

TADEUSZ KOWALSKI

POLITYKA KURSU WALUTOWEGO W POLSCE W LATACH 1990 - 1994

UWAGI WSTĘPNE

Polityka kursu walutowego była jednym z głównych elementów polskiego programu stabilizacyjnego. Program ten obejmował działania o charakterze krótkookresowym (stabilizacyjnym) i przedsięwzięcia legislacyjne o fundamentalnym znaczeniu dla ustroju ekonomicznego państwa. Z punktu widzenia teorii polityki gospodarczej program stabilizacyjny oparty był więc na polityce typu jakościowego i ilościowego.

Polityka jakościowa polegała w istocie na wprowadzeniu wolności ekonomicznej i obejmowała następujące, wzajemnie powiązane elementy :

- liberalizację cen,
- wprowadzenie wewnętrznej wymienialności,
- deregulację handlu zagranicznego,
- prywatyzację gospodarki i przebudowę instytucjonalnych podstaw jej funkcjonowania.

Wprowadzenie wewnętrznej wymienialności złotego a także towarzysząca jej legalizacja walutowego rynku równoległego oraz powstanie jednolitego kursu dla wszystkich typów transakcji było jednym z najważniejszych osiągnięć 1990 roku³.

Politykę ilościową oparto na tak zwanych kotwicach nominalnych. Były nimi: stały, nominalny kurs walutowy oraz regulowanie płac za pomocą systemu centralnie ustalanych norm dopuszczalnego wzrostu płac i podatku od ponadnormatywnych wynagrodzeń. Ponadto zbiór instrumentów polityki ilościowej uzupełniały m.in. cięcia w wydatkach budżetowych, eliminacja ulg podatkowych i subsydiów a także limity emisji kredytu oraz dodatnie stopy procentowe⁴.

Jednym z trudniejszych problemów było określenie wysokości kursu walutowego otwarcia. Tej decyzji towarzyszyła szczególnie duża niepewność. Świadczy o tym rozpiętość propozycji ekspertów, które zawierały się w prze-

¹ Termin polityka jakościowa (*qualitative policy*) i polityka ilościowa (*quantitative policy*) wprowadził J. Tinbergen. Zob. tegoż autora, *On the Theory of Economic Policy*, North Holland, Amsterdam 1955, s. 2.

² Szerzej na ten temat zob. m.in. D. Gotz-Kozierkiewicz, *Polityka walutowa w programie stabilizacji 1990*, Ekonomista, 1991, 1, R. Gadek, *Cele i założenia polityki kursowej*, Handel Zagraniczny, 1990, 7-8 oraz T. Kowalski, R. Stawarska, *Exchange Rate Policy in the Period of Transition - The Case of Poland*, Centre for Documentation and Research on the European Communities, University of Economics - Poznań, Working Paper nr 2(8) 1994.

³ Wprowadzeniu wewnętrznej wymienialności towarzyszył obowiązek sprzedaży przez podmioty gospodarcze, po kursie NBP, walut obcych uzyskanych z tytułu eksportu dóbr i usług. Ponadto wprowadzono obowiązek rozliczeń polskiego handlu zagranicznego w walutach wymiennalnych. Por. R. Gadek, op. cit. oraz T. Kowalski, R. Stawarska, op. cit.

⁴ T. Kowalski, R. Stawarska, op. cit.

dziale od 5 000 do 28 000 złotych/USD. Ostatecznie złoty został zdevaluowany o ponad 46% (względem kursu NBP z 31.12.1989 roku) tj. do poziomu 9 500 zł/USD. Tak ustalony stały kurs miał pełnić funkcję kotwicy nominalnej stabilizującej przewidywania inflacyjne⁵.

1. FAZA KURSU STAŁEGO

(a) Wybór celów i priorytetów

Zasady polityki gospodarczej na rok 1990 i zarys działań na lata następne opublikowano w "Memorandum rządu na temat polityki gospodarczej"⁶. Głównymi elementami polityki kursu zapisanymi w Memorandum były:

- a) wprowadzenie jednolitego rynku walutowego,
- b) utrzymanie kursu z dnia 1 stycznia bez zmian co najmniej przez 3 miesiące,
- (c) ustalenie poziomu dopuszczalnego obniżenia się rezerw walutowych w systemie bankowym w pierwszym kwartale 1990 roku w wysokości 290 mln USD (przy założonym wzroście w całym 1990 roku o 245 mln USD),
- d) utrzymanie rynku równoległego, gdzie zakładano, że 10 % odchylenie kursu z tego rynku względem kursu NBP spowoduje interwencje (instrumentami ilościowymi i pośrednimi) w celu redukcji tej rozpiętości,
- e) likwidacja większości ograniczeń ilościowych importu i wprowadzenie jednolitej taryfy celnej⁷.

Powyższe zasady polityki kursowej znalazły potwierdzenie w Uchwale Sejmu w sprawie założeń polityki pieniężnej na 1990 rok⁸. Dokument ten precyzował następujące cele polityki pieniężnej:

- a) przezwycięzenie hiperinflacji,
- b) wprowadzenie wymienialności złotego,
- c) stopniowa stabilizacja siły nabywczej złotego.

W zakresie polityki kursu walutowego uznano ponadto, że "kurs będzie kształtowany na poziomie zapewniającym równowagę popytu na dewizy z ich podażą", a jego ustalanie powierzono Prezesowi NBP⁹.

Skokowa dewaluacja złotego wprowadzona 1 stycznia 1990 roku została poprzedzona "przygotowawczymi" dewaluacjami przeprowadzonymi w ostatnim kwartale 1989 roku. Styczniowa dewaluacja i wprowadzenie stałego kursu miało służyć stworzeniu warunków dla szybkiej przebudowy struktury cen krajowych, ujednoczenia kursów walutowych oraz przezwyciężenia dwuwalutowości. Programowi stabilizacyjnemu towarzyszyła duża niepewność dotycząca zarówno faktycznych poziomów głównych zmiennych makroekonomicznych w momencie rozpoczęcia jego realizacji, jak również

⁵ Ibidem.

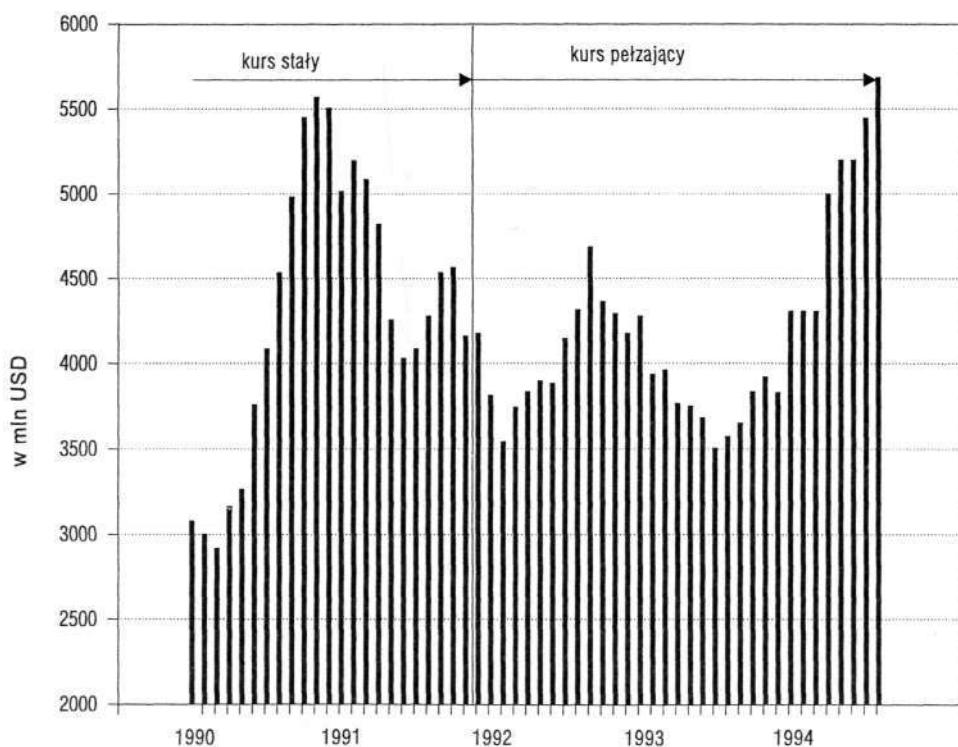
⁶ Zob. Rzeczpospolita z 27.12.1989 roku

⁷ Przejściowo wprowadzono specjalne cła na import takich grup produktów jak alkohol, tytoń, elektroniczny sprzęt gospodarstwa domowego.

⁸ Zob. Monitor Polski nr 10/1990 r., poz. 73.

⁹ Zasady ustalania kursu określała Rada Ministrów. Równoległe z wprowadzeniem jednolitego kursu wprowadzono obowiązek "niezwłocznego sprowadzania do kraju wpływów w walutach obcych i ich odsprzedaży bankom dewizowym", Tamże.

ukształtowania się opóźnienia zewnętrznego całego pakietu stabilizacyjnego. Szczególnie wysoki stopień niepewności dotyczył popytu na pieniądź i skutków polityki kursu walutowego. O skali niepewności mogą świadczyć odchylenia między przewidywaniami zawartymi w Memorandum a faktycznym kształtowaniem się rachunku bieżącego i handlu zagranicznego w 1990 roku. W memorandum zakładano na 1990 rok nieunikniony deficyt rachunku bieżącego w walutach wymiennalnych (na poziomie 3 mld USD). Ponadto uznano, że osiągnięcie w przybliżeniu równowagi na rachunku bieżącym w walutach wymiennalnych może nastąpić w 1993 roku. W rzeczywistości w roku 1990 skumulowane saldo płatności towarowych i usług wykazało nadwyżkę w wysokości 2.064 mln USD, poziom rezerw oficjalnych wzrósł z ok. 3 mld USD w styczniu 1990 roku do 5 mld USD w grudniu 1990 roku (Ryc. 1) a saldo rachunku bieżącego w walutach wymiennalnych wyniosło 668 mln USD.



Ryc. 1. Poziom rezerw oficjalnych w okresie XII/1989 - VII/1994

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Wybór poziomu kursu w styczniu 1990 roku i utrzymanie go na stałym poziomie aż do maja 1991 roku budzi kontrowersje¹⁰. Obecnie przeważa po-

¹⁰ Zob. np. D. Gotz-Kozierkiewicz, *ibidem* oraz te same autorki, *Polityka kursowa a inflacja i recesja*, *Ekonomista* 1991, nr 4 - 6, G. Kołodko, *Stabilizacja, recesja i wzrost gospodarczy w gospodarce postsocjalistycznej*, *Ekonomista* 1992, nr 5 - 6 oraz Rozmowa A. Pawłowskiego z prof. K. Lutkowskim, *Życie Gospodarcze* 1994, nr 31 z dnia 31/07/1994, ss. 40 i 41.

gład, że skala przyjętej na początku programu dewaluacji była nadmierna i w części przyczyniła się do wzmocnienia inflacji korekcyjnej¹¹. W rezultacie inflacja (mierzona wskaźnikiem cen detalicznych) w pierwszych czterech miesiącach realizacji programu wyniosła odpowiednio 78,6% w styczniu oraz 23,9%, 4,7% i 8,1% w lutym, marcu i kwietniu co znacznie przekroczyło przewidywania¹². Wysoki poziom inflacji i utrzymywanie stałego kursu złotego do dolara w całym 1990 roku i pierwszych 5-ciu miesiącach 1991 roku prowadziło do realnej aprecjacji złotego (ryc. 2)¹³. Ocena nadwartościowości złotego zależy zarówno od wybranego okresu bazowego jak też od rodzaju wskaźnika odniesienia.

(b) Zmiany struktury towarowej i geograficznej handlu zagranicznego

Kształtowanie się eksportu i importu wskazuje na skalę spadku popytu wewnętrznego w pierwszych miesiącach realizacji programu. Spadek ten był nieuniknioną konsekwencją weryfikacji rynkowej oferowanej podaży a także antyinflacyjnej polityki pieniężno-kredytowej. Działanie tych czynników zostało dodatkowo wzmocnione przez przyjętą w pierwszym okresie politykę kursu walutowego¹⁴. W warunkach restrykcyjnej polityki pieniężnej eksport dla wielu firm stanowił ważne źródło płynności. Potwierdzeniem tej prawidłowości i wskaźnikiem ekstensywnych zmian struktury towarowej eksportu jest wzrost udziału przemysłu metalurgicznego w eksporcie do poziomu blisko 16% w 1991 roku a także względnie silny wzrost udziału eksportu przemysłu spożywczego czy też mineralnego. Uwagę zwraca spadek udziału eksportu przemysłu elektromaszynowego, który jeszcze w 1985 roku stanowił ponad 40% polskiego eksportu ogółem. Wyraźne obniżenie się

¹¹ O skali zmian cen urzędowych wprowadzonych w ramach programu stabilizacyjnego świadczyć mogą następujące przykłady podwyżek w styczniu 1990 roku: energia elektryczna o 200%, taryfa przewozowa o 200%, węgiel kamienny dla odbiorców indywidualnych o 600%.

¹² Zakładano, że inflacja w styczniu 1990 roku wyniesie ok 40%. Przyjęcie decyzji o 46% dewaluacji 1 stycznia 1990 roku oznacza, że autorzy programu zakładali utrzymanie siły USD na poziomie grudnia 1989 roku.

¹³ Kurs realny (*REER*) waluty *i* w stosunku do waluty.; w momencie *t*, wyrażony w cenach stałych *p* w momencie *T* zapisać można następująco:

$$REER_{i(j)} = \frac{ER_{i(j)} p_i(\tau, t)}{p_j(\tau, t)}$$

gdzie: *ER* - kurs nominalny.

Wzrost wartości *REER* oznacza deprecjację waluty *i* (w naszym przypadku złotego), obniżenie się *REER* wskazuje zaś na aprecjację zł. Realny kurs efektywny (*REER*) jest zaś ważoną średnią geometryczną kursów wyrażonych w kategoriach zagranicznych (ilość jednostek waluty obcej na 1 jednostkę waluty krajowej). Uwzględnia on inflację w krajach, których waluty zostały włączone do formuły.

$$REER = \exp \left\{ \sum_i w_i \ln [r_i(i/j) / r_c(i/j)] - \sum_j w_j \ln [p_i(\tau, t) / p_j(\tau, t)] \right\}$$

gdzie: $r(i/j) = 1/ER(i/j)$ - kurs wyrażony w kategoriach zagranicznych,

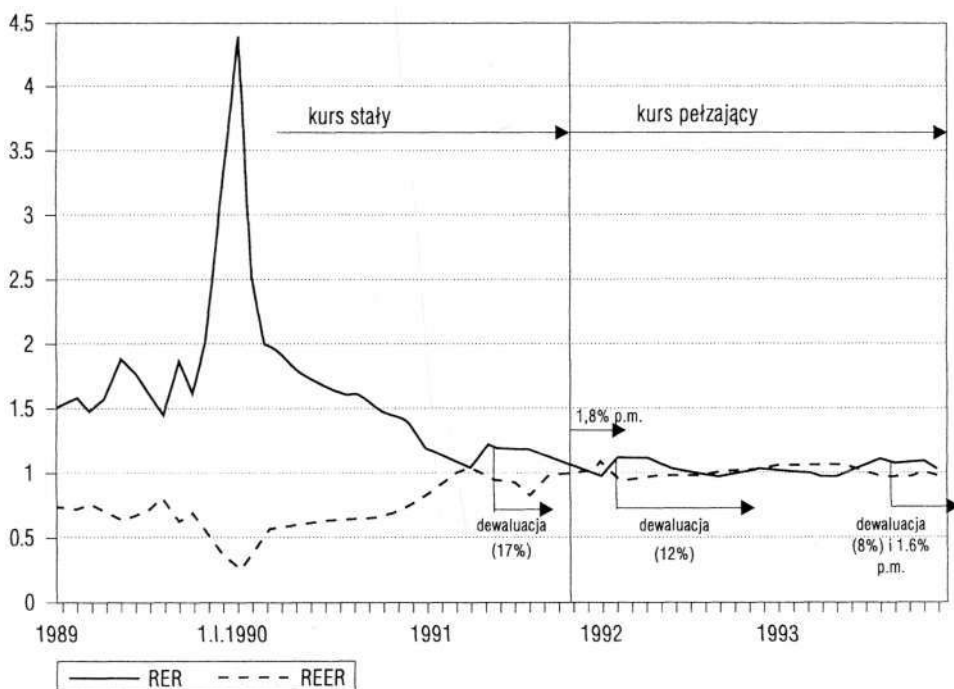
w_i - waga waluty *i*.

Wzrost wartości *REER* oznacza aprecjację waluty krajowej względem walut obcych a spadek wartości *REER* wskazuje na sytuację odwrotną. Zob. L. J. Jasiński, *Narzędzia analizy realnego poziomu kursu walutowego*, Handel Zagraniczny 1992, nr 6.

¹⁴ Głębokiej dewaluacji złotówki z przełomu 1989/1990 roku towarzyszyło pogorszenie się terms of trade, którego wskaźnik w 1990 roku obniżył się w stosunku do roku poprzedniego do poziomu 83,7.

udziału tego przemysłu w eksporcie wynika ze zmian struktury geograficznej polskiego handlu zagranicznego, niedostatecznej konkurencyjności tego eksportu oraz jest skutkiem przejścia w 1991 roku na rozliczanie całego polskiego handlu zagranicznego w walutach wymiennalnych¹⁵.

W całym badanym okresie w polskim handlu zagranicznym wyraźnie wzrastało znaczenie Unii Europejskiej kosztem obrotów z krajami Europy Środkowej i Wschodniej (w tym z obszarem byłego ZSRR). Struktura towarowa importu wykazywała w latach 1990 - 1991 również przesunięcia wynikające zarówno z występowania efektu substytucji po liberalizacji cen jak również wynikające z racjonalizacji zakupów. W pierwszych trzech kwartałach 1990 roku dodatnie saldo obrotów handlowych wyniosło 2729 mln USD. Wysokiemu dodatniemu saldu obrotów towarowych i usług towarzyszył systematycznie rosnący od lutego do października 1990 roku poziom rezerw oficjalnych (Ryc. 1). Tak więc utrzymująca się wysoka inflacja, przy stałym poziomie nominalnego kursu złotego, prowadziła do postępującej aprecjacji złotego i do silnego wzrostu importu, w tym szczególnie dóbr konsumpcyjnych, a także spadku konkurencyjności eksportu (Ryc. 2). Kurs



Ryc. 2. Kurs realny i realny efektywny złotego (XII 1991 r. = 1,0)

Źródło: Obliczenia Leszka Jasińskiego wg danych NBP na koniec miesiąca.

¹⁵ Zmianom w strukturze geograficznej handlu zagranicznego towarzyszy szybko rosnący udział sektora prywatnego w handlu zagranicznym. W 1990 roku udział ten wynosił 5% w eksporcie i 14% w imporcie. W 1992 roku sektor prywatny realizował już 38% eksportu i ponad 54% importu. Faktyczny udział tego sektora jest znacznie większy ponieważ część obrotów handlowych odbywa się w sposób nieobjęty oficjalną statystyką. Oznacza to także, że w rzeczywistości poziom importu i eksportu jest większy niż to wynika z danych NBP a także GUS.

osiągnął próg nadwartościowości już po pierwszym kwartale 1990 roku. Po- cząwszy od listopada 1990 roku w kolejnych siedmiu miesiącach występo- wało ujemne saldo płatności towarowych i usług. Negatywne tendencje w kształtowaniu się handlu zagranicznego, w tym szczególnie wzrost importu dóbr konsumpcyjnych, a przede wszystkim obniżający się poziom rezerw waluto- wych był podstawą podjęcia decyzji o dewaluacji złotego w maju 1991 roku o 17 %. Ponadto zmieniono zasady ustalania kursu walutowego, dążąc tym samym do redukcji negatywnego wpływu na rozliczenia handlowe wahań kursu opartego wyłącznie na USD. Od maja 1991 roku kurs oparto na ko- szyku walut odzwierciedlającym strukturę walutową rozliczeń polskiego handlu zagranicznego. Główną walutą pozostał USD, który stanowił 45% koszyka. Pozostałe waluty to DM (35%), Funt angielski (10%), Frank fracu- ski (5%) i Frank szwajcarski (5%). W sferze handlu zagranicznego skutki dewaluacji z maja 1991 roku były jednak niewielkie i krótkotrwałe. Już po dwóch miesiącach realny efektywny kurs złotego zaczął ponownie rosnąć i osiągnął poziom sprzed dewaluacji (ryc. 2). Stały poziom kursu wobec USD utrzymywano do połowy października 1991 roku.

(c) Polityka taryfowa (celna)

W warunkach stałego kursu walutowego ważnym elementem regulowa- nia stosunków zewnętrznych była polityka taryfowa. Ogólną cechą progra- mu stabilizacyjnego było tworzenie warunków do szybkiej budowy podstaw mechanizmu rynkowego. W rezultacie wyraźnie wzrosła względna otwar- tość gospodarki (z poziomu 12,6% w 1989 roku do ponad 20% w latach 1993/1994). W celu przyspieszenia procesów dostosowawczych a także zmniejszenia bezpośredniej presji inflacyjnej obniżono znacznie stopień ochrony celnej rynku wewnętrznego tak, że pod koniec roku wyniósł on je- dynie ok. 4 - 5%¹⁷. Była to również reakcja na spadek importu wynikający z nadmiernej dewaluacji kursu ze stycznia 1990 roku. W okresie od marca do sierpnia 1990 roku zawieszono pobieranie cła na 80% pozycji, a w tym aż 15% pozycji taryfy celnej objęło pełne zawieszenie¹⁸. Polityka ta konty- nuowana była do połowy 1991 roku¹⁹. Pogarszanie się bilansu handlowego i salda budżetu oraz rosnąca presja producentów doprowadziła do koniecz- ności rewizji dotychczasowej polityki taryfowej. W połowie 1991 roku, a więc po skokowej dewaluacji złotego zaostrzono przepisy o kontroli celnej wprowadzając również, zgodnie z GATT, klauzule chroniące rynek krajowy przed nadmiernym importem. W rezultacie tych działań wzrósł stopień pro- tekcji rynku wewnętrznego mimo nadal niedostatecznej sprawności poboru

¹⁶ Otwartość gospodarki zdefiniowano jako relację wartości importu do PKB.

¹⁷ Stopień ochrony rynku wewnętrznego wyraża wartość cła do wartości importu. Zob. K. Marczewski, *Współpraca gospodarcza z zagranicą w okresie transformacji*, w: *Gospodarka polska w latach 1990 - 1992. Do- świadczenia i wnioski*, L. Zienkowski (red.), ZBSE, Warszawa 1992.

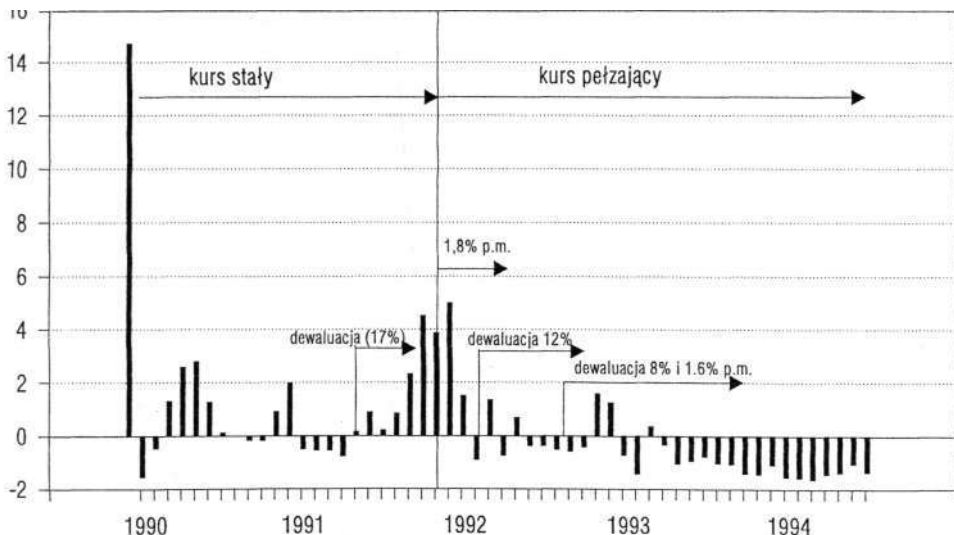
¹⁸ Ibidem.

¹⁹ Faktyczny stopień ochrony rynku był niższy z uwagi na słabą sprawność poboru ceł. W marcu 1991 roku w celu poprawy sprawności poboru wprowadzono obowiązek wnoszenia opłat z tytułu podatku obrotowego na granicy dla wszystkich podmiotów.

ceł. W polskim programie stabilizacyjnym polityka taryfowa, szczególnie w fazie kursu stałego odgrywała aktywną rolę amortyzatora skutków kursu otwarcia. Taka rola musiała jednak prowadzić do zmienności reguł wpływającej negatywnie na procesy gospodarcze w skali mikroekonomicznej. Obok zmienności reguł także niska sprawność poboru ceł obniża ocenę polityki celnej.

(d) Polityka pieniężna

Miarą skuteczności polityki wymienialności wewnętrznej i przewycięzania dwuwalutowości może być obniżanie się udziału depozytów walutowych w depozytach gospodarstw domowych ogółem. Innym wyznacznikiem skuteczności tej polityki jest relacja kursu NBP i kursów na rynku kantorowym (zob. ryc. 3). Kursy walut na tym rynku były w tym okresie (styczeń 1990 r. - grudzień 1991 r.) bardzo zbliżone do oficjalnego kursu NBP. Przeciętne odchylenie procentowe średniego kursu USD na rynku kantorowym od średniego kursu w NBP wyniosło w 1990 roku 1,1% (gdzie maksymalne odchylenie wyniosło 2,8% w maju 1990 roku, a w sierpniu tego roku oba kursy były całkowicie zbieżne). W 1991 roku przeciętne odchylenie obu kursów wyniosło 1,7%, a najwyższe odchylenie miało miejsce w grudniu i wyniosło 5%.



Ryc. 3. Odchylenie średniego kursu dolara na rynku kantorowym od średniego kursu dolara w NBP (XII/1989 - VII/1994)

Źródło: Materiały NBP, obliczenia własne.

Obok kursu walutowego także podaż pieniądza była ważnym instrumentem polityki stabilizacyjnej. Równoległe działanie obu instrumentów może prowadzić do względnie dużej zmienności struktury źródeł kreacji pieniądza

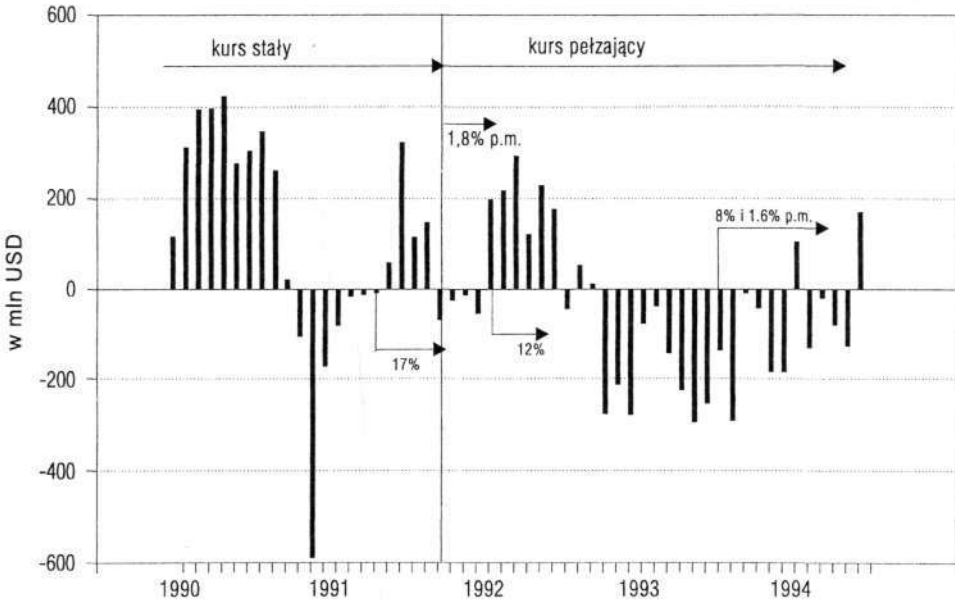
i uzależnienia jej od sytuacji w handlu zagranicznym. W polskich warunkach przyrosty podaży pieniądza w dużej części są także funkcją ruchów kapitałów krótkookresowych a w tym przede wszystkim obrotu walutami w kantorach. Ten element dodatkowo współokreślał wzajemne relacje polityki kursowej i instrumentów polityki pieniężnej, szczególnie w sytuacji gdy jednym z celów polityki stabilizacyjnej było zwalczanie dwuwalutowości. Temu celowi, obok względów antyinflacyjnych, służyło więc utrzymywanie realnie dodatniej (w tendencji) stopy procentowej, szczególnie dla długoterminowych depozytów złotych oraz dopuszczenie do realnego spadku rentowności (na rynku krajowym) depozytów w walutach wymiennalnych. Dodatkowo, realne stopy procentowe, niezbędne dla zwalczania dwuwalutowości i utrzymującej się inflacji, działały jednak prorecesyjnie na sferę realną. W warunkach niewielkiego napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w latach 1990 - 1991 wysokie krajowe stopy procentowe wpływały na poprawę bilansu płatniczego, głównie poprzez działanie prorecesyjne.

W 1990 roku struktura kreacji pieniądza kształtowała się pod wpływem głębokich zmian w obrotach handlu zagranicznego (ryc. 4). Uzyskana w pierwszych trzech kwartałach nadwyżka w obrotach towarowych i usług stanowiła podstawowe źródło kreacji pieniądza i doprowadziła do nadpłynności banków. NBP podjął działania w celu redukcji zdolności banków do kreacji pieniądza. W sierpniu jednolita stopa rezerw obowiązkowych została podniesiona z 15% do 27% od wkładów płatnych na każde żądanie, do 17% od wkładów oszczędnościowych i do 7% od wkładów terminowych. Utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego zmusiła NBP do kolejnych korekt stóp rezerw obowiązkowych tak, że w grudniu 1990 roku osiągnęły one poziom odpowiednio 30%, 30%; i 10%. Ten poziom i strukturę stóp rezerw obowiązkowych utrzymano aż do września 1991 roku, gdy obniżono stopę rezerw obowiązkowych od wkładów oszczędnościowych do 25%²⁰. Wysoka płynność banków w 1990 roku skłoniła NBP do emisji bonów pieniężnych. Bony te obok limitów kredytowych służyły do regulowania płynności sektora bankowego oraz stanowiły krok w kierunku rozwoju rynku pieniężnego. W marcu 1991 roku rozpoczął się wtórny obrót bonami pieniężnymi NBP a od maja także nowymi instrumentami - bonami skarbowymi, które zastąpiły bony pieniężne. Bony skarbowe były najważniejszym instrumentem finansowania deficytu budżetowego, który wystąpił już w 1991 roku²¹. Równoległe ze zmianami stóp rezerw obowiązkowych w trzecim kwartale 1990 roku NBP obniżył stopy procentowe kredytu refinansowego i redyskontowego. Krok ten był podyktowany pewnym spadkiem inflacji oraz naciskami ze strony sektora firm i części ekonomistów upatrujących w wysokich stopach procentowych główną przyczynę utrzymującej się infla-

²⁰ Kolejne zmiany stóp rezerw obowiązkowych nastąpiły w kwietniu 1992 roku. W miejsce 25% od wkładów oszczędnościowych i 30% stopy od wkładów płatnych na każde żądanie wprowadzono jednolitą stopę 25% od wkładów na każde żądanie. Ta struktura stóp rezerw obowiązkowych (10% i 23%) utrzymywana jest do chwili obecnej (lipiec 1994).

²¹ Deficyt budżetowy staje się chroniczną cechą polskiej gospodarki. Rosnące od 1991 roku zadłużenie wewnętrzne i dług zewnętrzny w poważnym stopniu ograniczają pole manewru w zakresie polityki fiskalnej i pieniężnej.

cji. Redukcja stóp procentowych banku centralnego wpłynęła na obniżenie się stóp procentowych kredytów bankowych. Takie poluzowanie polityki pieniężnej okazało się jednak przedwczesne. Doprowadziło do ożywienia przewidywań inflacyjnych i do ponownego wzrostu inflacji. W tej sytuacji NBP ponownie podniósł stopy procentowe zaostrożając tym samym politykę pieniężną.



Ryc. 4. Saldo płatności towarowych i usług w okresie 1/1990 - VII/1994

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

W 1991 roku obniżył się poziom rezerw oficjalnych (ryc. 1). Ten fakt oraz utrzymywanie się przez kolejne 7 miesięcy (XI/1990 - V/1991) ujemnych sald obrotów towarowych i usług dało asumpt do wspomnianej już dewaluacji z maja 1991. Dewaluacja ta doprowadziła do odwrócenia się negatywnych tendencji w handlu zagranicznym. Saldo płatności towarowych i usług w 1991 roku było dodatnie i wyniosło 287 mln USD. Mimo to jednak z uwagi na obniżony w porównaniu z 1990 rokiem poziom rezerw a także spadek konkurencyjności eksportu, w październiku 1991 roku NBP odszedł od reżimu kursu stałego wprowadzając w to miejsce system kroczącej dewaluacji.

2. FAZA KURSU PEŁZAJĄCEGO

(a) Przesłanki zmiany reżimu kursowego

Nowy system wyznaczania kursu walutowego polegał na comiesięcznym dewaluowaniu złotego o max. 1,8%. Odejście od reżimu kursu stałego spo-

wodowane było stałą tendencją do utrzymywania się nadwartościowości złotego względem koszyka walut. Była ona wynikiem wysokiej inflacji w Polsce. Prowadziło to do spadku konkurencyjności polskiego eksportu i zagrażało producentom krajowym. Szczególnie trudna była sytuacja gałęzi produkujących na potrzeby konsumpcji, gdyż nadwartościowy kurs złotówki powodował silny wzrost importu konsumpcyjnego. Ważną przesłanką decyzji o zmianie systemu kursowego było dążenie do zmniejszenia niepewności zwykle towarzyszącej systemowi stałego kursu w warunkach wysokich różnic w stopach inflacji pomiędzy partnerami handlowymi. Kurs pełzający zwiększył czytelność i przewidywalność w sferze regulacyjnej tworząc stabilniejsze warunki dla podejmowania decyzji na szczeblu firm. Z drugiej jednak strony nowy system działał proinflacyjnie.

Rezygnacja z systemu kursu stałego stanowiła poważną modyfikację wprowadzonego w styczniu 1990 roku pakietu stabilizacyjnego²². Krok ten nie oznaczał jednak odejścia od podstawowych kierunków polityki pieniężnej i kursowej. Jak wynika z tabeli 1 w całym analizowanym okresie, mimo zmian na kluczowych stanowiskach w rządzie i w NBP utrzymywana była względnie spójna polityka pieniężna powiązana z polityką kursu walutowego²³. Fakt ten wymaga podkreślenia ponieważ recesja transformacyjna i związany z nią rosnący poziom bezrobocia oraz postępujące rozwarstwienie społeczeństwa prowadziło do spadku popularności zarówno kolejnych rządów jak i samej idei budowy gospodarki rynkowej.

(b) Kurs pełzający a handel zagraniczny

Przejsie do kursu pełzającego ograniczyło tempo aprecjacji złotego. W wyniku dewaluacji skokowej (o 17% z lutego 1992 i utrzymaniu 1,8% deprecjacji miesięcznej) relacja waluty krajowej do walut koszyka mierzona indeksem kursu realnego i realnego efektywnego wyraźnie się ustabilizowała (zob. ryc. 2). Nowy mechanizm kursowy oraz kontynuowana polityka pieniężna spowodowały, że w ciągu pierwszych 10 m-cy 1992 roku (z wyjątkiem stycznia i sierpnia) wystąpiła nadwyżka salda płatności towarowych i usług. W rezultacie nadwyżka tych obrotów wyniosła w całym roku 824 mln USD (por. ryc. 4).

W fazie kursu pełzającego zarówno struktura geograficzna jak i towarowa uległa stabilizacji. W latach 1993 - 1994 udział krajów UE osiągnął poziom 55% w imporcie i ponad 63% w eksporcie Polski. W tym okresie stopniowo stabilizowało się znaczenie handlu z krajami Europy Środkowej i Wschodniej oraz krajami WNP, przy czym udział tej grupy nadal był znacznie niższy niż w okresie sprzed 1989 roku. W całym badanym okresie rósł

²² Oznaczało to w istocie wprowadzenie tzw. kotwicy w formie realnego kursu walutowego. Takie podejście wydaje się być szczególnie uzasadnione w warunkach występowania dużych różnic w stopach inflacji pomiędzy partnerami handlowymi. Na ten temat zob. M. J. Fry, D. M. Nuti, *Monetary and Exchange Rate Policies During Eastern Europe's Transition*, Oxford Review of Economic Policy, Spring 1992.

²³ Pewną zmianę, w tym również języka i akcentów, można zaobserwować w zestawie celów głównych i pośrednich na 1994 rok (rząd SLD-PSL). Mimo to kierunek polityki pieniężnej i główne instrumenty nie uległy zasadniczej zmianie.

Cele polityki pieniężnej i kursu walutowego w Polsce w latach 1991 - 1994

	1991	1992	1993	1994
cele polityki pieniężnej i kursowej				
Polityka pieniężna	Podstawowa zasada polityki pieniężnej - kształtowanie podaży pieniądza na takim poziomie, aby jego nadmiar nie stał się samoistnym czynnikiem inflacji i jednocześnie, aby niedostatek pieniądza nie utrudniał procesów gospodarczych.	Tak jak w 1991 roku oraz: (1) osiągnięcie stabilizacji siły nabywczej złotego na rynku wewnętrznym, (2) ochrona pozycji waluty krajowej w stosunku do walut obcych.	Utrzymanie podstawowej zasady polityki pieniężnej z lat 1991 i 1992 oraz umocnienie siły nabywczej na rynku wewnętrznym oraz w relacji do walut obcych.	Umacnianie wartości pieniądza jak również współdziałanie w kształtowaniu polityki gospodarczej państwa, a także w realizacji tej polityki. W 1994 r. NBP będzie prowadził działania sprzyjające realizacji założeń, w myśl których PKB wzrośnie o ok. 4,5%, a ceny w XII/94 nie powinny wzrosnąć więcej niż o 23% w stosunku do XII/93. Celem polityki pieniężnej jest ograniczanie inflacji i utrwalanie ożywienia gospodarczego oraz rozwoju społeczno-gospodarczego kraju.
Cele pośrednie polityki pieniężnej	Wzrost podaży pieniądza o ok. 45% w stosunku do stanu na koniec 1990 roku. Wzrost udziału pieniądza krajowego w ogólnych zasobach pieniężnych do ok. 75%.	Realny wzrost podaży pieniądza o kilka procent.	Maksymalny przyrost podaży pieniądza w gospodarce nie powinien przekroczyć 150 bin zł.	Przyrost podaży pieniądza o 155 bln zł. W sprzyjających okolicznościach (spadek inflacji w pierwszym półroczu oraz zgodne z przewidywanem tempo wzrostu PKB) przyrost podaży pieniądza powinien być podwyższany łącznie do 169 bln.
Cele polityki kursowej	(1) Ugruntowanie wymiarności, (2) Zapewnienie podmiotom dostępu do walut wymiarnych, (3) Konkurencyjność złotego ze szczególnym uwzględnieniem wpływu kursu walutowego na rezerwy zagraniczne.	Kontynuacja polityki z 1991 r., w tym: (1) utrzymanie płynności płatniczej kraju, (2) stymulowanie eksportu przy utrzymaniu dotychczasowego poziomu jego efektywności.	Kontynuacja. Nie wyklucza się wprowadzenia kursu płynnego stabilizowanego, uwzględniającego bieżący stan popytu i podaży pieniądza zagranicznego.	Kontynuacja dotychczasowej polityki a ponadto podtrzymanie konkurencyjności produkcji krajowej na rynku wewnętrznym oraz na rynkach zagranicznych. Polityka rządu i NBP w zakresie kursu walutowego zmierzać będzie do utrzymania mechanizmu kroczącej dewaluacji. Spadek należności zagranicznych w systemie bankowym nie powinien przekroczyć 250 mlh USD.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie założeń polityki pieniężnej w kolejnych latach (1991 - 1994).

udział sektora *prywatnego* w obrotach polskiego handlu zagranicznego. W pierwszej połowie 1994 roku osiągnął on poziom ponad 48% w eksporcie oraz ponad 65% w imporcie.

Stabilizacja struktury towarowej handlu wskazuje na wyczerpywanie się dotychczasowych czynników wzrostu eksportu. Obok recesji w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski ważnym czynnikiem był niedostateczny postęp w modernizacji polskiej oferty eksportowej. Ponadto wzrost globalnego popytu w Polsce absorbował podaż krajową a także przyczyniał się do wzrostu importu. Produkt krajowy brutto wzrósł już w 1992 roku (1.5%). W 1993 i 1994 osiągnął tempo około 4%. Deficyt obrotów pojawił się już przed końcem 1992 roku i występował w całym 1993 roku osiągając poziom ponad 1900 mln USD.

Pogłębiający się deficyt handlowy oraz obniżający się poziom rezerw walutowych sprawiły że NBP w sierpniu 1993 roku przeprowadził, mimo względnej stabilizacji kursu realnego i realnego efektywnego, skokową dewaluację o 8% wraz z obniżeniem tempa deprecjacji z 1,8% do 1,6% miesięcznie²⁴. Zabieg ten przyczynił się do zahamowania tempa narastania deficytu handlowego w 1994 roku (zob. ryc. 4) oraz doprowadził do ponownego wzrostu poziomu rezerw (do ponad 5600 mln USD w lipcu 1994 (ryc. 1). Uzyskane w tym okresie wyniki w handlu zagranicznym wynikają zarówno ze wzrostu koniunktury u głównych partnerów Polski (głównie RFN) ale także z korzystnego kształtowania się kursu DM oraz z niższego tempa wzrostu cen produkcji w porównaniu z tempem dewaluacji kroczącej (ryc. 5).

(c) Polityka pieniężna i sytuacja budżetowa a kurs pełzający

Polityka pieniężna w drugiej fazie realizacji programu stabilizacyjnego była nastawiona na zwalczanie wysokiej inflacji (por tab. 1). Nadal, obok bankowego rynku walutowego funkcjonuje rynek kantorowy, lecz w całym okresie 1992 - 1993 największe odchylenie średniego kursu na rynku kantorowym od średniego kursu NBP nie przekraczało 1.6% a średnie odchylenie dla 1992, 1993 i pierwszego półrocza 1994 wyniosło odpowiednio 0,7%, 0,8% i 0,7% (zob. ryc. 3). Uwagę zwraca fakt, że od stycznia 1993 (wyjątek stanowi jedynie marzec 1993) kurs kantorowy jest niższy od kursu NBP. Może to oznaczać akceptację przez rynek równoległy tempa dewaluacji kroczącej. Analizując kształtowanie się odchylenia kursu rynkowego od kursu NBP zauważyć można, że największe odchylenia miały miejsce na przełomie 1991/1992 gdy rynek przewidywał dewaluację złotego.

Cechą kolejnych lat po 1990 roku jest występowanie deficytu budżetowego. Zapotrzebowanie sektora budżetowego na kredyt wyraźnie wypierało sektor pozabudżetowy. Struktura kreacji pieniądza znajdowała się pod silnym wpływem tegoż zapotrzebowania oraz podlegała wahaniom w zależno-

²⁴ Warto odnotować, że 8% dewaluacja z sierpnia była trzykrotnie niższa od postulowanej przez Krajową Izbę Gospodarczą. Skokowa dewaluacja wynikała również z obaw, że występujący równoległy wzrost sprzedaży detalicznej mógł oznaczać wykorzystywanie zasobów dewizowych do finansowania importu dóbr konsumpcyjnych.

ści od sytuacji w handlu zagranicznym i od skali skupu walut. W 1992 roku wobec rosnącego zadłużenia netto sektora budżetowego głównym źródłem dodatkowego pieniądza dla sektora firm były przychody z eksportu²⁵. Tej tendencji sprzyjała dewaluacja z lutego 1992 roku oraz system pełzającego kursu²⁶. Okres występowania nadwyżki handlowej trwał w 1992 praktycznie do listopada (por. ryc. 4). Wówczas w oczekiwaniu na dewaluację i na zapowiadane zaostrzenie polityki celnej i fiskalnej wobec importerów silnie zaczął rosnąć import. Trend wzrostowy importu utrzymał się przez cały 1993 rok, przy czym dewaluacja o 8% w sierpniu i zmiana tempa deprecjacji doprowadziła do stopniowego hamowania negatywnych tendencji w kształtowaniu się bilansu handlowego. Rosnący popyt globalny był, obok utrzymującej się łagodnej tendencji do nadwartościowości złotego, przyczyną deficytu salda płatności towarowych i usług w 1993 i w pierwszej połowie 1994 roku. Mimo deficytu obrotów towarowych i usług od połowy 1993 roku zaczęły wzrastać rezerwy oficjalne. Było to głównie wynikiem ruchów kapitałów krótkoterminowych (tj. skupu walut pochodzących głównie z rozwijającego się handlu przygranicznego)²⁷.

W 1992 i w 1993 roku realna podaż pieniądza dla podmiotów gospodarczych obniżyła się. W tym okresie znacznie wzrastało zadłużenie sektora budżetowego a także wystąpił duży wzrost kredytu dla gospodarstw domowych. W lutym 1993 roku NBP a w ślad za nim także banki komercyjne obniżyły stopy procentowe²⁸. Doprowadziło to do obniżenia skłonności do oszczędzania w złotych i w efekcie do realnego spadku depozytów złotych w drugiej połowie 1993 roku. Sytuacja ta uległa odwróceniu w pierwszej połowie 1994 roku²⁹. W tym czasie wzrosły zarówno depozyty złote jak i realna podaż pieniądza. Źródłem jej przyrostu był w pierwszym rzędzie wzrost należności zagranicznych netto oraz wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego i sektora niefinansowego. Struktura przyrostu pieniądza w 1993 i 1994 roku, podobnie jak w poprzednich latach programu stabilizacyjnego wskazuje na szczególną rolę jaką odgrywają w kreacji pieniądza w Polsce, obok zadłużenia sektora budżetowego, strumienie handlu zagranicznego, przepływy krótkookresowego kapitału, a także zasoby dewizowe ludności oraz polityka kursu walutowego.

3. PODSUMOWANIE I WNIOSKI

Polska polityka kursu walutowego w latach 1989-1994 zasługuje na wysoką ocenę. Nie powinien jej obniżać przebieg pierwszej fazy realizacji pro-

²⁵ Banki komercyjne znacznie zaostrzyły kryteria oceny wniosków kredytowych. Było to spowodowane rosnącym ryzykiem kredytowym. W efekcie dostępność kredytu w 1992 i 1993 roku była utrudniona.

²⁶ Stopień deprecjacji był jednak niższy niż stopa inflacji mierzona indeksem cen detalicznych.

²⁷ Pewien wpływ na kształtowanie się poziomu rezerw oficjalnych miało wejście w życie Zarządzenia Prezesa NBP nr 4/1993 z dnia 19.03.1993 w sprawie ustalenia dopuszczalnego ryzyka walutowego w działalności banków.

²⁸ Stopa kredytu refinansowego została obniżona z 38% do 35%, kredytu redyskontowego z 32% do 29% a kredytu lombardowego z 37% do 33%. Banki komercyjne skorygowały swe stopy procentowe w podobnym stopniu.

²⁹ W maju 1994 roku NBP obniżył stopę procentową kredytu refinansowego do 33%, kredytu redyskontowego do 28% a kredytu lombardowego do 31%.

gramu. Ocena musi uwzględniać specyficzne uwarunkowania, które występowały u progu uruchomienia programu stabilizacyjnego i które w dużym stopniu ograniczały obszar wyboru realistycznych rozwiązań. Do najważniejszych uwarunkowań, obok podkreślanego wielokrotnie wysokiego stopnia niepewności zaliczyć należy między innymi³⁰ :

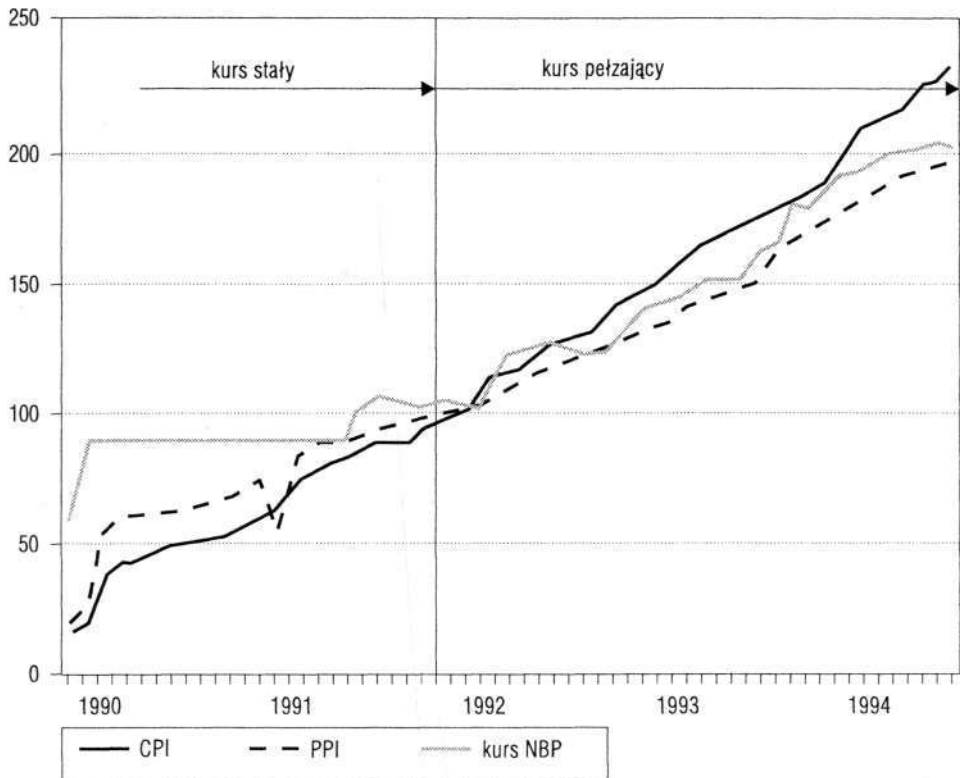
- galopującą inflację i bardzo wysoki stopień dwuwalutowości,
- niewymienialną walutę krajową,
- wysoce zmonopolizowaną, zdominowaną przez własność państwową zdeintegrowaną gospodarkę niedoborów,
- rozpad ukształtowanych w ciągu ponad 40 lat rynków w ramach dawnego RWPG,
- wysokie zadłużenie zagraniczne, którego obsługa przekraczała możliwości płatnicze kraju,
- recesja w gospodarce światowej oraz zakłócenia w handlu wywołane wojną w Zatoce Perskiej.

Skala zjawisk inflacyjnych w 1989 roku wymusiła pełną koncentrację programu stabilizacyjnego w pierwszym rządzie na zwalczaniu hiperinflacji. Temu celowi, obok wprowadzenia wewnętrznej wymienialności podporządkowana została również polityka kursu walutowego. Obecnie, z perspektywy czasu, skalę dewaluacji zastosowaną na początku realizacji programu można uznać za nadmierną. Zwiększyła ona skalę inflacji korekcyjnej wynikającej z liberalizacji cen. Taka dewaluacja w pierwszym okresie pogłębiła strukturalną recesję transformacyjną w gospodarce. Ten efekt, zważywszy na naturalne opóźnienie w sferze procesów realnych nie mógł przynieść początkowo istotniejszych dostosowań ilościowych. Wbrew założeniom programu stabilizacyjnego pierwsze miesiące działania nowego systemu umożliwiły krajowym producentom łatwe podnoszenie cen ponieważ bardzo wysoko wzrosły ceny dóbr importowanych tworząc "parasol cenowy". Tak więc 46% dewaluacja w początkowym okresie zneutralizowała nominalną kotwicę jaką miał być kurs walutowy. Powstanie wysokiej nadwyżki handlu zagranicznego, dodatkowo zredukowało rozmiary dochodu narodowego do podziału. W tym kierunku zadziałała również nadwyżka budżetowa. Skala nadpłynności sektora firm w 1990 roku (głównie firm eksportujących) i tym samym banków a także utrzymująca się wysoka inflacja wymuszała wysokie stopy procentowe.

Splot tych czynników sprawił, że przebieg realizacji programu stabilizacyjnego znacznie odbiegał od założonego scenariusza. Polityka kursu walutowego, a szczególnie generowane przez kolejne miesiące nadwyżki eksportu były, z psychologicznego punktu widzenia, obok osiągniętego stanu równowagi na rynku dóbr i wymienialności wewnętrznej, czytelnym dla społeczeństwa znakiem postępu. Te względy m.in. sprawiły prawdopodobnie, że mimo postępującej aprecjacji złotego utrzymano kurs otwarcia aż przez 16 miesięcy. Doprowadzenie do wystąpienia znacznej nadwartościowo-

³⁰ Korzystną okolicznością był, szczególnie w latach 1989 - 1990, sprzyjający klimat społeczny. Należy jednak pamiętać, że reformy podjęte w Polsce w 1989 roku prowadzone były w warunkach istnienia RWPG i Układu Warszawskiego a więc faktycznej dominacji interesów ówczesnego ZSRR w Europie Środkowej i Wschodniej.

ści złotego, w wyniku utrzymania stałego kursu nominalnego przez tak długi okres, nie było rozwiązaniem optymalnym³¹. W fazie kursu pełzającego precyzyjna ocena skali nienadążania dewaluacji za inflacją następuje pewne trudności. Po odejściu od systemu kursu stałego tempo aprecjacji złotówki znacznie spadło. Jest to szczególnie widoczne gdy za punkt odniesienia przyjąć ceny produkcji przemysłowej (ryc. 5). Po kolejnych, coraz niższych, dewaluacjach skokowych system kursu pełzającego uelastyczył kurs walutowy i wyraźnie wyhamował tendencję do powstawania nadwartościowości złotego.



Ryc. 5. Indeks cen detalicznych, cen prod, przemysłowej oraz kursu walutowego
XII/1991 = 100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie materiałów NBP i GUS.

W latach 1990 - 1994 NBP realizował względnie twardą, standardową politykę pieniężną. Bank dawał wyraz takim dążeniom nie tylko poprzez

³¹ Pogląd taki wyraża m.in. także K. Lutkowski, zob. K. Lutkowski, op. cit.

³² Wyjątkiem może być zbyt wczesna próba poluzowania polityki pieniężnej w połowie 1990 roku. Przyniosła ona wzrost inflacji i doprowadziła do konieczności ponownego zaostrzenia jej parametrów. Odrębny problem stanowi faktyczna reakcja dużych firm na politykę stabilizacyjną. Firmy te, dzięki swej pozycji monopolistycznej lub/i politycznej amortyzowały wpływ nowego mechanizmu ekonomicznego poprzez "przetarg polityczny" oraz powstrzymywanie się od płatności na rzecz budżetu i dostawców. Zob. W. Wilczyński, *Transformacja gospodarki polskiej po pięciu latach - 1989 - 1994*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, z. 3/1994, s. 63 - 76.

deklarowane cele pierwszego rządu i cele pośrednie (tab. 1) ale także poprzez faktycznie realizowaną politykę pieniężną. Działania NBP były krytykowane zarówno przez polityków jak i przez opiniotwórcze organizacje producentów i eksporterów. Organizacje te wywierały naciski na NBP by ten prowadził mniej restrykcyjną politykę pieniężną i kursową. Doświadczenie ostatnich lat wskazuje, że efekty dewaluacji skokowych w postaci wzrostu eksportu i poprawy bilansu handlowego są krótkotrwałe. W warunkach dwucyfrowej inflacji a także wzrastającego od 1991 roku zadłużenia wewnętrznego aktywna polityka kursu walutowego napotyka przeszkody obiektywne. Rosnące zadłużenie netto sektora budżetowego wypiera sektor pozabudżetowy. W takiej sytuacji podaż pieniądza ma w zasadzie charakter endogeniczny a jej przyrost (dla sektora firm) pochodzi z przychodów z eksportu. Tak więc, zważywszy na inflacyjne działanie dewaluacji, należy położyć nacisk na politykę strukturalną wiodącą do trwałej poprawy konkurencyjności eksportu. Przez politykę strukturalną rozumiemy tutaj przede wszystkim działania na rzecz zwiększenia elastyczności cen (w tym siły roboczej), poprawy przepływu kapitału oraz tworzenia infrastruktury handlu i współpracy międzynarodowej.

Jedną z miar oceny charakteru polityki kursu walutowego jest relacja kursu oficjalnego do siły nabywczej waluty. W przypadku Polski wskaźnik ten w 1990 roku wyniósł 3.88 co było miarą podwartościowości złotówki. W wyniku polityki kursowej zapoczątkowanej pod koniec 1989 roku relacja ta obniżyła się do ok. 2 w 1992³³. Oznacza to zbliżenie się oficjalnego kursu do poziomu wynikającego z koncepcji parytetu siły nabywczej złotej. Zastosowanie koncepcji parytetu siły nabywczej do oceny polityki kursowej w gospodarce przebudowującej system funkcjonowania może być jednak obarczone błędem. W takiej gospodarce nadal utrzymują się względnie duże różnice w strukturze konsumpcji i cen, które utrudniają porównania z gospodarkami rozwiniętymi.

Utrwalenie osiągnięć polityki stabilizacji rozumianych jako przewyciężenie wysokiej inflacji oraz stworzenie trwałych zdolności do obsługi zadłużenia napotyka wzajemnie powiązane utrudnienia natury strukturalnej i subiektywnej. Do tej pierwszej grupy zaliczyć należy rosnące zadłużenie wewnętrzne. Wynika ono zarówno ze skali nieuniknionego spadku produkcji, szczególnie w branżach najsłabiej przygotowanych do warunków rynkowych jak i z niedostatecznej sprawności poboru podatków oraz słabych postępów w reformowaniu sfery budżetowej. Oprócz problemów związanych z długiem publicznym ważnym elementem utrudniającym postęp w osiągnięciu celów stabilizacji jest występowanie naturalnej inercji w sferze realnej. Jest ona jednak nie do uniknięcia przy fundamentalnych zmianach w sferze regulacyjnej i niedostatecznym rozwoju infrastruktury finansowej. Do najważniejszych utrudnień natury subiektywnej zaliczyć należy spory o redystrybucję dochodów oraz konflikty wokół trybu i form przekształceń

³³ Inne podejście przyjęto w Republice Czeskiej. Władze monetarne utrzymują tam większą rozpiętość między kursem oficjalnym a kursem opartym na parytecie siły nabywczej. Por. W. Hrnčir, *Economic recovery and foreign exchange rate regime in the transition economies: the case of Czechoslovakia*, IIASA Conference, Laxenburg 1992, Austria.

własnościowych. Niebezpieczne jest również zjawisko społecznego rozczarowania rzeczywistością okresu transformacji.

W perspektywie krótkookresowej zmiana reżimu kursowego i przejście do kursu płynnego nie jest pożądane. Takie rozwiązanie zwiększyłoby ryzyko i wymagałoby większych rezerw walutowych. Warto rozważenia wydaje się silniejsze powiązanie koszyka walut z ECU. Miałyby to m.in. walor praktyczny wynikający ze starań Polski o pełne członkostwo w Unii Europejskiej jak również lepiej odzwierciedlałoby strukturę obrotów polskiego handlu zagranicznego. Tak więc nowa kompozycja koszyka mogłaby podobnie jak na Węgrzech składać się z dwóch komponentów: ECU i USD. Możliwa i pożądana jest także zmiana sposobu określania dziennych kursów przez NBP. Kurs ten winien lepiej odzwierciedlać tempo i kierunek zjawisk walutowych na całym rynku światowym a nie tylko na rynku europejskim³⁴.

Skala możliwych modyfikacji polityki kursu walutowego zależy od specyficznych cech struktury zasobów pieniądza w Polsce a szczególnie od skali dwuwalutowości depozytów gospodarstw domowych. Konieczność utrzymywania parytetu rentowności obu postaci aktywów z jednej strony oraz efekt wzrostu popytu konsumpcyjnego powstający w wyniku dewaluacji wskazuje na konieczność uznania walki z inflacją za cel pierwszego rzędu. Osiągnięcia w zwalczaniu inflacji będą wyznaczać skalę możliwego obniżania tempa dewaluacji pełzającej a w końcu szansę przejścia do stabilnego kursu stałego (gdy inflacja spadnie do poziomu jednocyfrowego). Innym, uzupełniającym krokiem, szczególnie w warunkach dużego dopływu kapitałów zagranicznych powinno być łagodzenie obowiązku odsprzedaży walut przez podmioty gospodarcze. Taki krok poszerzyłby pole manewru NBP w zakresie oddziaływania na przyrost podaży pieniądza. Utrzymanie dotychczasowych osiągnięć w zakresie wzrostu gospodarczego i rozwoju powiązań polskiej gospodarki z gospodarką światową będzie wymagać takiej koordynacji polityki fiskalnej, pieniężnej i kursu walutowego by równolegle tworzyć warunki dla: wzrostu stopy oszczędzania, stopniowego przechodzenia do nadwyżek w handlu zagranicznym oraz napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich szczególnie do sektorów zdolnych do konkurowania na rynkach światowych. Warunkiem koniecznym powodzenia powyższych działań jest także zapewnienie swobodnego dostępu do rynków krajów rozwiniętych a w tym szczególnie do rynku Unii Europejskiej.

³⁴ W obecnym systemie kurs dnia NBP oparty jest na fixingu z Frankfurtu z dnia poprzedniego z godziny 13.00 - 13.30. Tak określony kurs stanowi punkt wyjścia dla kursu FOREX, który może odchyłać się od niego o $\pm 2\%$. Taki system oznacza, że opóźnienie reakcji kursu NBP i dalej FOREX'u niepotrzebnie "filtruje" sygnały ze światowego rynku walutowego.

FOREIGN EXCHANGE RATE POLICY IN POLAND IN THE YEARS 1990 - 1994

S u m m a r y

The purpose of the paper was to investigate the manner in which exchange rate policy was carried out in Poland in the years 1990 - 1994. Relations between the exchange rate policy and monetary policy as well as changes in the foreign trade structure after the implementation of exchange policy have been analysed and a differentiation between a fixed exchange rate and the crawling peg has been made. Despite the controversy over the first phase ('overshooting' and delayed introduction of the crawling peg), the foreign exchange rate policy in the investigated period deserves to be evaluated very highly.

A recommendation drafted in the paper proposes a change in the structure of the currency basket (which should consist of ECU and USD only) and gradual lowering of the crawling peg rate until a fixed exchange rate is achieved when inflation rate is reduced to a one digit level.