

ROLA BANKU CENTRALNEGO W KSZTAŁTOWANIU KURSU WALUTOWEGO

Henryk WNOROWSKI

1. Wstęp

Fakt funkcjonowania w różnych krajach odrębnych walut narodowych powoduje określone konsekwencje dla funkcjonowania ich gospodarek. Jedną z takich konsekwencji jest konieczność wzajemnej wymiany tych walut oraz potrzeba określania proporcji ilościowych takiej wymiany. „Gdyby występowała jedna waluta międzynarodowa, nie istniałby problem kursu walutowego” [2]. Pojęcie kursu walutowego nie budzi jednak większych wątpliwości w literaturze ekonomicznej, mimo jego wielu definicji, wszystkie sprowadzają się do stwierdzenia, że kurs walutowy jest to cena jednej waluty wyrażona w innej walucie.

W gospodarce rynkowej kurs walutowy określa relacje cen między poszczególnymi krajami, stąd zmiana kursu oznacza zmianę relacji cen między rynkami poszczególnych krajów. Z tego między innymi względu kursowi walutowemu przypisuje się szereg funkcji :

- funkcję instrumentu polityki pieniężnej,
- funkcję informacyjno-decyzyjną
- funkcję cenotwórczą,
- funkcję alokacyjną.

Waga wymienionych funkcji jak również inne względy sprawiają, iż kurs walutowy w każdym kraju otoczony jest szczególną troską państwa w postaci prowadzonej polityki kursowej. Stanowi ona element polityki pieniężnej, polityki dewizowej, a także polityki gospodarczej i może się skutecznie przyczyniać do realizacji ich celów. Stąd celem niniejszego referatu jest opisanie mechanizmu kształtowania kursu walutowego w Polsce w ciągu minionych dziesięciu lat transformacji. Autor podejmie także próbę odpowiedzi na pytanie realizacji jakich celów przede wszystkim służyła realizowana w naszym kraju polityka kursowa, a jakie cele zostały odsunięte na drugi plan. Na ile polityka ta przyczyniła się do powodzenia transformacji w tym okresie?

Polityka kursowa uzależniona jest w znacznym stopniu od przyjętego sposobu określania kursu oraz od celów polityki gospodarczej. W literaturze wyodrębnia się najczęściej pięć klasycznych opcji polityki kursowej w zależności od sytuacji w bilansie płatniczym :

- opcja I to finansowanie deficytu bilansu płatniczego bez zmian kursu i sytuacji gospodarczej,
- opcja II to stosowanie ograniczeń walutowych dotyczących poziomu kursu oraz swobody dokonywania operacji z zagranicą,
- opcja III to wprowadzenie kursu płynnego ,
- opcja IV to dopasowanie gospodarki do danego kursu stałego poprzez instrumenty polityki pieniężnej i gospodarczej,
- opcja V to kombinacja różnych rozwiązań [5].

2. Kurs walutowy polskiego złotego w początkach transformacji

Polityce kursowej przypisano ważną rolę zarówno w teoretycznej koncepcji jak i w praktycznej realizacji transformacji systemowej w Polsce. Otwarcie polskiej gospodarki oraz wprowadzenie ograniczonej, jednak autentycznej wymiennalności polskiego pieniądza przywróciło społeczne zaufanie do niego. Konieczne jednak było także ustalenie właściwych relacji wymiennych polskiej waluty w stosunku do innych walut. Takie rozwiązanie dostarczało gospodarce brakującego jej dotąd kluczowo ważnego elementu rachunku ekonomicznego jakim była możliwość transmisji do wnętrza polskiej gospodarki wpływów rynku światowego.

Intencją autorów transformacji była optymalizacja struktury produkcji i zwiększanie efektywności zachodzących wewnątrz kraju procesów ekonomicznych, a polityka kursowa miała w tym wydatnie pomagać. Panuje też chyba powszechna zgoda, że rola jej była rzeczywiście ważna, a co więcej wykonywana była stosunkowo skutecznie. Pomimo tego polityka kursowa była także i jest z różnych powodów krytykowana [5].

Jaka więc naprawdę była polityka kursowa realizowana w Polsce w okresie transformacji?

Od początku okresu transformacji gospodarki, tj. od 1 stycznia 1990 r. obowiązywał system kursów urzędowych, z podziałem kompetencji w tej dziedzinie między Radę Ministrów, która ustalała ogólne zasady kształtowania kursów walutowych, i prezesa Narodowego Banku Polskiego, który opierając się na tych zasadach ustalał i publikował szczegółowe tabele kursów walut. Praktyka ustalania zasad i szczegółowych kursów zmieniała się na przestrzeni kilku lat okresu transformacji. Na początku ustalono kurs złotego w stosunku do dolara USA jako jednej waluty referencyjnej na stałym poziomie, utrzymywanym przez kilkanaście miesięcy (do połowy maja 1991 r.) w roli „kotwicy antyinflacyjnej” (1USD=9500zł). W tych warunkach kursy złotego w stosunku do innych walut wymiennalnych zmieniały się wraz ze zmianami kursu dolara USA w stosunku do tych walut na rynkach międzynarodowych, co oznacza, że złoty „pływał razem z dolarem”.

W maju 1991 r. dokonano jednorazowej skokowej dewaluacji złotego, gdyż kurs stały z 1 stycznia 1990 r. na skutek wysokiej inflacji stał się dla złotego nadwartościowy, co groziło wyczerpaniem rezerw dewizowych przy dość liberalnych zasadach wymiany złotego. Równocześnie wprowadzono w miejsce dolara USA w roli waluty referencyjnej koszyk 5 walut jako podstawę ustalania kursu złotego (tabela 1). Proporcje poszczególnych walut w koszyku odzwierciedlały udział tych walut w płatnościach zagranicznych. (Od 1 stycznia 1999 r. do 12 kwietnia 2000r., koszyk składał się z dwóch walut : USD – 45%, euro – 55%, była to konsekwencja utworzenia unii walutowej - euro zastąpiło główne waluty państw Wspólnoty). Zastosowano więc rozwiązanie z tzw. koszykiem adaptowalnym o stałych wagach (inną metodą jest tzw. koszyk kwotowy stały). Korekty kursów (dewaluacja, rewaluacja) wymagają zmian kwot tych walut w tym samym procencie, tak aby wagi pozostawały bez zmian.

Zastosowanie „koszyka adaptowalnego” w dużym stopniu uniezależnia definiowaną tym koszykiem walutę od zmian kursów walutowych. Uniemożliwia również progresywne zwiększanie oddziaływania na jednostkę walut silnych przez sukcesywny wzrost ich wag w koszyku [1]. Według koszyka walut ustalany był kurs centralny.

TABELA 1

Skład koszyka złotego

Waluta	Udział w %
Dolar USA	45
Frank szwajcarski	5
Marka niemiecka	35
Frank francuski	5
Funt szterling	10

Od sierpnia 1991 r. zaprzestano praktykowania dewaluacji złotego (dla uwzględnienia spadającej jego siły nabywczej w następstwie inflacji) w trybie jednorazowych, skokowych zmian kursów i zastosowano metodę „pełzającej” dewaluacji (crawling peg), jako rozwiązanie pośrednie między kursem stałym a płynnym. Polegała ona na codziennym obniżaniu kursu w stosunku do kursu centralnego o określony miesięczny procent. Drugim składnikiem elastyczności kursu było dopuszczalne pasmo wahań kursu złotego w stosunku do kursu centralnego.

Początkowo tempo dewaluacji ustalono na 1,8% miesięcznie. Mając na uwadze fakt, iż mechanizm pełzającej dewaluacji przyczynia się do wzrostu inflacji, Rada Polityki Pieniężnej stosunkowo często obniżała stopę miesięcznej dewaluacji kursu centralnego (np. w 1998 r. miały miejsce trzy obniżki, w sumie o 0,5%, z 1% przed 26 lutego do 0,5% po 10 września), w ostatnim okresie, od marca 1999 r. tempo to wynosiło 0,3% miesięcznie. Dewaluacja ta odbywała się w drodze codziennych korekt kursów złotego w stosunku do koszyka i do poszczególnych walut opierając się na notowaniach ich kursów wzajemnych na giełdzie we Frankfurcie nad Menem.

Na podstawie tak ustalonych kursów urzędowych NBP kwotował dla rozliczeń międzybankowych i dla rozliczeń banków dewizowych (tym terminem określa się banki komercyjne, które uzyskiwały koncesję od prezesa NBP na prowadzenie operacji zagranicznych) z klientami kursy, które mogły odchyłać się od urzędowych w granicach 2% w górę lub w dół. NBP był zobowiązany skupywać od banków dewizowych każdą ilość oferowanych walut, bądź sprzedawać im waluty na zaspokojenie żądań klientów, stosując kwotowane przez siebie kursy.

3. Kształtowanie kursu polskiej waluty po 1995 r.

Od ostatniego kwartału 1994 r. i później w początkach 1995 r. zaobserwowano bardzo silne tempo wzrostu rezerw zagranicznych, powodujące - zdaniem NBP - nadmierną podaż pieniądza krajowego w wyniku operacji wymiennych i zagrożenie nasileniem inflacji. Narodowy Bank Polski postanowił hamować wzrost rezerw drogą modyfikacji polityki kursowej. 16 maja 1995 r. wprowadzony został nowy system kursowy. System ten opierał się na następujących głównych zasadach:

- Kurs centralny NBP spełnia w nowym systemie rolę referencyjną dla wyznaczania dopuszczalnego przedziału fluktuacji kursu rynkowego w wysokości +/- 7%, wewnątrz którego NBP zobowiązuje się go utrzymać. Kurs paritetowy podlega dewaluacji pełzającej,
- Kursy walut obcych, stosowane przez banki komercyjne w obrocie wzajemnym oraz wobec klientów mogą kształtować się swobodnie, jako efekt gry rynkowej na międzybankowym rynku dewizowym,

- NBP może wpływać na kursy walut obcych pośrednio, poprzez interwencje na rynku dewizowym, gwarantując jednocześnie utrzymywanie się kursu w ramach przyjętego szerszego przedziału odchyień,
- Rolę oficjalnego kursu średniego, stosowanego przez banki i inne podmioty gospodarcze do celów rozrachunkowych spełniał kurs „fixingowy” [3].

Wspomniany wyżej kurs fixingowy był ustalany przez NBP pod koniec każdego dnia operacyjnego na podstawie zgłoszeń banków dewizowych, proponujących bankowi centralnemu sprzedaż lub zgłaszających chęć zakupu obcych walut i dewiz, przy określeniu ich ilości i proponowanego kursu. Na podstawie tych zgłoszeń NBP ustala („fiksuje” - stąd „fixing”) kursy, które pozwolą na zbilansowanie możliwie największych kwot zakupu i sprzedaży walut i dewiz w transakcjach z bankami dewizowymi. Główną funkcją fixingu jest to, że w warunkach ograniczonego zakresu zewnętrznej wymiwalności złotego stwarza on wielu bankom możliwość pozbycia się nadmiaru walut lub uzupełnienia ich niedostatku. Gdy w wyniku napływu albo odpływu kapitału zagranicznego na krajowym rynku walutowym pojawia się stan nierównowagi, to nie ma innej możliwości wyrównania pozycji walutowej banku niż przez bezpośrednie transakcje z NBP.

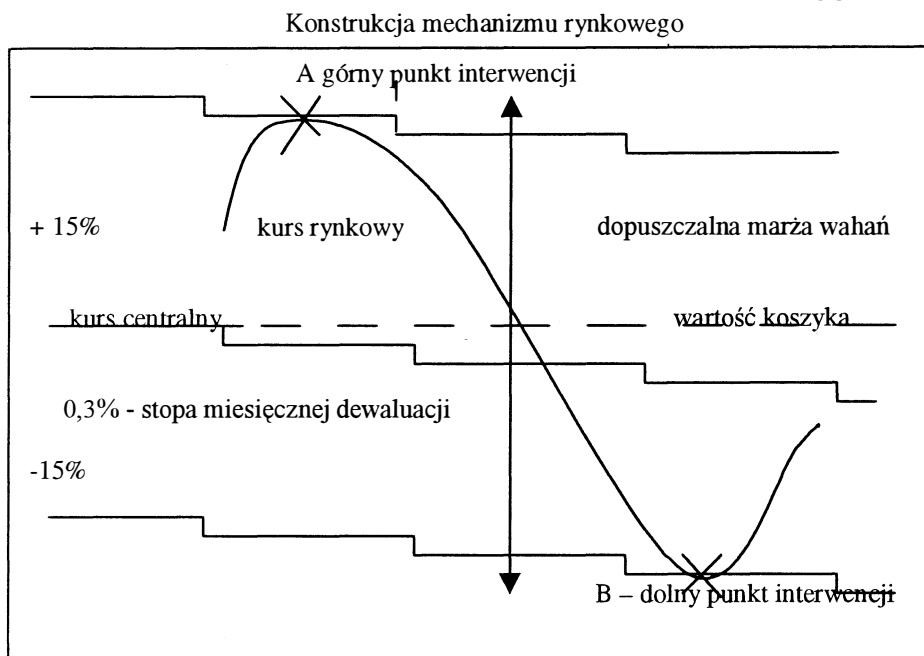
Ewolucja polityki kursowej Narodowego Banku Polskiego, najsilniej zaznaczona w 1995 r., nie zmieniała faktu, że mieliśmy nadal do czynienia z systemem urzędowych kursów walutowych, chociaż system ten został znacznie uelastyczniony w porównaniu z jego początkowymi formami. Jednak fakt, ustalania kursu zwanego centralnym (niekiedy parytetowym) w stosunku do koszyka 2 walut, i że bank centralny zobowiązuje się interweniować dla utrzymania kursów międzybankowych (zwanymi „rynkowymi”) w ustalonym przedziale odchyień, nie pozwala nazwać tego systemu „płynnym”. Nie jest to także system rynkowych kursów stałych, gdyż kurs centralny nie wynika tutaj z międzynarodowych ustaleń, a z wewnętrznej decyzji polskich władz monetarnych, które dosyć swobodnie ustalają wskaźnik „pełzającej dewaluacji” złotego. Mimo to mechanizm interwencji banku centralnego przypomina nieco system kursów stałych, z tym jednak, że interwencje te są ograniczone do krajowego rynku walutowego, co oczywiście bardzo upraszcza całość tych operacji.

Zasady i mechanizm działania systemu kursów walutowych ilustruje rysunek 1.

„Schodkowe” obniżanie się kursu centralnego obrazuje miesięczne dewaluacje złotego wobec koszyka. Identycznym zmianom podlegają również granice wahań $\pm 15\%$ od kursu centralnego, wyznaczają one dolny i górny punkt interwencyjny. Po osiągnięciu tych punktów władze monetarne (NBP) zobowiązane są do podjęcia działań interwencyjnych stabilizujących kurs złotego. Interwencje mogą być również podejmowane wewnątrz marż wahań przed osiągnięciem przez złotego punktów interwencyjnych. Marże wahań wyznaczają dopuszczalną stopę aprecjacji i deprecjacji złotego [7].

Na przedstawionym schemacie (rysunek 1) występują dwa rodzaje kursów. Jest to kurs centralny i kurs rynkowy (fixingowy). Kurs centralny kalkulowany jest przez NBP na podstawie notowań walut wchodzących w skład koszyka na giełdzie we Frankfurcie nad Menem. Kurs ten uwzględnia pełzającą dewaluację złotego wobec koszyka. Funkcje kursu centralnego są ograniczone, odgrywa on rolę punktu odniesienia dla wahań rynkowego kursu złotego.

RYSUNEK 1



Źródło : [1]

Kurs fixingowy ustalany był na codziennych sesjach, w których uczestniczyło 15 banków komercyjnych i NBP. Na tych spotkaniach banki komercyjne przedstawiały NBP oferty kupna-sprzedaży walut. Na ich podstawie bank centralny ustalał kurs fixingu, zawarty wewnątrz widełek tworzonych przez oferty sprzedaży i zakupu dewiz. Kurs transakcji międzybankowych musiał oscylować wokół fixingu. Żaden bank nie kupi dolarów po cenie wyższej niż kwotowana na sesjach fixingowych. Podobnie nie sprzeda po kursie gorszym, niż mógłby uzyskać w transakcjach z NBP.

Dnia 7 czerwca 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej zrezygnowała z techniki fixingu. Oznacza to, że od strony formalnej ograniczono możliwość interwencji banku centralnego w kształtowaniu kursu złotego. Od strony praktycznej możliwości te są w dalszym ciągu duże, NBP poprzez interwencje walutowe może znacząco wpływać na kurs złotego. Likwidacja fixingu zwiększyła rolę rynku międzybankowego w kształtowaniu kursu, podnosząc jednocześnie prawdopodobieństwo silnych wahań złotego [1].

Dnia 11 kwietnia 2000 r. Rada Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o wprowadzeniu w Polsce systemu płynnego kursu walutowego. Na mocy tej decyzji, 12 kwietnia 2000 r. kurs złotego został uwolniony. W rezultacie złoty nie będzie już więc administracyjnie dewaluowany o 0,3 % miesięcznie. Przystaje też istnieć kurs centralny złotego, a także obowiązywać marża +/- 15 % dopuszczalnych wahań złotego wobec walut obcych. Kurs polskiego pieniądza może się zatem kształtować bez ograniczeń jedynie pod wpływem podaży i popytu na rynku dewizowym [6].

Bank centralny zarezerwował sobie prawo interweniowania na rynkowy proces kształtowania kursu drogą operacji kupna – sprzedaży dewiz kiedy uzna, że jest to z ważnych powodów potrzebne (ma to być zatem system tzw. „managed float”). Interwencje na rynku walutowym pozostają więc dla NBP opcją jak najbardziej dostępną, jeśli uzna je za celowe. Niemniej mając na uwadze znaczenie kursu walutowego i odnoszących się do niego oczekiwań dla funkcjonowania gospodarki rynkowej, formalne wyzbycie się interweniowania na rynku dewizowym przez władzę monetarną jest istotną zmianą systemową, która stawia przed polityką gospodarczą nowe problemy [5].

Jest to najważniejsza decyzja w systemie kursowym od czasu wprowadzenia wewnętrznej wymienialności złotego w styczniu 1990 r., kończy ona dziewięcioletni okres stopniowego znoszenia ograniczeń w kształtowaniu się kursu złotego i przybliżania go do systemu rynkowego. W praktyce, co najmniej od kilkunastu miesięcy, kurs polskiej waluty był kursem niemal płynnym. Od lipca 1998 r. NBP nie interweniował na rynku walutowym, a w czerwcu 1999 r., jak zaznaczono wcześniej, zlikwidowano możliwość dokonywania transakcji pomiędzy bankami komercyjnymi a NBP po kursie fixingowym. Dzięki temu cena złotego kształtowała się wyłącznie pod wpływem sił podaży i popytu, ani razu też kurs złotego nie „oparł” się na granicy dopuszczalnego pasma wahań [8].

Zastosowane rozwiązanie jest zgodne z logiką systemu rynkowego, jest ono także niezbędne z punktu widzenia polskich planów integracyjnych¹. Zapewne najważniejszą przyczyną tej decyzji jest to, że płynny kurs jest spójny ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) realizowaną przez Radę Polityki Pieniężnej od początku 1999 r.². Jednak wprowadzenie płynnego kursu walutowego już teraz, powoduje także pewne zagrożenia dla polskiej gospodarki. Prawdą jest, że rynek przynosi optymalne rozwiązania a ukształtowana na nim cena jest ceną równowagi prawidłowo informującą o wartości towaru (waluty także), jeśli żaden podmiot nie ma na pozycji dominującej ani po stronie popytu, ani po stronie podaży, nie występują też na nim zjawiska wyjątkowe o dużej sile. Na polskim rynku walutowym takie wyjątkowe zjawiska niewątpliwie występują, a są nimi istotne wpływy obcych walut z prywatyzacji oraz wysokie stopy procentowe [4]. W miarę wyczerpywania się dochodów z prywatyzacji a tym samym zmniejszania się podaży obcych walut z tego źródła, powinna być ona uzupełniana większymi wpływami z eksportu. Jest to jeszcze jeden argument na rzecz podnoszenia konkurencyjności gospodarki.

¹ Z chwilą wejścia do Unii Europejskiej Polska będzie najprawdopodobniej musiała przystąpić do Europejskiego Systemu Kursów Walutowych i „zakotwiczyć” kurs na stałe co najmniej na dwa lata. Jest to warunkiem wejścia następnie do obszaru euro. Ten stały poziom kursu powinien być poziomem średniookresowej równowagi, co pozwoli uniknąć nadmiernej i trwałej presji na aprecjację lub deprecjację. Dlatego w kilkuletnim okresie poprzedzającym wejście Polski do UE kurs powinien kształtować się w pełni swobodnie tak aby sam „odnalazł” ów poziom równowagi.

² W ramach strategii BCI i w warunkach swobodnego przepływu kapitału bank centralny dostosowuje politykę pieniężną do różnicy pomiędzy oczekiwaną inflacją a ustalonym celem inflacyjnym. Gdy oczekiwana inflacja jest wyższa niż oczekiwany cel, bank zastrza politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe. W takim systemie kurs jest zmienną, która dostosowuje się do zmian stóp procentowych, a zatem nie może podlegać ograniczeniom. Nalożenia ograniczeń na kurs oznaczałoby w rzeczywistości ustalenie drugiego, równoległego celu polityki pieniężnej. Mogłoby to doprowadzić do konfliktu między celem inflacyjnym a tak określonym celem kursowym. W systemie BCI i przy swobodzie przepływu kapitału nie ma więc miejsca na dwa różne cele polityki pieniężnej.

4. Podsumowanie

Kursy walutowe są chyba najbardziej dyskusyjnym elementem systemu walutowego. Teoria międzynarodowych stosunków gospodarczych nie daje nam gotowych i pewnych odpowiedzi. Nie ma miernika, który informowałby władze monetarne kiedy i o ile zdevaluować lub zrewaluować walutę krajową. Nie ma jednoznacznych rozstrzygnięć w sprawie wad i zalet systemu kursów stałych i zmiennych [1]. Stąd trudno o jednoznaczną ocenę polityki kursowej jakiegokolwiek kraju, można co najwyżej stwierdzić jakie cele polityka ta pomagała realizować a jakie zostały zaniedbywane.

Wymienialna waluta jest ważnym atutem w walce konkurencyjnej. Może ona stanowić bodziec do unowocześniania gospodarki [9]. Dla praktycznego jej wykorzystania w tym celu istotne znaczenie ma także sposób kształtowanie proporcji wymiennych na inne waluty oraz ich poziom, czyli mechanizm kształtowania i poziom kursu walutowego.

Trzeba najpierw zauważyć, że polska polityka kursowa (oraz obejmująca ją polityka dewizowa) była w ciągu minionej dekady pod stałym ciśnieniem pewnych doraźnych celów polityki gospodarczej, uznawanych na danym etapie za nadrzędne. Odciągało to ją niekiedy od tych zadań, jakim w zwykłej sytuacji ustabilizowanej gospodarki rynkowej winna ona przede wszystkim i bezpośrednio służyć. Dwa w zasadzie zgodne, jednak w praktyce naszej polityki gospodarczej często rywalizujące ze sobą cele miały w tym aspekcie szczególne znaczenie. Mam tu na myśli tłumienie inflacji z jednej strony oraz dążenie do utrzymania należytej pozycji konkurencyjnej w handlu zagranicznym, a przez to bezpiecznego salda bilansu obrotów bieżących z drugiej strony [5].

Analiza sytuacji polskiej gospodarki zdaje się wskazywać, iż funkcjonujący w latach dziewięćdziesiątych mechanizm kursowy :

- pozytywnie wpływał na proces otwierania polskiej gospodarki i jej włączanie w system międzynarodowego podziału pracy na zasadach efektywnościowych,
- w ocenie większości zapewniał dominację bezpośredniego celu inflacyjnego nad poprawą konkurencyjności, nie był więc w pełni wykorzystywany dla poprawy sytuacji w bilansie handlowym. Należy jednak w tym miejscu podkreślić, iż sam kurs walutowy nie jest w stanie zapewnić konkurencyjności, muszą być podejmowane inne działania o charakterze systemowym [10],
- dawał świadectwo stabilności polskiego systemu walutowego, co pozytywnie oddziaływało na postrzeganie Polski zagranicą oraz przepływy kapitału do naszego kraju.

Literatura:

1. Bilski J.: *Polski system walutowy. Ocena skuteczności działania*, „Bank i kredyt”, nr 12, 1999.
2. Chrabonszczewska E., Kalicki K.: *Teoria i polityka kursu walutowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1998 r. s. 81.
3. Jaworski W. L. (red.): *Polskie banki w drodze do Unii Europejskiej*, Poltex Warszawa, 1997., s. 41-42.
4. Krakowski J.: *Kurs nierównowagi*, „Rzeczpospolita”, 4.05.2000.
5. Lutkowski K.: *Polityka dewizowa a konkurencyjność gospodarki*, w : „*Konkurencyjność gospodarki Polski w dobie integracji z Unią Europejską i globalizacji*”, Materiały konferencyjne, część II, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2000.

6. Pietrzak E.: *System dewizowy Polski w latach 1989-1999*, „Bank i kredyt”, nr 4, 2000.
7. Raport o inflacji 1998, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, 1999., s. 49-52.
8. Rosati D.: *W stronę rynku*, „Rzeczpospolita”, nr 92, 2000.
9. Wnorowski H.: *Międzynarodowy system walutowy*, w : J. Zarzecki (red.), „Finanse”, tom II, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2000.
10. Wnorowski H.: *Potrzebna jest pomoc rządu*, „Gazeta Finansowa”, 13-18 listopada 2000.

Dr Henryk WNOROWSKI

Wydział Ekonomiczny

Uniwersytet w Białymstoku