presja aprecjacyjna na walutę, ujawniła się już w wielu krajach i nie ma powodu, by Polska była wyjątkiem.

4. Oczekiwanie na przepływy walutowe związane z prywatyzacją. Mimo że przewidywania te się nie sprawdziły, to wiara inwestorów w walutę niekiedy była bliższa ich własnym wyobrażeniom niż faktom.

Skoro udało nam się wyodrębnić czynniki wzmacniające złote, warto byłoby wskazać te, które prowadzą do jego osłabienia. W gruncie rzeczy istnieją tylko trzy takie narzędzia.

1. Bezpośrednie interwencje NBP na rynku walutowym. Wiąże się to oczywiście z ponoszeniem kosztów, a skuteczność tego narzędzia może okazać się problematyczna, z uwagi na to, że rynki finansowe często są w takich starciach silniejsze od banków centralnych. Przekonali się o tym Czesi, walczący od pewnego czasu – przy dużym koszcie i z mizernym skutkiem – o słabszą koronę.

2. Przekonywanie inwestorów o nietrafności inwestycji i podrywanie ich wiary we własny pieniądz przez środowisko polityczne. Sposób ten wydaje się skuteczny na krótką metę, bo co będzie, gdy chcąc spowodować tylko kilkuprocentową obniżkę kursu nadmiernie wystraszymy inwestorów. Budzenie obaw światowych inwestorów portfelowych łatwo może się także prze-

nieść na rodzimych posiadaczy oszczędności, którzy dzisiaj ufają złotemu na tyle, by lokować w nim ponad 80% swoich zasobów, i nie byłoby dobrze, gdyby nagle zechcieli je przesunąć ku walutom obcym.

3. Współdziałanie działań rządu i RPP, mające na celu przekonanie rynków, że w bliskiej przyszłości nie przewiduje się obniżania stóp procentowych. Narzędzie to mogłoby okazać się skuteczne, ale wymaga harmonizacji działań, o którą wciąż u nas trudno.

Działanie i skuteczność interwencji walutowych zostaną przedstawione w dalszej części niniejszego opracowania. Teraz tylko kilka zdań komentarza. Świadome i celowe osłabianie złotego wiąże się z wysiłkiem, ryzykiem i kosztami, a jego efekty mogą być znikome lub ograniczone w czasie. Warto byłoby się zastanowić się nad celowością takiego działania. Jeśli nawet mocny złoty naprawdę jest nieszczęściem dla eksporterów, to bez wątpienia stanowi błogosławieństwo dla tych, którzy zależni są od dostaw z zagranicy lub zaciągnęli kredyty w walutach obcych. Rozwiązaniem byłoby przeprowadzenie nie całkiem łatwego rachunku matematycznego: o ile dzięki mocnemu kursowi spadła rentowność przedsiębiorstw eksportujących, w porównaniu z tym, o ile podniosła się rentowność przedsiębiorstw importujących. Albo o ile zmalały koszty obsługi długu u tych, którzy korzystają z kredytów walutowych? Możliwość pełnego oszacowania strat i zysków, które w związku z mocnym złotym powstają w skali całej gospodarki, wydaje się dość trudna. Z drugiej strony sensowne wydaje się to, że zmiany kursu złotego powinny być rozpatrywane osobno względem dolara i euro. Inne mechanizmy mogą prowadzić do wzrostu kursu USD/PLN, inne zaś do wzrostu kursu EUR/PLN. Inne są również następstwa wzrostu każdego z tych kursów.

Słabszy złoty ma pomóc eksporterom – czy jednak nie w krótkookresowej perspektywie? Czy może problem leży w modernizacji i poprawieniu efektywności pracy przedsiębiorstw, a nie w ucieczce w słabszy kurs waluty?

Tyle wstępu, przejdźmy teraz do przeanalizowania zjawiska bardziej szczegółowo.

Czynnik pierwszy - obniżki stóp procentowych

Poziom kursu walutowego jest wynikiem z jednej strony wymiany towarowej, z drugiej funkcjonowania rynków finansowych. Polski rynek walutowy należy do wyjątkowo płynnych, co powoduje wysoką wrażliwość na operacje nawet rzędu 250 mln USD. Obroty dzienne w Polsce szacowane są na około 3 mld USD; wielkość ta jest kroplą w morzu w porównaniu z obrotem na rozwiniętych rynkach finansowych. Inwestorzy prowadząc transakcje kupna i sprzedaży waluty śledzą również prognozy sytuacji gospodarczej. Podobnie jest z oczekiwaniami poziomu stóp procentowych.

Wiadomo, że inwestorzy krajowi i zagraniczni zabrają się na redukcji stóp procentowych, posiadając w portfelach instrumenty dłużne o stałym dochodzie. Relacja między ceną a oprocentowaniem jest następująca – ceny instrumentów o stałym dochodzie (np. obligacji czy bonów Skarbu Państwa) rosną wraz ze spadkiem ich stóp. Efekt jest tym silniejszy, im niższy jest poziom stóp procentowych. Prognozy, że stopy ulegną redukcji na kolejnym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, powodują wzmożony napływ kapitału spekulacyjnego – również zagranicznego – na rynek instrumentów o stałym dochodzie, co prowadzi do aprecjacji waluty.

Oczekiwania rynku na obniżki stóp procentowych wpływają na poziom kursu złotego. Do przeanalizowania tego zjawiska można wziąć pod uwagę przewidywania analityków co do kształtowania się stopy interwencyjnej NBP w ciągu najbliższego miesiąca, publikowane przez agencję Reuters. Analiza (patrz wykres 2) obejmuje okres od stycznia 2001 r. do maja 2002 r. i przedstawia, jaki wpływ na umocnienie (bądź osłabienie) złotego względem koszyka walut ma zmiana oczekiwań redukcji stóp procentowych¹.

Na wykresie 1 możemy zaobserwować, jak oczekiwania na redukcję stóp procentowych powodują aprecjację złotego (pole A), natomiast w sytuacji odwrotnej – oczekiwań inwestorów na podwyżki stóp procentowych – złoty ulega aprecjacji (pole C). Pozostaje jednak jeszcze pole B i D, co oznacza, że na poziom kursu złotego mają wpływ również inne czynniki. Trudno na podstawie tej analizy wyciągnąć znaczące wnioski, ale wydaje się ona interesująca. Jeżeli założymy, że teza o wpływie oczekiwań inwestorów, dotyczących zmian stóp procentowych, na poziom kursu złotego jest prawdziwa, to można by było przypuszczać, że gdy na rynek nie wpływają żadne inne istotne dla poziomu kursu walutowego informacje i istnieje zbieżność co do poziomu zmian stóp procentowych, to kurs nie powinien się zmieniać. Gdy natomiast zachodzi sytuacja odwrotna – następuje zmiana oczekiwań przyszłych redukcji stóp

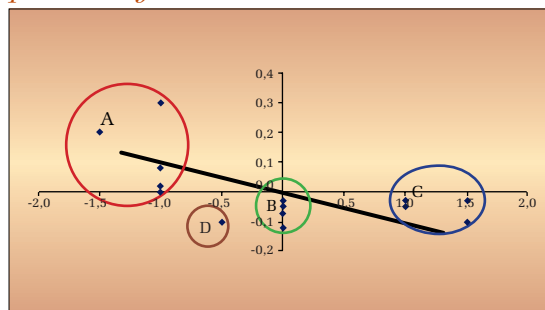
procentowych, mamy również do czynienia ze zmianą poziomu kursu walutowego.

Czynnik drugi – deficyt budżetowy

Wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu i podaż rządowych papierów wartościowych są ważnymi elementami kształtowania się presji aprecjacyjnej. To kolejny z czynników wpływających pośrednio na kurs walutowy. Można polemizować, że skoro w 2000 r. deficyt budżetu i jego potrzeby pożyczkowe nie były jeszcze tak duże, a jednocześnie nastąpił wzrost realnego kursu złotego, to wpływ deficytu budżetowego na aprecjację złotego jest niewielki, a głównie oddziałują na niego stopy procentowe. To prawda, że w 2000 r. realne stopy procentowe były relatywnie bardzo wysokie (w porównaniu z 2002 r.), co powodowało presję aprecjacyjną. Jednak wówczas realny wzrost kursu (oceniany poprzez zmiany jednostkowego kosztu pracy) wyniósł tylko około 5%, natomiast w 2001 r., gdy nastąpiło już wyraźne rozprężenie budżetu, wzrost tego kursu wyniósł około 12%, i to przy obniżających się stopach procentowych. Potrzeby pożyczkowe budżetu w najbliższych latach nie są zaś małe. Kolejne emisje papierów skarbowych w celach pożyczkowych będą wzbudzać potrzebę wymiany dewiz na złote, powodując tym wzmożony popyt na krajową walutę, a tym samym jego aprecjację. Z drugiej strony emitowane przez państwo papiery skarbowe mają określone terminy zapadalności, co powoduje dodatkowe zapotrzebowanie budżetu na spłatę zadłużenia. Płatności zadłużenia Skarbu Państwa w ciągu kolejnych 10 lat nie są małe i bez rolowania papierów skarbowych na pewno się nie obędzie. Spójrzmy, o ile powiększy to deficyt budżetowy (patrz tabela).

Moim zdaniem, w dłuższym okresie podstawowe znaczenie dla pewnego zmniejszenia presji aprecjacyjnej (której nie da się w pełni uniknąć) będzie miało – oprócz niskich i stabilnych stóp procentowych – prowadzenie polityki ograniczania rozmiarów deficytu budżetowego i jego potrzeb pożyczkowych. Im mniejszy

Wykres 2 Krótkoterminowe stopy i kurs. Zmiana oczekiwanego poziomu cięcia stóp procentowych



Źródło: Większe nadzieje, wyższy kurs. „Rzeczpospolita” nr 124, 29.05.2002.

¹ J. Kurylek: Większe nadzieje, wyższy kurs. Oczekiwania na obniżkę stóp procentowych umacniają złote. „Rzeczpospolita” nr 124 z 29.05.2002 r.

Tabela Płatność zadłużenia Skarbu Państwa (w mln zł)

Rok	Wykup zadłużenia krajowego	Wykup zadłużenia zagranicznego	Razem wykup zadłużenia
2002	34.884,76	5.558,31	40.443,07
2003	54.051,41	6.697,41	60.748,82
2004	23.544,62	9.740,55	33.285,17
2005	19.334,13	10.351,68	29.685,81
2006	30.095,44	11.819,20	41.914,64
2007	7.341,98	13.527,85	20.869,83
2008	2.073,29	15.016,17	17.089,46
2009	7.540,22	8.543,25	16.083,47
2010	10.562,66	3.924,49	14.487,15
2011	1.308,50	5.595,73	6.904,23
2012	23,00	1.484,16	1.507,16
2013	23,00	1.879,10	1.902,10
2014	23,00	1.933,14	1.956,14
2015	23,00	478,09	501,09
2016	23,00	448,99	471,99
2017	23,00	794,04	817,04
2018	23,00	370,00	393,00
2019	23,00	345,06	368,06
2020	23,00	45,73	68,73
2021	23,00	41,57	64,57
2022	423,00	41,57	464,57
	–	4,16	4,16
2024	–	4.959,66	4.959,66
Razem	191.390,01	103.599,91	294.989,92
Średnia zapadalność długu (w latach)	3,56	6,89	4,73
Kurs USD	4,1573		
Zadłużenie w USD	70		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MF

deficyt budżetowy, tym mniej dewiz zamienianych na złote i lokowanych w papiery skarbowe.

Czynnik trzeci – wskaźnik inflacji

W przypadku wskaźnika inflacji istnieje ogólna zależność:

inflacja ↓ (spadek) → kurs walutowy ↑ (wzrost)

inflacja ↑ → kurs walutowy ↓

I odwrotna:

kurs waluty krajowej ↑ → koszt importu ↓ → inflacja ↓

kurs waluty krajowej ↓ → koszt importu ↑ → inflacja ↑

Negatywny wpływ inflacji na tempo rozwoju gospodarki, ryzyko inwestycji portfelowych, a zatem na zaufanie inwestorów do danej waluty, wynika z wielu powodów. Warto wymienić chociaż najważniejsze.

Przy inflacji ceny jednych aktywów rosną szybciej, a innych wolniej. Powoduje to, że ceny częściowo przestają informować o rzeczywistej wartości instrumentów na rynku oraz preferencjach inwestorów. Uzyskanie takiej informacji staje się droższe, a ryzyko popełnienia błędu – większe. W rezultacie inwestycje z udziałem

danej waluty nie zawsze trafiają na te instrumenty, które przyniosłyby najwięcej korzyści.

Negatywny wpływ inflacji na długofalowe tempo wzrostu inwestycji kapitałowych, a tym samym zakup waluty jest tym silniejszy, im jest ona wyższa. Wysoka inflacja podlega bowiem większym wahaniom i trudniej przewidzieć jej poziom. Prowadzi to do spadku nie tylko efektywności inwestycji, ale także ich wielkości. Przynajmniej część uczestników rynku finansowego odkłada je do chwili zmniejszenia niepewności. Spadek wielkości inwestycji wynikający z niestabilności cen jest tym głębszy, im większa jest swoboda przepływu kapitału. Znoszenie barier przepływu kapitału zwiększa bowiem możliwości przenoszenia inwestycji w miejsca o niższym poziomie ryzyka makroekonomicznego.

Warto znaleźć odpowiedź na pytanie o wpływ rażącego słabnięcia złotego na inflację w Polsce. Zostawmy więc zjawisko aprecjacji na boku i rozważmy sytuację odwrotną. Czy deprecjacja złotego zagraża osiągnięciu celu inflacyjnego?

Trafne byłoby rozpatrzenie zmian kursu złotego osobno względem dolara i euro. Inaczej może rosnać kurs USD/PLN, a inaczej EUR/PLN. Różne są także

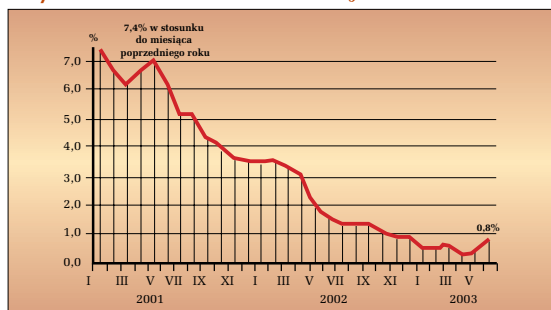
skutki każdego z tych kursów. Liczne badania empiryczne potwierdzają, że wzrost kursu EUR/PLN jest głównie determinowany wzrostem kursu krzyżowego EUR/USD, nie zaś słabością polskiej waluty. Oczywiście kurs złotego może spaść jednocześnie wobec euro i dolara, bez względu na poziom EUR/USD, z przyczyn fundamentalnych dla naszego kraju. Spadek kursu złotego spowoduje wzrost kosztów importu, co przyniesie wzrost stopy inflacji. Można przypuszczać, że wzrost kursu USD/PLN ma większy wpływ na inflację z powodu sztywnego popytu na surowce energetyczne, których import rozliczany jest w dolarach. Denominowany w europejskiej walucie import konsumpcyjny stanowi blisko 10% spożycia w Polsce i charakteryzuje się większą elastycznością cenową. Wzrost kursu euro będzie więc skutkowało zmniejszeniem się skali importu. Dlatego presja inflacyjna nie będzie tak silna jak w przypadku wzrostu kursu dolara.

Czynnik czwarty – wejście do Unii Europejskiej zarobkiem dla spekulantów

Ekonomiści twierdzą, że złoty będzie się systematycznie wzmacniał przed wejściem Polski do UE z dwóch podstawowych powodów. Po pierwsze, będą do nas napływały zagraniczne inwestycje bezpośrednie – albo poprzez transakcje prywatyzacyjne, albo poprzez tzw. *greenfields*, czyli przedsięwzięcia realizowane od zera. Po drugie, skuszeni coraz niższym ryzykiem i ciągle wyższymi stopami procentowymi inwestorzy będą kupowali polskie papiery skarbowe. Pierwszy czynnik wzmacnia złotego, ale jednocześnie zwiększa konkurencyjność gospodarki. *Per saldo* jest więc dla niej korzystny i nikt rozsądny nie będzie powstrzymywał inwestycji tylko po to, żeby złoty był słabszy.

Z aprecjacja krajowej waluty miały w przeszłości do czynienia kraje przygotowujące się do wejścia do strefy euro; występuje ona również w Czechach i na Węgrzech, choć tam stopy procentowe są niższe niż w Polsce. W Czechach bank centralny próbuje z nią walczyć, skupując interwencyjnie dewizy na rynku, ale nie powstrzymuje to aprecjacji korony. Wszędzie lobby

Wykres 3 Wskaźnik inflacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

eksporterów protestuje przeciwko zbyt wysokiemu – ich zdaniem – kursowi waluty krajowej.

Wzmacnianie się złotego nie musi być postrzegane jako zjawisko negatywne. To naturalny proces dochodzenia polskich cen, a więc i wynagrodzeń, do poziomu unijnego. Tanieje import, również na potrzeby eksporterów. Polskie przedsiębiorstwa muszą zwiększyć efektywność, żeby konkurować z zagranicą rzeczywiście niższymi kosztami lub wyższą jakością, a nie dzięki sztucznie zaniżonemu kursowi złotego. Nie jest jasne, dlaczego mielibyśmy sztucznie, poprzez interwencje walutowe, wspierać właśnie eksporterów. Co ze spłacającymi kredyty walutowe czy przedsiębiorstwami wykorzystującymi importowane maszyny lub surowce w swojej produkcji?

Interwencje walutowe są bardzo kosztowne i na dłuższą metę nieskuteczne. Zyskają zawsze spekulanci, którzy nie będą musieli już brać pod uwagę ryzyka walutowego. Będą mieli pewność, że zawsze gdy złoty odchyli się w dół od wymarzonego poziomu 3,88 – 3,92 zł za euro, bank centralny będzie interweniował i kupił od nich euro po wyższej cenie. Zarobek gwarantowany.

Czynnik piąty – wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na wysokość kursu

Można założyć, że przepływy kapitałowe są na polskim rynku finansowym podstawowym czynnikiem kształtującym jednocześnie kurs walutowy i stopy procentowe, a wraz z postępującą globalizacją i rozwojem instrumentów pochodnych zmniejszają możliwości prognostyczne i oddziaływania na nie przez Narodowy Bank Polski.

Wzrost skali przepływów kapitału i coraz większe możliwości inwestowania w polskie instrumenty finansowe zapoczątkowały silny napływ kapitału portfelowego.

Od 1 października 2002 r. obowiązuje w Polsce nowe prawo dewizowe. Do najistotniejszych zmian należy zniesienie ograniczeń dotyczących otwierania rachunków bankowych oraz nabywania krótkoterminowych papierów wartościowych za granicą przez obywateli i firmy polskie. Inwestorzy zagraniczni również będą mogli bez żadnych niemal ograniczeń zakładać rachunki w Polsce.

Dla większości operacji w zakresie obrotu dewizowego zniesiono obowiązek ubiegania się o zezwolenie prezesa NBP. Liberalizacja dotyczy przepływów do i z krajów Unii Europejskiej oraz OECD.

Obecnie istnieje duża dysproporcja między możliwościami napływu kapitału i jego odpływu. Inwestorzy krajowi, chcący lokować pieniądze za granicą napotykają znacznie więcej ograniczeń niż inwestorzy zagraniczni przychodzący ze swoim kapitałem do Polski. Nierezydenci mogą na przykład po uzyskaniu zezwole-

nia kupować bony skarbowe, których okres wykupu jest krótszy niż 1 rok. Polscy inwestorzy mają zakaz lokowania pieniędzy w takie aktywa za granicą, chyba że jest to związane z dokonywanym przez nich obrotem handlowym.

Sądzi się, że ta dysproporcja mogłaby spowodować gwałtowny odpływ kapitału za granicę. Znaczna część kapitału znajduje się bowiem w instytucjach finansowych: funduszach emerytalnych i inwestycyjnych oraz firmach ubezpieczeniowych. Działają one na podstawie odrębnych ustaw, które ograniczają ich możliwości inwestowania za granicą. Inwestorzy polscy nie będą zainteresowani nabywaniem aktywów krótkoterminowych również ze względu na atrakcyjność walorów dostępnych w kraju. Wysokie stopy procentowe w Polsce i perspektywa wzmocnienia złotego przed wejściem do Unii Europejskiej zachęcają raczej do lokowania w Polsce.

Faktycznym przełomem w kwestii przepływów kapitałowych byłoby wprowadzenie stałego parytetu złotego do euro. Umożliwiłoby to porównywanie ofert i kosztów między instytucjami polskimi i zagranicznymi. Istotne byłoby też zapewnienie zagranicznym instytucjom finansowym swobody świadczenia usług na polskim rynku.

Nowe przepisy spowodowały zwiększenie strumieni kapitałowych napływających na polski rynek finansowy. Inwestorzy zagraniczni już teraz korzystają z mechanizmów, które umożliwiają im obchodzenie istniejących przepisów. Tylko nieliczni nierezydenci zgłaszają się do NBP po wydanie zgody. Pozostali wykorzystują mechanizmy, które pozwalają im na inwestowanie w polskie papiery.

Pierwszy polega na inwestowaniu w obligacje, bony skarbowe i akcje poprzez powiernika, na tzw. *nominee account*. Klient zleca np. amerykańskiemu oddziałowi danego banku kupno papierów. Polska spółka tego banku nabywa je w Polsce i tworzy tzw. *mirror account*, kupując papiery dla siebie, co jest zgodne z obowiązującymi w Polsce przepisami. Następnie amerykański oddział tworzy drugie konto i księguje aktywa jako należące do klienta.

Drugi sposób dotyczy papierów komercyjnych, czyli emitowanych przez przedsiębiorstwa i banki. Polega na emisji papieru długoterminowego z opcją wcześniejszego umorzenia. W ten sposób transakcja sprzedaży zastępowana jest umorzeniem.

Jeszcze inną możliwością jest nabycie przez nierezydenta jednostek uczestnictwa – mają one charakter bezterminowy – lub akcji funduszu inwestycyjnego. Za pieniądze z tytułu jednostek fundusz kupuje krótkoterminowe papiery dłużne, a następnie umarza jednostkę uczestnictwa.

Mechanizmy te są także wykorzystywane w obrocie akcjami. Jednak w przypadku akcji nabywanych przez powiernika akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu.

Aprecjacja czeskiej korony i węgierskiego forinta

W dyskusjach o wzroście kursu złotego często podkreślano, że to wzmocnienie dotyczy nie tylko polskiej waluty, ale także czeskiej korony i węgierskiego forinta. Choć wspólną przyczyną wzrostu kursów tych walut w długim terminie jest bliskie członkostwo Czech, Polski i Węgier w Unii Europejskiej, to korona i forint wzmocniają się także z innych powodów.

Korona czeska niekiedy zaskakuje czeskich inwestorów. Kilka lat temu perspektywy korony nie były zbyt obiecujące. Podstawą znacznego wzmocnienia korony było ożywienie wzrostu gospodarczego i bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Oprócz dopływu rzeczywistego kapitału do dalszego umocnienia korony przyczynił się sam rynek, który oczekiwał wpływów ze sprzedaży majątku Skarbu Państwa. Pewną rolę odegrały także transakcje spekulacyjne na rynkach finansowych.

Umocnienie korony ma jednak realne podstawy. Powodem jest sprzedawanie udziałów Skarbu Państwa w największych przedsiębiorstwach. Sprywatyzowano trzy największe czeskie banki, giganta gazowego Transgas, uruchomiono także sprzedaż akcji w innych przedsiębiorstwach².

Znaczny wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych nie wynika przy tym wyłącznie ze sprzedaży majątku państwowego. Czechy są wyjątkowo atrakcyjne dla nowych inwestycji. Rok temu inwestycje o wartości 600 mln EUR sfinalizował Phillips, a w tym roku ruszy wspólna fabryka Toyoty i Peugeotota, która będzie produkować ponad 200.000 samochodów rocznie³.

Tylko w zeszłym roku bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Czechach osiągnęły 4,8 mld USD. Czechy od wielu lat są na jednej z czołowych pozycji pod względem inwestycji w przeliczeniu na mieszkańca: ich poziom (470 USD) jest większy niż w Polsce (180 USD) i na Węgrzech (poniżej 100 USD)⁴.

W tym roku bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą być nawet wyższe. Czechy mają już na swoim koncie 4,1 mld EUR za wspomniany Transgas, a wkrótce sprywatyzowane zostaną czeskie zakłady energetyczne CEZ: przewidywane wpływy wynoszą od 5 do 7 mld EUR.

Dalsze umacnianie się korony jest więc nieuchronne. Wie o tym czeski bank centralny, którego zdaniem umocnienie korony jest najlepszym sposobem dostosowania czeskich cen i wynagrodzeń do poziomu krajów Unii Europejskiej.

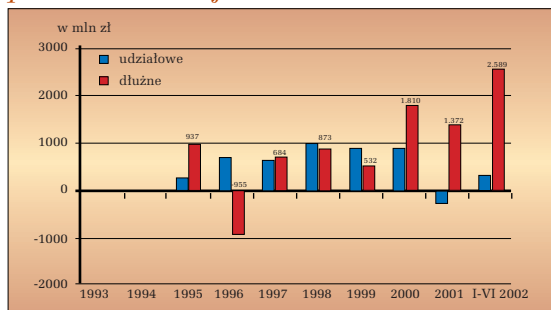
Silny wzrost kursu w krótkim czasie, notowany od grudnia do kwietnia, jest jednak alarmujący. Korona

² J. Kovalovsky, J. Dworak: *Nowe inwestycje i zainteresowanie obligacjami*. „Rzeczpospolita” nr 164 z 16.07.2002.

³ Tamże.

⁴ Dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

Wykres 4 Zagraniczne inwestycje portfelowe w kraju



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

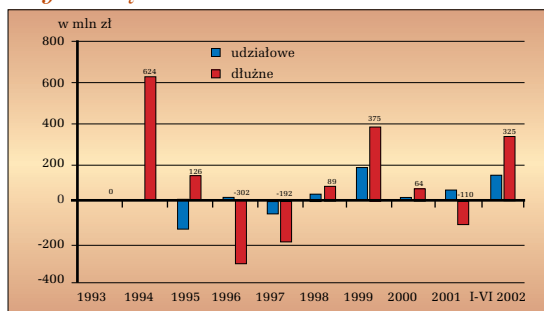
umocniła się o 13%, co stanowiło zagrożenie dla wielu eksporterów, szczególnie małych i średnich przedsiębiorstw. Bank centralny musiał interweniować i tylko w kwietniu zwiększył rezerwy walutowe o 865 mln EUR, dzięki czemu korona ustabilizowała się na poziomie 30,500 CZK za euro, a sytuacja w maju wyraźnie się uspokoiła. Choć bank centralny nie może ograniczyć rzeczywistego napływu środków pieniężnych, jego interwencja skutecznie ogranicza niekorzystne tendencje na rynkach finansowych. Stosunkowo wysoki koszt stabilizacji pieniądza odzwierciedla także brak wystarczającej determinacji podczas poprzednich interwencji.

Liberalizacja inwestycji kapitałowych na Węgrzech

Węgierski bank centralny ma z forintem zupełnie inne problemy. Za pomocą silnego forinta Węgrzy próbują ograniczyć inflację, która mimo usilnych starań do końca zeszłego roku utrzymywała się na dość wysokim poziomie (obecnie wynosi około 6%).

W przeszłości forint podlegał stopniowej dewaluacji (w ramach kontrolowanych zmian kursu – *crawling peg*) i korygowany był w ograniczonym zakresie. W maju 2001 r. zakres wahań kursowych rozszerzono do +/-15%, a następnie zaprzestano regularnej deprecjacji.

Wykres 5 Polskie inwestycje portfelowe za granicą



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

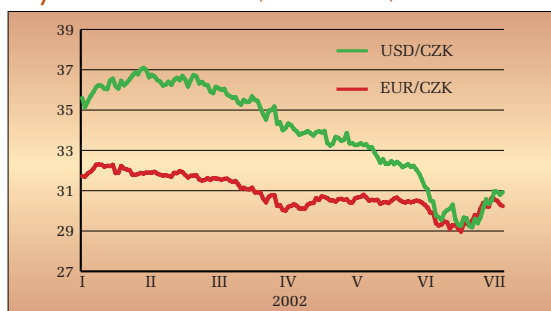
W okresie stosowania ograniczonej kontroli fornt wykazywał tendencje do umacniania się, czemu przeciwdziałał bank centralny kupując waluty obce i pozbywając się forinta. Po uwolnieniu kursu fornt się umocnił, co wspierał bank centralny. Od maja zeszłego roku wzmocnienie sięgnęło prawie 10% – od 267,3 HUF za euro do obecnego kursu na poziomie 243 HUF za euro⁵.

Nie oznacza to jednak zagrożeń dla gospodarki. Kurs fornta przez dłuższy czas był utrzymywany na niskim poziomie i eksporterzy – głównie oddziały międzynarodowych korporacji – radzą sobie z dotychczasowym silnym wzmocnieniem węgierskiej waluty. Ponieważ inflację nadal uważa się za istotny problem, a wynagrodzenia i popyt konsumpcyjny rosną zbyt szybko, nie można wykluczyć ponownego umocnienia fornta, nawet poprzez całkowite zarzucenie ograniczenia zmian kursu.

Czeska korona nie budzi zainteresowania spekulantów walutowych ani inwestorów finansowych, ponieważ stopy procentowe w Czechach są porównywalne z obowiązującymi w strefie euro. Inwestycje w węgierskie obligacje rządowe są natomiast podstawą umocnienia fornta. Stopy procentowe na Węgrzech są wysokie (stopa banku centralnego wynosi 9%, w Czechach – 3,75%). Poza tym oczekuje się wzrostu cen obligacji w związku z malejącą inflacją. Bezpośrednie in-

⁵ J. Kovalovsky, J. Dworak, op.cit.

Wykres 6 Kurs EUR/CZK i USD/CZK



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

Wykres 7 Kurs EUR/HUF i USD/HUF



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

westycje zagraniczne nie są już tak znaczące, a zyski transferowane przez inwestorów przewyższają napływy nowych kapitałów tego rodzaju. Przyczyny są różne, ale obie waluty osiągają rekordowe notowania.

Podsumowanie

Na zakończenie nie sposób nie oprzeć się pokusie przedstawienia zagadnienia, które mogłoby zmienić poziom złotego na rynku walutowym. Tocząca się dyskusja o ewentualnych interwencjach NBP na rynku walutowym bywa bardzo emocjonalna. Wydaje się, że bank centralny nie powinien próbować hamować aprecjacji złotego w okresach wzmożonego napływu kapitału. Nie powinno się powstrzymywać wzrostu ceny polskiej waluty w momentach, gdy inwestorzy gremialnie ją kupują. Można bowiem w ten sposób wywołać zbędne zainteresowanie inwestorów. Kapitał portfelowy ma jednak to do siebie, że nie zawsze napływa. Raz napływa, raz odpływa. Dobrym momentem na interwencję jest sytuacja, w której kapitał odpływa, a kurs jeszcze rośnie ze względu na inercję, charakteryzującą zmiany kursów na rynku walutowym. W takich momentach interwencje mogą być skuteczne. Trzeba jednak na takie momenty poczekać, by móc liczyć na pożądaną skuteczną przy interwencjach na stosunkowo małą skalę.

Interwencje przeprowadza się na rynku walutowym po to, by zmienić przeświadczenie uczestników

obrotów na rynku walutowym, że prawidłowo przewidzieli zmiany kursu waluty. Taki sposób przeprowadzania interwencji wpływa raczej na zbiorowe reakcje dealerów niż na rynek walutowy. Sygnał banku centralnego będzie dla rynku wiarygodny, jeżeli interwencje będą skuteczne. Możliwości skutecznego ingerowania na rynku walutowym biorą się stąd, że w przypadku każdej z walut banki wyznaczają dwa kursy, będące dla dealerów dwoma kursami odniesienia: kurs zakupu (w daną walutę – jak mówią dealery) i kurs sprzedaży.

Kluczem do zrozumienia, dlaczego stwarza to szansę skutecznej interwencji banku centralnego na rynku walutowym, jest to, że różnica między kursem zakupu i sprzedaży zależy od limitu strat, jakie dealer może ponieść na danym rynku. Jeśli kurs waluty, którą dealer kupił, nie rośnie, a spada, to w bilansie banku pojawiają się straty. Gdy kurs spadnie do wyznaczonego poziomu, dealer ma obowiązek sprzedać kupioną walutę. Konieczność realizowania strat po osiągnięciu przez kurs pewnego poziomu jest przestrzegana przez banki z należytą starannością. Jest to po prostu obrona przed ponoszeniem zbyt dużych strat.

Jeśli w wyniku interwencji banku centralnego jakiegoś kraju kurs waluty obniży się do wyznaczonego przez banki poziomu, to waluta ta zaczyna być automatycznie sprzedawana. Trafienie w ten poziom daje szansę, by interwencja okazała się skuteczna i mało kosztowna.