

Mariusz Chrzan

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

POLITYKA KURSU WALUTOWEGO W POLSCE W KONTEKŚCIE WEJŚCIA DO STREFY EURO

Streszczenie: W artykule przedstawiono główne cechy polityki kursowej w Polsce w latach 1999-2009. Wskazano, że wahania kursu waluty krajowej w stosunku do euro były silniejsze niż w innych krajach UE pozostających poza strefą euro. Powodowało to destabilizację otoczenia makroekonomicznego przedsiębiorstw, a okresowe silne przewartościowanie złotego osłabiało ich pozycję konkurencyjną. Silne fluktuacje kursu zachęcały do ożywionej spekulacji na kursie polskiej waluty, obarczając gospodarkę wielkimi i zbędnymi kosztami.

Zdaniem autora, szybkie przystąpienie do strefy euro eliminowałoby te niekorzystne zjawiska. W okresie przejściowym powinna zostać skorygowana polityka pieniężna, tak aby nie stabilizować cen za pomocą nadmiernej aprecjacji złotego. Cel ten NBP może łatwo osiągnąć, powiększając w razie potrzeby rezerwy walutowe.

Słowa kluczowe: międzynarodowe stosunki gospodarcze, zagraniczna polityka ekonomiczna, polityka kursu walutowego, wspólne obszary walutowe, strefa euro.

1. Wstęp

Kryzys finansowy 2008 r. sprawił, że w centrum uwagi znalazła się kwestia przystąpienia Polski do strefy euro. Bezpośrednią przyczyną nagłego zainteresowania problematyką euro było gwałtowne załamanie kursu złotego do dolara i waluty europejskiej jesienią 2008 roku. W ciągu niespełna miesiąca, między 1 i 24 października, złoty stracił do dolara i euro odpowiednio 30 i 17% procent. Później spadki pogłębiły się i w lutym 2009 r. kurs złotego wynosił 3,6 zł/\$ i 4,8 zł/€. Taki rozwój wypadków najwyraźniej zaskoczył polski rząd, NBP, analityków i opinię publiczną. Kiedy późnym latem bank JP Morgan ogłosił, że polskie rezerwy walutowe nie gwarantują krajowi bezpieczeństwa ekonomicznego i tym samym dał sygnał do masowej wyprzedaży złotego, media i przedstawiciele władz zareagowały oburzeniem, podkreślając solidne fundamenty gospodarki, stabilność sektora bankowego i niezłą sytuację budżetu. Powszechnie też pojawiły się zarzuty, że polskie banki filie rozmyślnie spekulują na złotym i wykorzystując kryzys finansowy do realizacji nadzwyczajnych zysków, dostarczają gotówki zagranicznym bankom matkom. Masowy odpływ kapitału z Polski widać zresztą w statystykach NBP za okres wrzesień 2008-luty 2009. Zdaniem autora, problem nie polega jednak na zмовie zagranicznych

bankierów, którzy zamiast kredytować polskie firmy, wolą zarabiać na spekulacjach walutowych, absurdalnie wysokich spreadach i instrumentach pochodnych (np. opcje walutowe). Banki, jak każde przedsiębiorstwo, działają w interesie swoich udziałowców i nie jest ich rolą prowadzenie korzystnej dla państwa i społeczeństwa polityki ekonomicznej. Jeżeli otoczenie zewnętrzne zachęca do lukratywnych spekulacji, to będą spekulować kosztem innej działalności.

Główną przyczyną załamania kursu złotego było po prostu jego przewartościowanie na nierealnym dla polskiej gospodarki poziomie 2 zł/\$ i 3,3zł/€ w pierwszej połowie 2008 roku.

Przewartościowanie waluty krajowej jest dla gospodarki niezwykle niebezpieczne, czego dowodzą liczne kryzysy finansowe z ostatnich kilkunastu lat: Meksyk 1993, Azja Płd.-Wschodnia 1997, Rosja 1998, Brazylia 1999 czy Argentyna 2001. Przewartościowana waluta inicjuje co najmniej dwa groźne dla gospodarki procesy. Po pierwsze spada konkurencyjność eksportu, a zagranica uzyskuje preferencje na rynku krajowym; w rezultacie pogarsza się bilans handlowy i prawdopodobny staje się wzrost bezrobocia. Po drugie, „mocna” waluta zachęca firmy i gospodarstwa krajowe do zadłużania się w tańszym pieniądzu zagranicznym, wpędzając je tym samym w rolę spekulantów walutowych, do której nie są przygotowani. Za klasyczny przykład w tej materii mogą posłużyć kredyty hipoteczne denominowane we frankach szwajcarskich i opcje walutowe wystawiane przez polskie przedsiębiorstwa¹. W tym kontekście możliwe szybkie przyjęcie euro wydaje się najbardziej uzasadnione, chociaż rezygnacja z waluty narodowej bez wątplenia istotnie ogranicza zestaw instrumentów ekonomicznych będących w dyspozycji władz krajowych. Rozwiązaniem alternatywnym wobec przyjęcia euro mogłaby być narodowa polityka pieniężna (i kursowa), która byłaby lepsza (dla Polski) od polityki monetarnej prowadzonej przez European Central Bank (ECB). Dotychczasowa polityka NBP nie daje podstaw ku temu, żeby w taką lepszą, narodową politykę uwierzyć.

Niezależnie jednak od tego, czy i kiedy Polska przystąpi do strefy euro, pozostaje problem, jaką politykę kursową prowadzić przez najbliższe trzy-cztery lata. Jeśliby decyzje o szybkim przejściu zapadły, należy określić kryteria, na podstawie których ustalony zostanie kurs wymiany złotego na euro.

2. Kurs złotego w latach 1999-2008

W momencie wprowadzenia waluty euro, 1 stycznia 1999 r., kurs złotego wynosił 4,1 zł/€ i 3,50 zł/\$. W latach 1994-1998 skumulowany deficyt bilansu rozrachunków bieżących wyniósł 14 mld dolarów, a bilans handlowy pokazywał ujemne sal-

¹ Szerzej na ten temat m.in.: P. Krugman, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001; J. Stiglitz, *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007; W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

do w wysokości 32 mld dolarów, co stanowiło 24% eksportu². Deficyty w bilansie handlowym i w rachunku bieżącym pogłębiały się przy tym w szybkim tempie: za lata 1996-1998 ujemne saldo handlowe stanowiło 32% eksportu, a za 1998 r. – 41%. Liczby te pokazują, że w sferze realnej gospodarka polska traciła konkurencyjność, a notowany w tym okresie wzrost gospodarczy miał źródła w popycie wewnętrznym, stymulowanym w części napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Według NBP w latach 1994-1998 Polska przyjęła 21 mld dolarów inwestycji bezpośrednich netto i suma ta pozwalała na pokrycie z nawiązką deficytu w bilansie rozrachunków bieżących. Jednak nadwyżka ta szybko się zmniejszała i o ile w całym okresie 1994-1998 wynosiła 4 mld dolarów, o tyle za lata 1996-1998 już tylko 1 mld dolarów, mimo szybkiego przyrostu inwestycji zagranicznych.

W całym okresie 1994-1998 rosły natomiast szybko oficjalne rezerwy walutowe, w sumie 23 mld dolarów. Zatem na napływ kapitału zagranicznego do Polski tylko w znikomym stopniu składały się inwestycje bezpośrednie (wspomniane wyżej 4 mld dolarów), natomiast ponad 70% stanowiły inwestycje portfelowe i inne kapitały krótkoterminowe, których gestorzy kierują się bieżącą oceną zysków i ryzyka. Tego typu kapitał jest z natury rzeczy niezwykle mobilny, w związku z tym, jeżeli staje się głównym składnikiem rezerw walutowych, nie są one bezpieczne.

Przytoczone dane pokazują, że na początku 1999 r. złoty był wyraźnie przewartościowany i pożądane byłoby jego osłabienie, aby przywrócić elementarną równowagę w bilansie handlowym i nie blokować polskim eksporterom dostępu do rynków zagranicznych. Zjawisko to wystąpiło rzeczywiście i do grudnia 1999 r. złoty osłabł do poziomu 4,2 zł/€ i 4,2 zł/\$. Nie bez znaczenia dla tego osłabienia złoto było obniżenie przez NBP podstawowej stopy procentowej z 18,5% w grudniu 1998 r. do 15,5% w styczniu 1999 r., co wyraźnie powstrzymało napływ kapitału krótkoterminowego (tylko minimalny przyrost rezerw walutowych w latach 1999 i 2000). Warto zauważyć, że mimo znacznej obniżki stóp procentowych realne stopy pozostawały na bardzo wysokim poziomie, ponieważ inflacja mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych spadła do 7,5%, a w cenach produkcji była jeszcze niższa³. Jednak w grudniu 1998 r., przy cenie 7,7 dolara za baryłkę, odwrócił się trend na rynku ropy naftowej. Do końca 1999 r. ropa podrożała do 19 dolarów za baryłkę, pociągając za sobą ceny innych surowców i żywności⁴. Polska jako kraj na dorobku, z kilkukrotnie niższym PKB na mieszkańca od krajów najwyżej rozwiniętych, z natury rzeczy silniej od nich reaguje na impulsy cenowe płynące z zewnątrz, ponieważ żywność, surowce i energia mają większe udziały w wydatkach konsumpcyjnych i kosztach produkcji⁵.

² Według danych NBP, www.nbp.pl.

³ Dane liczbowe za NBP, www.nbp.pl, GUS, www.stat.gov.pl.

⁴ Platts Oilgram, Reuters.

⁵ Według danych MFW PKB *per capita* stanowił w Polsce w 1999 r. 17% PKB Niemiec, *World Economic Outlook*, November 2008 database.

Zmiany w otoczeniu zewnętrznym były dla Polski tym bardziej niekorzystne, że szybko zmieniała się relacja euro do dolara w kierunku umacniania się waluty amerykańskiej. Rok 1999 był ostatnim rokiem boomu na rynku tzw. nowych technologii, którego cechą był m.in. niebywały wzrost kursów akcji na giełdzie Nasdaq, a symbolem stały się nazwy takich firm, jak Microsoft, Intell, Amazon, Cisco i setki innych. Notowania spółek na Nasdaq rosły w latach dziewięćdziesiątych w takim tempie, a wartość wycenianych według tych notowań firm tak dalece odbiegała od tradycyjnie stosowanych parametrów oceny (np. wartość księgowa, zwrot na akcję, stopa zysku, obrót, *cash flow* i inne), że powszechnie poczęto rozprawiać o „nowej ekonomii”, do której dotychczasowy aparat pojęciowy i stan wiedzy zupełnie się nie nadaje. Amerykański bank centralny, czyli System Rezerwy Federalnej (Fed), widział narastanie bańki spekulacyjnej i próbował temperować nastroje inwestorów i konsumentów za pomocą stosunkowo wysokich stóp procentowych. W konsekwencji inwestorzy zagraniczni byli przyciągani do USA zarówno przez hossę na Nasdaq, jak i przez wysokie oprocentowanie na rynku dolarowym. Dolar szedł więc w górę, mimo pogłębiających się deficytów w amerykańskim bilansie handlowym. Zmiana relacji euro/dolar silnie uderzała w gospodarkę polską. Większość surowców importowanych przez Polskę kwotowana jest w dolarach (np. ropa naftowa, gaz ziemny, rudy metali, bawełna czy skóry). Wzrost cen surowców, zwłaszcza energetycznych, wzmocniony aprecjacją dolara, powodował wzrost kosztów produkcji. Z drugiej strony polski eksport kierowany był (i jest nadal) przede wszystkim na rynki Unii Europejskiej, a walutą transakcji eksportowych było (i jest nadal) euro lub waluty powiązane z euro, tj. funt brytyjski, korona duńska, korona szwedzka i frank szwajcarski. Ponieważ w 1999 r. na rynkach światowych zdrożała również żywność, a wydatki na żywność stanowiły około 20% spożycia indywidualnego gospodarstw domowych, przedsiębiorstwa polskie znalazły się pod podwójną presją: z jednej strony musiały ponosić zwiększone koszty z tytułu rosnących cen surowców i materiałów oraz coraz większych nominalnie wynagrodzeń, z drugiej zaś słabnąca koniunktura w kraju i mocny złoty w stosunku do euro ograniczały sprzedaż i zmniejszały jej rentowność⁶.

Tej niekorzystnej konfiguracji ważnych elementów otoczenia zewnętrznego mogło przeciwdziałać złagodzenie polityki pieniężnej i osłabienie złotego. I rzeczywiście przez pewien czas tak się działo. Do 18 listopada 1999 r. NBP utrzymywał podstawową stopę procentową na stosunkowo niskim w ówczesnych warunkach poziomie 15,5%, a złoty tracił do euro i 15 listopada 1999 r. kurs obniżył się do 4,45 zł/€. Jednak 18 listopada 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) drastycznie, bo aż o 350 punktów bazowych, podniosła podstawową stopę procentową: do 19%. Później (24 lutego i 31 sierpnia 2000 r.) RPP jeszcze dwukrotnie podniosła stopy

⁶ Według danych GUS w 1999 r. po raz pierwszy od kilku lat ujemna była dynamika nakładów inwestycyjnych w przemyśle. Inwestycje w przemyśle wzrosły ponownie dopiero w 2003 roku. Rocznik Statystyczny GUS 2007.

o 250 punktów bazowych: do poziomu 21,5%⁷. W rezultacie złoty zaczął się szybko umacniać: do euro, a od października 2000 r. także do dolara USA, stając się najmocniejszą walutą na świecie: 3,3 zł/€ i 3,96 zł/\$. Realna sfera gospodarki w żadnej mierze nie uzasadniała takiej aprecjacji. Bilans handlowy za lata 1999-2000 był ujemny na sumę 27,5 mld dolarów, bilans rozrachunków bieżących pokazywał deficyt 22,5 mld dolarów, a napływ inwestycji bezpośrednich wyniósł zaledwie 16,6 mld dolarów. Bezrobocie w okresie październik 2008-grudzień 2001 podwoiło się i osiągnęło 20%⁸. Przedsiębiorstwa bowiem, stojąc wobec rosnących cen surowców, zwiększonych kosztów finansowania, coraz silniejszej, bo preferowanej przez przewartościowanego złotego konkurencji zagranicznej i drastycznie z tego samego powodu spadającej rentowności eksportu, były zmuszone do cięcia kosztów w jedynej możliwej w krótkim okresie sposób, tj. przez redukcję zatrudnienia. Mniejsze zatrudnienie i zyski oraz wzrost kosztów finansowania długu publicznego szybko przełożyły się na gwałtowne pogorszenie sytuacji finansów publicznych (słynna „dziura Bauca”). W rezultacie wzrost gospodarczy praktycznie ustał.

Wydaje się, że przyczyną główną takiego rozwoju wypadków było przyjęcie przez NBP i RPP swoiście rozumianej zasady bezpośredniego celu inflacyjnego jako jedyne kryterium polityki pieniężnej. Władze monetarne w Polsce utożsamiały (i utożsamiają nadal) inflację ze wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Cel inflacyjny definiowany jest sztywno i obecnie ustalony jest na poziomie 2,5% +/- 1%. To istotna różnica w porównaniu z kryteriami konwergencji UE, które formułowane są elastycznie, a tym samym realistycznie: inflacja nie wyższa niż o 2% od średniej w trzech krajach o najniższej inflacji, stopy procentowe nie wyższe niż o 2% od średniej w trzech krajach o najniższych stopach długoterminowych itd. Wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych zwykle odzwierciedla nasilenie się tendencji inflacyjnych, lecz *zwykle* nie oznacza *zawsze*. Jak wspomniano, w 1999 r. wyraźne były symptomy osłabienia koniunktury (spadek inwestycji w przemyśle). Ceny rosły, ponieważ na świecie drożały ropa, surowce i żywność, nadto umacniał się dolar. W takich warunkach logiczne wydawałoby się złagodzenie polityki pieniężnej i obniżenie stóp procentowych, żeby ułatwić przedsiębiorstwom sfinansowanie zwiększonych wydatków i powstrzymać regres w inwestycjach. Tak zresztą postępowały kraje strefy euro, Czechy, Szwajcaria, w 2001 r. dołączyły do nich Stany Zjednoczone. Polska postępowała odwrotnie i musiała ponieść tego konsekwencje.

Wzrost gospodarczy odbudowany został dopiero w drugiej połowie 2003 r. po serii obniżek stóp procentowych, które sprowadziły je do poziomu 5,75% w czerwcu 2003 roku. Złoty wrócił do w miarę realistycznego poziomu 4,5 zł/€. Następnie złoty nadal lekko się osłabiał, by 1 marca 2004 r. osiągnąć swoje minimum, tj. 4,91 zł/€. Osłabienie waluty okazało się bardzo korzystne dla gospodarki. Ujemne saldo obrotów towarowych zmniejszyło się w 2005 r. do 2,8 mld dolarów, co stanowiło za-

⁷ Dane o stopach procentowych i kursach według NBP, www.nbp.pl.

⁸ Dane o bilansie płatniczym wg NBP, www.nbp.pl; dane o bezrobociu wg GUS, stat.gov.pl.

ledwie 3% wartości eksportu. Rachunek bieżący, choć ujemny (-3,7 mld dolarów), był również rekordowo niski. Niestety te korzystne tendencje lat 2003-2005 uległy odwróceniu od 2006 roku. Pod koniec 2005 r. złoty umocnił się do 3,85 zł i w roku następnym zjawisko to znalazło swoje odbicie w statystyce bilansu płatniczego. Rachunek bieżący wykazał deficyt w wysokości 9,4 mld dolarów, a bilans handlowy - 7 mld dolarów. W roku 2007 złoty umocnił się jeszcze bardziej, do 3,58 zł/€, rachunek bieżący pogorszył się do 20 mld dolarów, a bilans handlowy do 17 mld deficytu. Wreszcie w czerwcu 2008 r. złoty po raz drugi w ostatniej dekadzie został najmocniejszą walutą świata przy kursach 3,3 zł/€ i 2 zł/\$. Deficyt handlowy wzrósł do 23,7 mld dolarów, a rachunek bieżący zamknął się kwotą -28,4 mld dolarów⁹. Przytoczone liczby pokazują wyraźnie, że wyniki polskiego handlu zagranicznego zależą silnie od poziomu kursu walutowego. Trudno zresztą, żeby było inaczej na obecnym poziomie rozwoju ekonomicznego kraju. O konkurencyjności większości polskich produktów ciągle przesądza cena, a ta zależy od poziomu kosztów krajowych i kursu walutowego. W tych okolicznościach szczególnie negatywnie na handel zagraniczny wpływa niezwykle zmienność kursu do najważniejszej dla eksporterów waluty, czyli euro. Najpierw w latach 1999-2001 euro staniało z 4,5 zł/€ do 3,3 zł/€. Później zdrożało do 4,92 zł/€, by następnie szybko stanąć do 3,75 zł/€ (2007) i jeszcze bardziej w 2008 r. do absurdalnego poziomu 3,3 zł/€.

Nasuwa się pytanie, jak przy takich wahaniach zbudować rozsądną strategię eksportową na szczeblu przedsiębiorstwa?

W tabeli 1 przedstawiono kursy wybranych walut w latach 1999-2008. Widać z nich wyraźną różnicę w podejściu do problematyki kursowej między Polską a naszymi konkurentami na rynku międzynarodowym. Korona czeska w prezentowanym okresie umacniała się do euro (tylko w latach 2003-2004 zanotowała niewielką stratę), ale był to proces w miarę równomierny. Firmy czeskie dostawały wprawdzie czytelny sygnał, że władze monetarne oczekują od nich stałej poprawy konkurencyjności, ale nie będą ich zaskakiwać nagłymi skokami korony w górę. W odróżnieniu od Polski Czechy miały w okresie 2005-2008 (II kwartał) wyraźną nadwyżkę handlową w kwocie 19 mld \$ (w tym 7 mld za dwa kwartały 2008 r.). Napływ inwestycji zagranicznych netto wyniósł w tym czasie 30 mld euro, co z łatwością i bezpiecznie pozwalało pokryć deficyt w rachunku bieżącym (9 mld dolarów)¹⁰. Systematyczne umacnianie się korony miało zatem w badanym okresie realne podstawy ekonomiczne. Podobne cechy wykazywał kurs korony słowackiej, która pomyślnie przeszła czas ERM II i od 1 stycznia 2009 r. zastąpiona została przez euro. Korea Południowa dbała wyraźnie, żeby won nie wzmocnił się zanadto do dolara. W związku z tym waluta koreańska wyraźnie traciła do euro, co sprzyjało koreańskim eksporterom i stymulowało wzrost gospodarki. Polskie przedsiębiorstwo prowadzące handel zagraniczny nie otrzymuje od władz monetarnych żadnych miarodajnych informacji

⁹ Dane liczbowe za NBP, www.nbp.pl.

¹⁰ Dane liczbowe za Ceska Nationalni Banka, www.cnb.cz.

Tabela 1. Wybrane kursy walutowe w latach 1999– 2008

Kurs	Lata										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Złoty/euro	4,232589579	4,016167738	3,66659272	3,852757664	4,397675134	4,543033488	4,029767938	3,895649343	3,792137591	3,399936661	
Zmiana rok do roku	X	5,11%	8,70%	-5,08%	-14,14%	-3,31%	11,30%	3,33%	2,66%	10,34%	
Złoty/USD	3,97	4,35	4,09	4,08	3,89	3,65	3,23	3,10	2,77	2,23	
Zmiana rok do roku	X	-9,55%	5,81%	0,35%	4,67%	6,04%	11,47%	4,09%	10,82%	19,36%	
Korona czeska/euro	36,87900405	35,66577019	34,06532693	30,91888459	31,89951435	31,95260468	29,8450711	28,37211011	27,81522229	26,59343275	
Zmiana rok do roku	X	3,29%	4,49%	9,24%	-3,17%	-0,17%	6,60%	4,94%	1,96%	4,39%	
Korona czeska/USD	34,57	38,60	38,04	32,74	28,21	25,70	23,96	22,60	20,29	17,45	
Zmiana rok do roku	X	-11,66%	1,46%	13,93%	13,84%	8,90%	6,78%	5,68%	10,19%	14,00%	
Forint węgierski/euro	269,8944152	240,9290886	229,8054519	230,0162357	286,836839	313,4055621	309,733171	331,7120298	344,9672145	388,8369537	
Zmiana rok do roku	X	10,73%	4,62%	-0,09%	-24,70%	-9,26%	1,17%	-7,10%	-4,00%	-12,72%	
Korona słowacka/euro	44,12649992	42,69149768	43,30346262	42,80745157	41,54867809	40,10526197	38,64114089	37,18069207	33,84693373	31,18100033	
Zmiana rok do roku	X	3,25%	-1,43%	1,15%	2,94%	3,47%	3,65%	3,78%	8,97%	7,88%	
Won koreański/USD	1 188,40	1 130,29	1 290,77	1 248,98	1 191,24	1 144,08	1 023,93	954,53	929,18	1 000,00	
	X	4,89%	-14,20%	3,24%	4,62%	3,96%	10,50%	6,78%	2,66%	-7,62%	
Won koreański/euro	1267,802743	1044,412411	1156,040647	1179,564383	1347,087059	1422,443742	1275,56918	1198,552917	1273,573013	1523,821941	
Zmiana rok do roku	X	17,62%	-10,69%	-2,03%	-14,20%	-5,59%	10,33%	6,04%	-6,26%	-19,65%	
Real brazylijski/USD	1,81	1,83	2,35	2,92	3,08	2,93	2,44	2,18	1,95	1,74	
	X	-0,89%	-28,30%	-24,42%	-5,34%	4,95%	16,77%	10,66%	10,46%	10,53%	
Real brazylijski/euro	1,935789731	1,691597985	2,103538119	2,759836433	3,481007715	3,637804206	3,033652026	2,731689454	2,669945181	2,655727089	
Zmiana rok do roku	X	12,61%	-24,35%	-31,20%	-26,13%	-4,50%	16,61%	9,95%	2,26%	0,53%	

Źródło: World Economic Outlook, Database November 2008.

na temat polityki kursowej. Złoty może równie dobrze zostać najmocniejszą walutą na świecie, jak i stracić np. do dolara 80% w ciągu paru miesięcy. Jest to sytuacja wybitnie niekorzystna, bo odbiera elementarne poczucie stabilizacji na szczeblu mikroekonomicznym.

3. Polityka kursowa i rezerwy walutowe

W gospodarce światowej dominują, od załamania się systemu z Bretton Woods, płynne kursy walutowe. Przyczyną przejścia od reżimu kursów stałych do płynnych była trudność i związane z nią koszty utrzymywania kursów stałych. Szczególnie mniejsze kraje o stosunkowo płytkich rynkach walutowych nie były i nie są w stanie zgromadzić rezerw w wysokości odpowiedniej do odparcia ewentualnego ataku spekulacyjnego na swoją walutę. Kurs płynny oznacza, że władze monetarne danego kraju nie przyjmują wiążącego zobowiązania do zagwarantowania kursu wymiany na określonym poziomie. Nie oznacza to jednak, że kurs wymiany nie jest przedmiotem zainteresowania władz monetarnych i że nie dążą one do stabilizacji warunków handlu zagranicznego. Byłby to absurd w sytuacji, kiedy import i eksport towarów i usług stanowią 2/3 światowego PKB. W celu zapewnienia swoim gospodarkom minimum stabilizacji poszczególne kraje starają się odnosić kurs swojej waluty do najważniejszego dla nich pieniądza zagranicznego, tworzą obszary walutowe lub wręcz przyjmują wspólną walutę, jak to uczyniły kraje strefy euro.

Kurs walutowy jest ceną waluty obcej wyrażoną w pieniądzu krajowym. Cena ta kształtuje się na rynku walutowym danego kraju, zatem o poziomie ceny przesądza struktura tego rynku, a dokładniej struktura podaży walut obcych i na nie popytu. W warunkach zliberalizowanych rynków kapitałowych ważnym składnikiem popytu i podaży na rynku walutowym są operacje finansowe niezwiązane ze strumieniami towarów i usług (import i eksport), inwestycjami tworzącymi za granicą majątek i transferem dochodów z tego majątku, a zatem z realną sferą gospodarki. Na przykładzie Polski dobrze widać, że sytuacja w sferze realnej nie musi determinować poziomu kursu, który w związku z tym nie odpowiada jej potrzebom. Mamy zatem sytuację, w której cena nieprawidłowo informuje uczestników rynku ze sfery realnej o wartości (rzadkości) dobra. W konsekwencji podejmują oni błędne decyzje gospodarcze i np. nie inwestują w produkty, które mogłyby z powodzeniem eksportować, lub zaciągają kredyty mieszkaniowe we frankach szwajcarskich lub jenach, których po urealnieniu ceny walut obcych nie będą w stanie spłacać.

Problem polega na tym, że Polska właściwie nie prowadzi żadnej polityki kursowej, a poziom kursu jest pochodną prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej opartej na wąsko rozumianej koncepcji bezpośredniego celu inflacyjnego. Oprócz NBP na poziom kursu zdają się mieć wpływ banki działające na rynku polskim, które od wybuchu kryzysu finansowego we wrześniu 2008 r. praktycznie nie ukrywają, że spekulują na złotym. Świadczy o tym przytaczana już wypowiedź banku JP Morgan, która stała się sygnałem do ucieczki od złotego, wypowiedź banku Goldman Sachs,

który w lutym 2009 r. stwierdził, że skończył już spekulować na złotym, czy sprawa opcji walutowych, do których wystawienia na wielkie kwoty, i w dodatku za darmo, skłoniły przedsiębiorców banki komercyjne. W tym ostatnim przypadku, biorąc pod uwagę skalę transakcji idącą w miliardy euro, trudno dać wiarę w rynkowy charakter tych operacji; jest to raczej przykład Stiglitzowskiego „asymetrycznego dostępu do informacji”; banki wiedziały, że złoty spadnie, a ich partnerzy nie. Jednak, żeby spekulanci mogli spekulować, muszą mieć do tego odpowiednie warunki. Te warunki wykreowało rażące przewartościowanie złotego w latach 2006-2008, a zwłaszcza w pierwszych miesiącach 2008 roku. Przewartościowanie waluty jest konsekwencją napływu kapitałów krótkoterminowych, przyciąganych np. przez wysokie stopy procentowe, które obiecują większy zysk od możliwego do zrealizowania na głównych rynkach. Napływ kapitału krótkoterminowego może powodować aprecjację waluty danego kraju, co czyni inwestycję jeszcze bardziej rentowną, ponieważ do premii z tytułu wyższego oprocentowania dochodzą dodatnie różnice kursowe. Na przykład 1 mln dolarów zainwestowany na polskim rynku pieniężnym 31 lipca 2007 r. mógł być wymieniony po kursie 2,76 zł/\$ na 2,76 mln złotych. Depozyt ten można było ówczesnie ulokować na 5% p.a., zatem 30 lipca 2008 r. był wart 2,898 mln zł. Dodatkowo w ciągu tego roku złoty się umocnił do 2,06 zł/\$, a więc zagraniczny inwestor mógł wycofać z rynku 1,41 mln dolarów (rentowność inwestycji 41% p.a.). W tym samym czasie na rynku amerykańskim mógłby liczyć na 2%.

Inwestorzy finansowi zabezpieczają swoje transakcje i spodziewane zyski. Waluta przewartościowana umacnia się w czasie napływu kapitału na dany rynek. W tym okresie nie ma potrzeby ani ekonomicznego sensu zabezpieczania transakcji, ponieważ waluta będąca przedmiotem spekulacji umacnia się sama. Pod koniec okresu „pompowania” danej waluty inwestorzy finansowi zawierają transakcje terminowe, gwarantujące im kupno dolarów czy euro po korzystnym dla nich kursie. Znajdują partnerów do tych transakcji za pośrednictwem działających na danym rynku banków komercyjnych. Są to np. eksporterzy, którzy obawiają się dalszej aprecjacji własnej waluty i chętnie zawierają takie transakcje w celu zabezpieczenia przyszłych wpływów eksportowych. W momencie decyzji o realizacji zysków inwestorzy finansowi zamykają transakcje terminowe i wycofują kapitały powiększone o zyski. Nagły odpływ kapitału prowadzi zwykle do załamania kursu waluty na rynku kasowym, co dla inwestorów finansowych nie ma większego znaczenia, o ile skala odpływu kapitału nie wyczerpie rezerw walutowych. Ma natomiast znaczenie dla gospodarki danego kraju.

Prowadzenie efektywnej polityki kursowej wymaga odpowiednich rezerw walutowych, które pozwalają na interwencję w razie ataków spekulacyjnych lub wahań sezonowych. Sama wysokość rezerw, ujmowana nawet w stosunku do importu lub PKB, nie określa jeszcze zdolności władzy monetarnej do skutecznej interwencji na rynku walutowym. Ważniejsza jest struktura tworzenia tych rezerw. Przyrost rezerw walutowych może mieć różne źródła. Tradycyjnym źródłem bezpiecznych rezerw walutowych jest nadwyżka eksportowa. Jest tak dlatego, że za walutami napływa-

Tabela 2. Struktura tworzenia rezerw walutowych w Polsce i w Czechach w latach 1994-2008

W mln USD	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 I-II kw
Czechy															
Rachunek bieżący narastająco	-353	-1 727	-5 854	-9 476	-10 784	-12 248	-14 936	-18 208	-22 472	-28 257	-34 008	-35 586	-39 368	-42 595	-43 061
Inwestycje zagraniczne netto narastająco	1 326	3 857	5 138	6 396	9 971	16 191	21 132	26 607	34 888	36 702	40 642	52 272	56 315	64 245	70 468
Razem RB plus Inwestycje	973	2 130	-717	-3 080	-813	3 942	6 196	8 399	12 417	8 445	6 634	16 686	16 947	21 650	27 408
Zmiana rezerw narastająco	-5 397	-12 851	-12 026	-10 268	-12 158	-13 796	-14 636	-16 423	-23 035	-23 475	-23 736	-27 615	-27 707	-28 575	-31 949
Inne kapitały	4 424	10 721	12 743	13 347	12 971	9 854	8 439	8 024	10 618	15 031	17 102	10 929	10 760	6 925	4 541
Struktura przyrostu rezerw narastająco w %															
Rachunek bieżący	-6,5%	-13,4%	-48,7%	-92,3%	-88,7%	-88,8%	-102,1%	-110,9%	-97,6%	-120,4%	-143,3%	-128,9%	-142,1%	-149,1%	-134,8%
Inwestycje zagraniczne netto	24,6%	30,0%	42,7%	62,3%	82,0%	117,4%	144,4%	162,0%	151,5%	156,3%	171,2%	189,3%	203,3%	224,8%	220,6%
Inne kapitały	82,0%	83,4%	106,0%	130,0%	106,7%	71,4%	57,7%	48,9%	46,1%	64,0%	72,1%	39,6%	38,8%	24,2%	14,2%
Rachunek bieżący i inwestycje razem	18,0%	16,6%	-6,0%	-30,0%	-6,7%	28,6%	42,3%	51,1%	53,9%	36,0%	27,9%	60,4%	61,2%	75,8%	85,79%

jącymi do kraju nie stoją ich zagraniczni właściciele, nie ma zatem zagrożenia, że niespodziewanie pojawią się żądania wielkich wypłat za granicę. Dobrym źródłem rezerw jest napływ inwestycji bezpośrednich. Wprawdzie za tymi kapitałami stoją ich zagraniczni właściciele, ale inwestują oni w kraju goszczącym w majątek trwały, tj. fabryki, banki, hotele, sieci handlowe, którego nie mogą nagle wytransferować za granicę. W dłuższym okresie duży napływ inwestycji zagranicznych może rodzić problemy płatnicze dla kraju goszczącego, ponieważ zagraniczni właściciele przynajmniej część zysków transferują do krajów macierzystych. Pogarsza się zatem pozycja „dochody” w bilansie rozrachunków bieżących. Zjawisko to widać wyraźnie w bilansie płatniczym Polski, w którym w latach 2006 i 2007 nadwyżka inwestycji netto nad wypłaconymi dochodami netto wynosiła odpowiednio 1 i 1,7 mld dolarów. W roku 2008 saldo tych pozycji było już wyraźnie ujemne i wynosiło 4,5 mld dolarów. Natomiast sytuacja staje się niebezpieczna, kiedy rezerwy walutowe rosną za sprawą napływu kapitałów krótkoterminowych, które przyciąga wysokie oprocentowanie, aprecjacja danej waluty lub hossą na giełdzie. Ruchy takiego kapitału podlegają chwiejnym nastrojom rynku, stoją za nim zagraniczni gestorzy, których nic z danym rynkiem nie wiąże poza krótkoterminowym układem parametrów ekonomicznych. Jeżeli układ tych parametrów jest w ich opinii korzystny (np. wysokie stopy procentowe w Polsce i umacniający się złoty), kapitał spłynie/pozostanie w danym kraju, jeżeli układ się zmieni, kapitał odpłynie.

Statystyki sporządzane przez NBP pokazują, że Polska od lat ma niekorzystną strukturę przyrostu rezerw walutowych i nic nie robi, żeby zmienić ten stan rzeczy. W tabeli 2 przedstawiono dane o strukturze tworzenia rezerw walutowych w Polsce i w Czechach w latach 1994-2008. Warto zwrócić uwagę, że jedyny okres poprawy struktury rezerw to lata 2004-2006, w którym gospodarka korzystała z kursu złotego zbliżonego do jej realnych możliwości. Lata 2007 i 2008 to czas postępującego przewartościowania złotego i pełnego uzależnienia Polski od kapitałów innych niż inwestycje bezpośrednie, a taką politykę można uznać za zaproszenie do spekulacji na polskiej walucie, co banki zauważyły i wykorzystały. Polska nie ma bowiem realnej możliwości obrony kursu walutowego. Bank JP Morgan oszacował, że w 2009 r. Polska będzie musiała spłacić około 90 mld dolarów zobowiązań krótkoterminowych, a nie ma na to wystarczających rezerw. Wprawdzie opinie JP Morgan były kwestionowane, a przedstawiciele polskich władz monetarnych podkreślali, że znaczną część zobowiązań uda się zrolować, to jednak sytuację, w której równowaga płatnicza kraju opiera na takich czy innych ocenach współczynnika rolowania, nie jest dobra¹¹. Inną ważną konsekwencją przewartościowania pieniądza krajowego jest wzmożony popyt na kredyty denominowane w obcych walutach. Dobrą ilustracją tego zjawiska jest sytuacja na polskim rynku kredytów hipotecznych, na którym główną walutą stał się frank szwajcarski, tradycyjnie nisko oprocentowany. Załamanie złotego w 2008 r. automatycznie spowodowało wzrost rat kredytowych

¹¹ L. Gajek, A. Raczek, *JP Morgan się myli*, „Rzeczpospolita” 2008 (z 11 grudnia).

w złotych, pogłębione dodatkowo stosowaniem przez banki wyższych spreadów walutowych. Wprawdzie rozmiary zadłużenia Polaków z tytułu kredytów hipotecznych nie jest zbyt wielkie (10-12% PKB), jednak wyższe raty oznaczają mniejszy popyt konsumpcyjny na inne towary, czyli nasilenie zjawisk depresyjnych.

4. Wnioski

Wejście Polski do strefy euro oznaczałoby stabilizację w dziedzinie polityki kursowej i pieniężnej. Dla 3/4 handlu zagranicznego problem kursu w ogóle przestałby istnieć (handel wewnątrz europejski), dla pozostałej 1/4 obrotów euro dawałoby większą przewidywalność i niższe koszty zabezpieczeń. Wielce prawdopodobne są niższe w strefie euro stopy procentowe, a zatem tańszy kredyt. Bezsporną korzyścią jest oszczędność na wymianie walut: biorąc pod uwagę tylko obroty handlowe, powinna ona przynieść 1-2 mld euro rocznie. W zamian za te korzyści Polska musi zrezygnować z autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej, co jest sprawą dyskusyjną zarówno w sferze polityki, jak i gospodarki. Zdaniem autora, doświadczenia lat ubiegłych powinny skłaniać do wniosku, że szanse na lepszą, bardziej odpowiadającą potrzebom polskiej gospodarki autonomiczną politykę pieniężną są nikłe. Dlatego należałoby ją możliwie szybko scedować na ECB i realizować korzyści. Często wysuwany argument, że polityka pieniężna ECB jest i będzie prowadzona przede wszystkim w interesie najważniejszych, starych krajów UE, nie przekonuje. Po pierwsze, polityka prowadzona w interesie najważniejszych partnerów handlowych Polski jest dla niej korzystna, ponieważ dobry stan gospodarki tych krajów oznacza dobrą koniunkturę dla polskich produktów. Po drugie warto zauważyć, że zjawisko pewnej nieadekwatności polityki pieniężnej i kursowej do potrzeb gospodarki w danym czasie i miejscu występuje również w ramach jednego kraju. Jeżeli na przykład w bogatej Warszawie jest *boom* na rynku nieruchomości, brakuje rąk do pracy i występują inne symptomy przegrzania gospodarki, to w Radomiu w tym samym czasie może panować względny zastój z wysokim bezrobociem. W takiej sytuacji rozsądna dla Warszawy restrykcyjna polityka pieniężna będzie w Radomiu zupełnie nieodpowiednia.

Ewentualne przystąpienie do strefy euro wymaga odpowiedzi na co najmniej dwa istotne pytania: po jakim kursie przystąpić, czy kurs ten nie okaże się dobry tylko w początkowym okresie i czy z czasem nie będzie barierą w rozwoju kraju. Odpowiedź na pierwsze pytanie jest stosunkowo łatwa. Polska potrzebuje kursu, który zapewni jej nadwyżkę w bilansie handlowym, od której zależy równowaga bilansu rozrachunków bieżących. Przedstawione wyżej dane liczbowe sugerują, że jest to poziom 4,3-4,6 zł/€, ponieważ przy tym kursie następowała poprawa zarówno bilansu handlowego, jak i rachunku bieżącego. Odpowiedź na drugie pytanie jest bardziej złożona. Doświadczenia krajów strefy euro po 10 latach funkcjonowania nowej waluty nie są jednolite. W tabeli 3 przedstawiono dane o rachunku bieżącym krajów strefy euro. Łatwo zauważyć, że kraje o mocnych wcześniej walutach

Tablela 3. Rachunek bieżący bilansu płatniczego w krajach strefy euro w latach 1999-2008

Kraj	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Austria	W mld USD	-3,451	-1,414	-1,569	5,545	6,024	6,127	7,901	12,012	12,136
Austria	Jako % PKB	-1,63%	-0,74%	-0,82%	2,68%	2,08%	2,01%	2,45%	3,24%	2,81%
Belgium	W mld USD	20,07	9,393	7,896	11,729	12,837	9,79	10,588	9,648	0,003
Belgium	Jako % PKB	7,91%	4,04%	3,40%	4,64%	4,13%	2,60%	2,66%	2,12%	0,00%
Cyprus	W mld USD	-0,17	-0,488	-0,315	-0,392	-0,297	-0,949	-1,081	-2,063	-2,482
Cyprus	Jako % PKB	-1,74%	-5,24%	-3,26%	-3,71%	-2,23%	-5,58%	-5,88%	-9,69%	-9,70%
Finland	W mld USD	7,763	9,907	10,733	11,987	8,495	7,053	9,55	11,268	9,75
Finland	Jako % PKB	5,93%	8,11%	8,57%	8,82%	5,15%	3,60%	4,55%	4,57%	3,39%
France	W mld USD	45,891	21,968	26,086	19,8	14,74	-13,59	-15,439	-30,588	-83,488
France	Jako % PKB	3,15%	1,65%	1,95%	1,35%	0,82%	-0,63%	-0,68%	-1,18%	-2,80%
Germany	W mld USD	-26,858	-32,557	0,38	40,588	49,718	145,262	177,664	252,501	279,017
Germany	Jako % PKB	-1,25%	-1,71%	0,02%	2,01%	2,03%	5,20%	6,10%	7,60%	7,31%
Grecja	W mld USD	-8,618	-9,942	-9,48	-9,638	-12,738	-18,367	-29,719	-44,218	-52,352
Grecja	Jako % PKB	-6,25%	-7,79%	-7,24%	-6,48%	-6,58%	-7,42%	-11,06%	-14,09%	-14,02%
Irlandia	W mld USD	0,241	-0,35	-0,678	-1,223	-0,002	-1,078	-7,088	-14,12	-14,206
Irlandia	Jako % PKB	0,25%	-0,36%	-0,65%	-1,00%	-0,00%	-0,58%	-3,56%	-5,41%	-4,98%
Włochy	W mld USD	8,208	-5,863	-0,639	-9,483	-19,605	-29,152	-47,566	-52,725	-66,671
Włochy	Jako % PKB	0,68%	-0,53%	-0,06%	-0,78%	-0,94%	-1,64%	-2,56%	-2,51%	-2,78%

Luksemburg	W mld USD	2,272	2,688	1,77	2,386	2,378	4,046	4,137	4,454	4,893	4,979
Luksemburg	Jako % PKB	10,71%	13,22%	8,76%	10,53%	8,18%	11,86%	11,06%	10,48%	9,88%	8,64%
Malta	W mld USD	-0,127	-0,512	-0,157	0,107	-0,157	-0,329	-0,52	-0,528	-0,403	-0,663
Malta	Jako % PKB	-3,25%	-13,14%	-4,09%	2,53%	-3,15%	-5,85%	-8,71%	-8,22%	-5,40%	-7,72%
Holandia	W mld USD	15,643	7,251	9,77	10,939	29,568	45,898	45,551	55,874	52,522	51,107
Holandia	Jako % PKB	3,80%	1,88%	2,44%	2,49%	5,48%	7,52%	7,12%	8,24%	6,76%	5,62%
Portugal	W mld USD	-10,311	-11,57	-11,465	-10,352	-9,563	-13,58	-17,613	-19,689	-21,987	-30,776
Portugal	Jako % PKB	-8,46%	-10,24%	-9,90%	-8,09%	-6,10%	-7,58%	-9,48%	-10,09%	-9,84%	-12,05%
Słowenia	W mld USD	-0,878	-0,631	0,038	0,247	-0,227	-0,897	-0,699	-1,076	-2,25	-2,676
Słowenia	Jako % PKB	-3,28%	-2,74%	0,17%	1,03%	-0,77%	-2,69%	-1,99%	-2,81%	-4,88%	-4,69%
Hiszpania	W mld USD	-18,1	-23,054	-24,023	-22,443	-31,071	-54,909	-83,291	-110,14	-145,141	-169,209
Hiszpania	Jako % PKB	-2,93%	-3,96%	-3,94%	-3,26%	-3,51%	-5,25%	-7,36%	-8,93%	-10,08%	-10,05%

Źródło: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2008.

(Niemcy, Holandia, Austria) notują wysokie nadwyżki. Kraje o walutach wcześniej uznawanych za słabsze mają natomiast deficyty, w dodatku szybko rosnące. Szczególnie jaskrawym przypadkiem jest Grecja, gdzie deficyt w rachunku bieżącym sięgnął 14% PKB. W złej sytuacji pod tym względem są także Hiszpania i Portugalia. Deficyty w rachunku bieżącym w tych krajach nie są kompensowane napływem inwestycji bezpośrednich. Muszą być zatem finansowane napływem innych kapitałów¹². Wprawdzie przynależność do strefy euro uwalnia te kraje od troski o równowagę płatniczą i kurs waluty, ale oznacza także, że tracą one konkurencyjność i miejsca pracy na rzecz zagranicy, w tym innych państw z „eurolandu”. Ten spadek konkurencyjności, zastój i towarzyszące mu bezrobocie mogą prowadzić do niepokojów społecznych, jak to miało miejsce w Grecji na początku 2009 roku.

Dla Polski istotne jest, w której grupie państw znalazłaby się po ewentualnym przystąpieniu. Ponieważ Polska idzie do euro od strony waluty na ogół przewartościowywanej w przeszłości, można racjonalnie zakładać, że znajdzie się pośród krajów z dodatnim rachunkiem bieżącym. Natomiast niezależnie od tego, jaka decyzja zostanie podjęta w sprawie przystąpienia do euro, wiadomo, że nie stanie się to wcześniej niż w 2012 roku. Co najmniej przez 3 lata Polska musi prowadzić jakąś politykę kursową i nie popełniać starych błędów. Ze struktury rezerw walutowych wynika niezdolność władz monetarnych do obrony kursu złotego przed spadkiem. Natomiast nie ma przeszkód, żeby skutecznie bronić złotego przed kolejnym przewartościowaniem. NBP może bowiem w razie napływu kapitałów spekulacyjnych po prostu powiększać rezerwy walutowe. Ryzyko, że w związku z taką polityką rezerwy wzrosną do ekonomicznie nieuzasadnionego poziomu, jest przy tym znikome: inwestorzy finansowi łatwo się zorientują, że nie mogą liczyć na premię kursową. NBP powinien również uwzględnić w swojej polityce kursowej różnice w oprocentowaniu między Polską i strefą euro. Dlatego racjonalnym podejściem byłoby utrzymywanie kursu bazowego na ścieżce kursu terminowego lub niższym. Takie podejście sprowadziłoby atrakcyjność kredytów walutowych do racjonalnego wymiaru i pozwoliłoby eliminować patologię gospodarczą, jaką jest dwuwalutowość i masowa spekulacja społeczna na umocnienie złotego do franka szwajcarskiego.

Jeżeli w okresie najbliższych 3-4 lat udałoby się osiągnąć stabilność kursu złotego do euro i jednocześnie uzyskać wyraźnie dodatni bilans handlowy i rachunek bieżący, wejście do strefy euro powinno być dla Polski korzystne. W przeciwnym razie, tj. gdyby równowagę płatniczą kraju trzeba by było utrzymywać za pomocą deprecjacji złotego lub gdyby przy stabilnym kursie pogłębiały się deficyty, przejście na euro – o ile w ogóle wykonalne – byłoby bardzo ryzykowne. Warto zwrócić uwagę, że za 3 lata Polska będzie bogatsza o doświadczenia Słowacji. Doświadczenia krajów bałtyckich, które wprawdzie do strefy euro nie weszły, ale usztywniły swoje kursy do waluty europejskiej, potwierdzają, że utrzymywanie kursu w dłuższym okresie na przewartościowanym poziomie szkodzi gospodarce i niezmiernie

¹² *World Investment Report 2008*, UNCTAD 2008.

utrudnia jej naprawę. W Estonii poziom zadłużenia sektora prywatnego (głównie kredyty hipoteczne i kredyty dla firm) sięgnął

100% PKB. Taki poziom akcji kredytowej jest wprawdzie typowy dla krajów europejskich, ale Estończycy zadłużyli się w walutach obcych¹³. W tych warunkach zrównoważenie gospodarki przez dewaluację oznacza skokowy wzrost zadłużenia i zapewne falę bankructw firm i upadłości konsumenckich. Estonia i inne kraje bałtyckie usiłują wobec tego dostosować inne parametry gospodarki do zawyżonego kursu walut narodowych, starają się zredukować wydatki rządowe i obniżyć płace urzędników. Doświadczenia wielu innych krajów pokazują jednak, że obrona przewartościowanej waluty nie ma sensu i zwykle się nie udaje¹⁴.

Literatura

Balance of Payments, Ceska Nationalni Banka, www.cnb.cz.

Bilans Płatniczy Polski, NBP 2008, www.nbp.pl.

Gajek L., Raczko A., *JP Morgan się myli*, „Rzeczpospolita” 2008 (z 11 grudnia).

Krugman P., *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Republic of Estonia: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report 09/89.

Rocznik Statystyczny 2007, GUS.

Stiglitz J., *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

World Economic Outlook, Data Base November 2008, IMF, Washington 2008.

World Investment Report 2008, UNCTAD, 2008.

EXCHANGE RATE POLICY IN POLAND AND THE ACCESSION TO THE EUROZONE

Summary: In this article, the author examines Poland's exchange-rate policy between 1999 and 2008. The exchange rate of złoty is characterized by the great variability and, in general, was overvalued. The transition to the euro is favourable to the Polish economy, as it provides greater stability and predictability, which is important especially in the microeconomic level. The experience of ten years of the eurozone shows that the common currency is not equally beneficial to all participating countries. Therefore, the final decision on the accession should be taken after checking whether Poland is able to maintain a stable exchange rate against the euro for at least three years. An additional criterion should be a positive current account of the balance of payments.

¹³ *Republic of Estonia: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report 09/89.

¹⁴ Obszernie na temat wypowiada się J. Stiglitz w książce *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.