

# O polityce kursowej

Witold Koziński, profesor  
Katedra Bankowości i Finansów, WNE, UW

Rozszerzenie pasma wahań, a następnie całkowite zniesienie przedziału zmienności kursu złotego dokonane przez Radę Polityki Pieniężnej w latach 1998–1999 stworzyło nową jakość polityki kursowej. Przypomnijmy najpierw, że kontrola kursu walutowego wprowadzona po jego upłynięciu w maju 1995 roku miała na celu ochronę gospodarki polskiej przed zbyt głębokimi wahaniami waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych. Był to powód, dla którego Narodowy Bank Polski stosunkowo często interweniował na rynku walutowym, starając się nie dopuścić do zbyt gwałtownego i głębokiego umocnienia złotego. Tak więc zarówno przedział zmienności waluty krajowej (zewnątrzny —  $\pm 7\%$  od koszyka pięciu walut oraz tzw. wewnętrzny —  $\pm 5\%$  od tego samego koszyka), jak i interwencja wewnątrz tego przedziału stwarzały przesłanki do względnej stabilizacji kursowej. Całkowitej stabilizacji nie udało się jednak utrzymać, czego wyrazem było wolne, ale stopniowe umacnianie się złotego w ciągu całego 1995 roku. Nawet powolne, niemające charakteru szokowego zmiany kursu były powodem, jak można sądzić, pojawienia się po raz pierwszy w latach dziewięćdziesiątych (w 1996) ujemnego salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Dowodzi to znacznej wrażliwości polskiej gospodarki na zmiany kursu walutowego. W dyskusjach poświęconych problematyce wymiany z zagranicą dominują problemy struktury polskiego eksportu, stopnia jego przetworzenia, dywersyfikacji produktowej i geograficznej, braku stosownej promocji eksportu, zakresu odpowiedzialności rządu za wyniki eksportu itp. Kwestie kursowe, szczególnie po całkowitym zniesieniu korytarza zmian kursu złotego, zeszyły na plan dalszy, zapewne w przekonaniu o słuszności tego rodzaju polityki i jej nieodwracalności. Wydarzenia z lat 1995–1996 świadczą jednak o tym, iż wahania kursu, zarówno jego poziom jak i amplituda, miały (i w dalszym ciągu mają) znaczny wpływ na kondycję polskiego eksportu. Z tego powodu w roku 1997 i na początku 1998 NBP znacznie nasilił interwencje walutowe, co przyniosło ożywienie eksportu notowane jeszcze w połowie 1998 roku.

Teoretyczną przesłanką całkowitego uwolnienia kursu złotego dokonanego przez Radę Polityki Pieniężnej było przekonanie o niemożności jednoczesnej kontroli kursu walutowego i stóp procentowych (podaży pieniądza)<sup>1</sup>. Przeczy temu wszakże sama empiria polityki kursowej z okresu 1997–1998, kiedy to

<sup>1</sup> Szerzej zob. M. Dąbrowski, *Czy w warunkach globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną*, Zalesie Górne, czerwiec 2000 r. (konferencja naukowa organizowana przez NBP).

kontrola kursu walutowego i podaży pieniądza ożywiła eksport, aczkolwiek nie zlikwidowała ujemnego salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Można, co prawda, doszukać się pewnych cech stałości w polityce kursowej tamtego okresu. Brało się to z bardzo częstych interwencji kursowych niepozwalających na znaczne umocnienie waluty krajowej. Nie była to wszakże polityka sztywnego kursu, zwłaszcza gdy dotyczyła ona przejściowej zgody banku centralnego na krótkotrwałą dewaluację. Takie właśnie zdarzenie miało miejsce w lecie 1997 roku (tzw. kryzys czeski), kiedy inwestorzy zagraniczni ponoszący straty na innych rynkach wychodzili z lokat dokonanych w Polsce, powodując przejściową dewaluację złotego<sup>2</sup>. Wadą tej polityki był jej znaczny koszt, wyrażający się w częstej sterylizacji pieniądza w ramach operacji otwartego rynku. Niezależnie od tego, nie da się jednak powiedzieć, że w ówczesnych warunkach (poziom liberalizacji obrotów kapitałowych), a także w obecnych okolicznościach, charakteryzujących się podobną liberalizacją tych obrotów (lata 1998–2001), nie była możliwa w żadnym przypadku jednoczesna kontrola kursu walutowego i podaży pieniądza (stóp procentowych).

Rozszerzenie pasma wahań kursowych i zaprzestanie interwencji na rynku walutowym przez NBP na początku 1998 roku miały swój natychmiastowy skutek. Tylko w marcu tamtego roku złoty umocnił się w stosunku do dolara amerykańskiego i niemieckiej marki o ok. 5%, co było znaczną zmianą. Należało się spodziewać, że po stosownym upływie czasu typowym dla rozwinięcia lub redukcji eksportu (ok. 6 miesięcy) w tym drugim przypadku, wspieranym dodatkowo zmniejszeniem tempa dewaluacji pełzającej złotego w stosunku do koszyka walut, nastąpi osłabienie produkcji eksportowej. Wybuch tzw. kryzysu rosyjskiego latem 1998 roku nie pozwolił jednak na obserwację „czystych” skutków nowej polityki kursowej. Za główną przyczynę znacznego spadku tempa wzrostu eksportu w drugiej połowie 1998 uznany został ten właśnie kryzys i przez niemal dwa lata powoływania się na jego skutki niemożliwa była, w gruncie rzeczy, obiektywna dyskusja o wszystkich okolicznościach względnego spadku eksportu. W istocie rzeczy nie ma formalnych instrumentów, które pozwoliłyby na oddzielenie tego, co z punktu widzenia zmniejszenia produkcji eksportowej związane było z rosyjskim kryzysem, a co wynikało ze skutków zaprzestania kontroli kursu walutowego. Pozostaje wszakże doświadczenie, które pośrednio dowodzi, jak można wnosić ze skutków umocnienia się złotego w 1995 roku, wyraźnego wpływu tego rodzaju zmiany kursowej na wielkość eksportu. Obok kryzysu rosyjskiego, którego wpływ na eksport był negatywny, nie mniej ważną, naszym zdaniem, okolicznością istotnego osłabienia produkcji na eksport stała się nowa polityka kursowa.

Polityka ta wymagała przystosowania się przedsiębiorstw do znacznego powiększenia obszaru ryzyka produkcji na eksport z uwagi na możliwe straty kursowe. Często powtarzanym argumentem w dyskusjach o zagrożeniach, pływ

<sup>2</sup> Nie była to zmiana polityki kursowej, lecz przejściowe otwarcie na dewaluację złotego. Por. A. Sławiński, *Ewolucja mechanizmu kursowego w Polsce*, „Gospodarka Planowa” 1999 nr 7–8.

nących z głębokich wahań waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych, był argument o koniecznej asekuracji przed ryzykiem kursowym na rynkach terminowych. Brak jednak głębszych przesłanek ku temu, by sądzić, iż przedsiębiorstwa eksportujące na większą skalę sięgnęły po ten sposób ochrony własnej rentowności. Zaprzestały one raczej rozwijania produkcji na eksport na większą skalę, sądząc zapewne, że możliwa dewaluacja przyniesie im i tak nadzwyczajne zyski przy stabilnym poziomie produkcji, a stabilny poziom produkcji uchroni je z kolei przed stratą kursową, jaka mogłaby wystąpić w sytuacji umocnienia złotego, ale przy wyższym tempie wzrostu produkcji na eksport. Tego rodzaju negatywna adaptacja trwała mniej więcej do połowy 2000 roku, kiedy eksport wykazał pewne ożywienie. Co skłoniło eksporterów, pomimo destabilizującego wpływu polityki kursowej na gospodarkę i produkcję, do zwiększenia wysiłków w kierunku zintensyfikowania eksportu, który, notabene, osiągnął w marcu 2001 roku zaledwie poziom połowy z roku 1998? Ma to związek z polityką wysokich stóp procentowych (nominalnych i realnych) zapoczątkowaną w drugiej połowie 1999 roku. Po obniżkach stóp procentowych w roku 1998 i na początku 1999, co niezależnie skutkowało wybuchem boomu kredytowego, Rada Polityki Pieniężnej zmieniła politykę stóp procentowych, zaostrzając ją w rzadko spotykanym stopniu. Jej efektem stały się spadki tempa wzrostu produktu krajowego brutto w kolejnych kwartałach 2000 roku będącego głównie skutkiem stłumienia popytu wewnętrznego. Ta swoista konwersja wyższego tempa wzrostu PKB na tempo niższe z jednej strony oraz niższego tempa wzrostu eksportu na wyższe z drugiej strony wymuszona przez znaczny spadek popytu krajowego, oznacza eksport niemal za wszelką cenę, nawet jeśli sprzyja mu w jakiejś mierze popyt zewnętrzny. Jaka to jest cena — będzie się można dowiedzieć w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Prawdopodobieństwo ponownego osłabienia eksportu jest duże nie tylko ze względu na niezwykle silne umocnienie złotego w pierwszej połowie 2001 roku, ale wiąże się ono także z możliwym ożywieniem popytu krajowego, które prędzej czy później musi wystąpić. W takim przypadku ożywienie popytu wewnętrznego przy trudnych do zaakceptowania warunkach kursowych pozwoli na wchłonięcie przez rynek krajowy tego, co dzisiaj stanowi o przyroście produkcji eksportowej. Trudno także nie zauważyć, iż poprawa stosunku obrotów bieżących bilansu płatniczego do wielkości PKB także może mieć przejściowy charakter.

Dzisiejsza poprawa tego stosunku wynika nie tylko ze wzrostu eksportu, ale w dużym stopniu ze spadku tempa wzrostu PKB. Wzrost produktu krajowego brutto przy osłabieniu eksportu, czego należy się spodziewać przy poprawie koniunktury krajowej, ponownie pogorszy wspomnianą relację w stopniu adekwatnym do obecnie obserwowanego szoku kursowego i popytowego.

Głębokie i długotrwałe wahania kursowe mają także wpływ na inflację krajową. W *Raporcie o inflacji* za 1999 rok czytamy:

*Z badań prowadzonych w NBP na danych o częstotliwości miesięcznej wynika, że istnieje długookresowa zależność między nominalnym efektywnym kursem walutowym i poziomem cen towarów i usług konsumpcyjnych. W długim okresie zmiany kursu walutowego w pełni przenoszą się na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Na podstawie zależności dynamicznej z korektą błędu można wnioskować, iż w krótkim okresie zmiana efektywnego nominalnego kursu walutowego o 1% powoduje zmianę tempa wzrostu cen o około 0,3%. Oznacza to, że wpływ bezpośrednich zmian kursu walutowego na inflację w 1999 roku można szacować na około 2 pkt. proc.<sup>3</sup>*

Sekwencja zdarzeń jest więc następująca. Rada Polityki Pieniężnej poszerza, a następnie znosi przedział wahań kursowych, wyrażając w ten sposób koncepcyjną zgodę na możliwą dewaluację złotego, dewaluacja taka następuje, prowadząc z uwagi na swoją głębokość i długotrwałość do wzrostu inflacji, a finalnie, z uwagi na cele inflacyjne, które Rada sobie stawia, podnosi ona stopy procentowe (początek 2000 roku), by inflację zwalczać. Trudno nie uznać tego rodzaju reakcji za wewnętrznie niespójną i niedającą pozytywnej rekomendacji obecnej polityce kursowej. Nie sposób także wspomnieć, iż owe dwa punkty procentowe tworzą błąd w osiągnięciu celu inflacyjnego w 1999 roku (9,8% zamiast 7,8% górnego przedziału tempa wzrostu cen i usług konsumpcyjnych).

Całkowite uwolnienie kursu i zniesienie kontroli jego wahań miały nie tylko zapewnić autonomię polityce pieniężnej w ogóle, ale i pomóc w opanowaniu nadpłynności w sektorze bankowym (dzięki bieżącym dostosowaniom kursowym) oraz, poprzez zwiększenie ryzyka kursowego, ograniczyć popyt polskich podmiotów gospodarczych na zagraniczny kredyt. Ani jeden, ani drugi cel nie został osiągnięty. Płynność sektora bankowego w dalszym ciągu pozostaje wysoka, a zadłużenie polskich przedsiębiorstw gwałtownie wzrosło, osiągając kwotę ok. 25 mld USD. Trudno było nie oczekiwać takiego rezultatu, jeśli zwiększającej ryzyko polityce kursowej towarzyszy dodatkowo, całkowicie neutralizująca jej spodziewane skutki, polityka dramatycznie wysokich stóp procentowych.

Pozytywną stroną swobodnie fluktuującego kursu walutowego jest zagrożenie ryzykiem tych, którzy preferują inwestycje o charakterze krótkoterminowym (spekulacyjnym). Tak jak nieprzewidywana aprecjacja może przynieść dodatkowe zyski spekulującym, tak niespodziewana dewaluacja zyski te może znacznie zredukować<sup>4</sup>. Trudno dostrzec jednak, by zagrożenie znaczną nawet stratą przeszkadzało spekulacji na polskim rynku walutowym, który z uwagi na swoją płytkość i na ogólną słabość jest kierowany raczej z zewnątrz i z wewnątrz przez zainteresowane podmioty niż obiektywnie wpływający na wyce-

<sup>3</sup> *Raport o inflacji 1999*, Narodowy Bank Polski, s. 73.

<sup>4</sup> Zagrożenie dewaluacją waluty krajowej pojawia się najczęściej w sytuacji głębokiego deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Powoduje to ucieczkę kapitału przede wszystkim krótkoterminowego, dla którego dewaluacja oznacza niekorzystną zmianę kursową wymiany waluty krajowej na zagraniczną i straty. Destabilizacja sięga również innych dziedzin gospodarowania, co widać na przykładzie tzw. kryzysów walutowych.

nę polskiego złotego. Jest to również skutek, jak można sądzić, przydawania przez władze monetarne nierozwiniętemu organizmowi zadań i funkcji dojrzałego rynku walutowego.

Porównanie parametrów ekonomicznych, będących w dużej mierze efektem różnych polityk pieniężnych z lat 1995–1997 oraz 1998–2000, wypada dla tego drugiego okresu niedobrze. Zwłaszcza polityka kursowa, której poprawność jest, naszym zdaniem, wyłącznie książkowa, zmienia rzeczywistość w kierunku ponownego pogorszenia deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego z możliwymi tego skutkami kryzysowymi w całej gospodarce.

### **A b s t r a c t**



#### **On the rate of exchange policy**

The article contains a critical discussion of the presently applied rate of exchange policy consisting of the complete lack of control over the rate of exchange of the zloty. Its effect is either the weakening of the export ability of the Polish economy or the arousing of inflation leading to the increase of the interest rates. The new rate of exchange policy applied since 1998 did not solve the problems for which it was established—overliquidity of the bank sector and the debt of Polish enterprises abroad. Beside the presently conducted policy of interest rates the rate of exchange policy is becoming a source of danger for the macroeconomic stability of the whole economy.