

KANCELARIA SEJMU
BIURO STUDIÓW
I EKSPERTYZ



WYDZIAŁ ANALIZ
EKONOMICZNYCH
I SPOŁECZNYCH

Wzrost rezerw walutowych w Polsce - źródła, sterylizacja, ograniczanie

Czerwiec 1996

Adam Koronowski

Raport

Nr 92

Opracowanie to poświęcone jest omówieniu źródeł wzrostu oficjalnych rezerw walutowych w Polsce od roku 1993 oraz polityce mającej na celu ograniczenie monetarnych skutków tego wzrostu.

Obserwowany od 1993 roku przyrost rezerw walutowych będący wyrazem tendencji kształtujących bilans płatniczy jest jednym z ważniejszych i bardziej kontrowersyjnych zjawisk w polskiej gospodarce. Powodem niepokoju są jego skutki monetarne. Dla oceny skutków monetarnych sytuacji płatniczej wykorzystywane są kategorie oficjalnych rezerw walutowych oraz należności zagranicznych netto.

Oficjalne rezerwy walutowe są to aktywa zagraniczne cechujące się wysokim stopniem płynności i bezpieczeństwa, w pełni kontrolowane i znajdujące się w całkowitej dyspozycji banku centralnego, które mogą służyć do regulowania nierównowagi płatniczej w sposób bezpośredni lub pośredni poprzez interwencje na rynku walutowym.

Dla oceny wpływu sytuacji płatniczej na sytuację pieniężną w kraju NBP posługuje się kategorią należności zagranicznych netto charakteryzującą cały system bankowy, tj. NBP i banki handlowe a stanowiącą sumę rezerw oficjalnych oraz wybranych aktywów zagranicznych banków handlowych.

Chociaż pomiędzy obiema kategoriami nie ma ścisłej zależności, wzrost należności zagranicznych netto przesądza o wzroście oficjalnych rezerw. Związek pomiędzy poziomem rezerw oficjalnych i poziomem należności zagranicznych systemu bankowego jest ściślejszy w warunkach obowiązku odprzedaży wpływów dewizowych do banku centralnego.

Przyrost oficjalnych rezerw walutowych stanowi czynnik szczególnie silnie wpływający na wzrost podaży pieniądza, poprzez kreację pieniądza rezerwowego (pieniądza banku centralnego). Z tego względu w praktyce dla oceny zjawisk pieniężnych często wykorzystywana jest kategoria rezerw oficjalnych.

Od połowy roku 1993 następuje w Polsce przyrost oficjalnych rezerw walutowych. Zjawisko to wobec bardzo niskiego wówczas stanu tych rezerw, sięgającego na koniec 1993 roku 4281 mln dolarów, co stanowiło równowartość importu tylko za 3,2 miesiąca, wysokiego zadłużenia oraz deficytu obrotów bieżących stanowiło zjawisko jednoznacznie pozytywne.

Wzrost oficjalnych rezerw walutowych przybrał na sile w 1994 roku, kiedy rezerwy te przyrosły o 1748 mln dolarów do poziomu 6029 mln dolarów, a szczególnie w 1995 roku, kiedy przyrost wyniósł 8935 mln, a stan oficjalnych rezerw na koniec roku 14963 mln dolarów. Osiągnął on wówczas poziom stanowiący równowartość importu za 6,2 miesiąca. Tendencja wzrostu rezerw walutowych jest kontynuowana w roku

1996, choć wydaje się, iż tempo wzrostu spada. W pierwszym kwartale rezerwy wzrosły o 1,6 mld dolarów, z czego aż 511 mln przypadło na inwestycje bezpośrednie, które w kolejnych miesiącach raczej nie utrzymają tak wysokiego poziomu.¹

Pogorszeniu uległy także w stosunku do analogicznych miesięcy ubiegłego roku wyniki bilansu obrotów bieżących i bilansu handlowego. Podkreślić jednak należy, że zmiana taka dokonała się w warunkach wzrostu eksportu.

Szybkie tempo przyrostu rezerw, znacznie przekraczające wielkości planowane, powoduje trudności w utrzymaniu podaży pieniądza krajowego na założonym poziomie i uznawane jest za istotny czynnik podsycający inflację. Jednocześnie jednak trzeba zaznaczyć, że nawet obecnie poziom oficjalnych rezerw walutowych nie jest rażąco wysoki. Należy zauważyć, że przyrost rezerw walutowych może wynikać z różnych powodów i znajdować przeciwwagę w różnych pozycjach bilansu płatniczego. Przykładowo może on być skutkiem nadwyżki handlowej lub napływu kapitału. W tym drugim przypadku kapitał może napływać w formie inwestycji bezpośrednich lub inwestycji portfelowych. Każda z tych sytuacji określona jest innymi czynnikami, wymaga odmiennej oceny i podejmowania różnych działań mających na celu eliminację ewentualnych negatywnych skutków lub potencjalnych zagrożeń. Z tego względu dla określenia właściwej polityki oddziaływania na stan rezerw walutowych konieczna jest bliższa analiza źródeł ich przyrostu.

1. Źródła przyrostu oficjalnych rezerw walutowych

Ocena źródeł napływu dewiz, a zatem przyrostu oficjalnych rezerw walutowych w Polsce jest utrudniona ze względu na znaczny zakres transakcji nierejestrowanych, szczególnie w przypadku handlu zagranicznego. W wyniku tego prosta interpretacja bilansu płatniczego według oficjalnie przyjętej klasyfikacji byłaby myląca.

Przede wszystkim należy zwrócić uwagę, że rejestrowany handel zagraniczny w ostatnich latach wykazywał deficyt. Jednocześnie jednak handel nierejestrowany (zwany też niezbyt trafnie handlem przygranicznym) uznawany jest za ważne źródło napływu walut. O wielkości nadwyżki w handlu nierejestrowanym można jednak wnioskować jedynie w sposób pośredni, poprzez analizę zmian w różnych pozycjach bilansu płatniczego. W szczególności analiza taka powinna dotyczyć łącznego rozpatrzenia zmian dwóch pozycji bilansu płatniczego: salda transferów prywatnych i salda

¹ *Napłynię mniej dewiz*, "Rzeczpospolita", 25 kwietnia 1996 r.

skupu i sprzedaży walut w kasach banków komercyjnych.

W 1994 roku saldo transferów prywatnych wyniosło 1025 mln dolarów. W 1995 roku saldo to było ujemne i wyniosło 285 milionów dolarów. Znaczne pogorszenie tego salda wynikało ze zwiększonych wypłat i mniejszych wpłat na rachunki walutowe ludności w związku z wyższą dochodowością lokat złotych. Wycofywanie środków z rachunków walutowych ma miejsce także w roku 1996. W styczniu br. saldo transferów prywatnych było ujemne i wyniosło 28 milionów dolarów.

Saldo skupu i sprzedaży walut w kasach banków komercyjnych wynosiło w latach 1993 - 1995 odpowiednio 1750, 3211 oraz 7754 mln dolarów. Skup ten wynika ze zjawisk o zróżnicowanym charakterze; odprzedaży walut pochodzących z handlu nierejestrowanego, dochodów z pracy za granicą, wpływów z turystyki. Od 1995 roku wystąpiło nowe zjawisko, odprzedaż walut obcych związana z omówioną powyżej zamianą przez ludność lokat walutowych na złotowe.

Tym samym skup walut nie może być utożsamiany z saldem handlu nierejestrowanego, niemniej po uwzględnieniu wpływu innych czynników, w tym zwłaszcza salda transferów prywatnych, wielkość tego skupu daje pewien pogląd na saldo nierejestrowanych transakcji handlowych, które w 1995 roku sięgały być może 7 mld dolarów.

Ujmując rzecz od drugiej strony, dochody z handlu nierejestrowanego prawdopodobnie stanowiły główne źródło walut skupowanych w kasach banków komercyjnych. Podkreślić jednak należy, że według GUS kwota zakupów towarów i usług dokonywanych przez cudzoziemców w Polsce w 1995 r. sięgnęła jedynie 7,6 mld. złotych, to znaczy 3,1 mld. dolarów.²

Inną pozycją bilansu płatniczego oznaczającą napływ walut do kraju było saldo inwestycji. Saldo inwestycji bezpośrednich wynosiło w latach 1993 - 1995 odpowiednio 580, 542, 1106 milionów dolarów. W 1995 roku po raz pierwszy wyodrębniono w bilansie płatniczym pozycję inwestycje portfelowe. Wyniosły one 1171 milionów dolarów i stanowiły przede wszystkim zakupy bonów skarbowych.

W przeciwnym kierunku, odpływu dewiz z kraju, oddziaływał utrzymujący się deficyt rejestrowanego handlu zagranicznego, który według danych NBP wynosił w latach 1993 - 1995 odpowiednio 2293, 836, 1827 milionów dolarów oraz obsługa zadłużenia zagranicznego państwa.

Skup netto walut przez kasy banków komercyjnych poza systemem bankowym

² *Wielkie zakupy* "Nowa Europa", 4-5 maja 1996 r.

stanowił w latach 1994 i 1995 główny czynnik wzrostu ilości dewiz w bankach. Jednocześnie skup netto walut przez NBP z rynku międzybankowego stanowił zasadniczy czynnik wzrostu oficjalnych rezerw walutowych. Odpowiednie dane przedstawia poniższa tabela.

w milionach złotych

	1994 r.	1995 r.
Skup netto walut przez kasy banków komercyjnych	3.211	7.754
Skup netto walut przez NBP z rynku międzybankowego	1.740	9.352
Zmiana oficjalnych rezerw walutowych	1.748	8.934

Źródło: dane NBP

Skala skupu walut przez NBP na rynku międzybankowym była w 1995 roku znacznie wyższa niż w 1994 r., co odzwierciedlało wyższy skup walut przez banki komercyjne, ale także nowe zjawisko odprzedaży przez banki dewizowe nie tylko nadwyżek skupionych poza sektorem bankowym, lecz również części własnych aktywów walutowych. Zachowanie banków, podobnie jak ludności w przypadku transferów prywatnych, było podyktowane wyższą dochodowością lokat złotych.

Podsumowując można stwierdzić, że w omawianym okresie nastąpił znaczny wzrost należności zagranicznych netto spowodowany napływem do kraju walut z tytułu handlu nierejestrowanego oraz inwestycji portfelowych i bezpośrednich. Nastąpiło odwrócenie tendencji w odniesieniu do transferów prywatnych i pojawienie się deficytu w tej pozycji, co także znalazło wyraz w wielkości skupu walut przez banki komercyjne, a w konsekwencji wzroście rezerw oficjalnych. Ponadto banki dewizowe zmniejszyły własne aktywa walutowe, co oznaczało wzrost rezerw oficjalnych. Trzy czynniki wzrostu oficjalnych rezerw - napływ inwestycji portfelowych, zmiana salda transferów prywatnych oraz zmniejszenie własnych aktywów walutowych przez banki - wynikały z wyższej dochodowości lokat w złotych niż w walutach obcych.

2. Narzędzia neutralizacji monetarnych skutków wzrostu rezerw walutowych lub ograniczania wzrostu rezerw

Ze względu na potencjalne negatywne skutki nadmiernego wzrostu rezerw walutowych w postaci wzrostu podaży pieniądza i przyspieszonej inflacji może być celowe, a nawet konieczne, podjęcie działań mających na celu neutralizację monetarnych skutków przyrostu rezerw lub ograniczenie samego ich wzrostu. W powyższym celu może być zastoso-

wany szereg narzędzi.

Wśród nich na pierwszym miejscu należy wymienić sterylizację wzrostu rezerw walutowych, która ma na celu neutralizację monetarnych skutków napływu walut. Wąsko rozumiana sterylizacja polega na skupie walut przez bank centralny, przy czym płatność dokonywana jest nie w pieniądzu lecz w papierach dłużnych. Sterylizacja taka jest zatem działaniem banku centralnego z zakresu operacji otwartego rynku. Szerzej rozumiana sterylizacja może jednak obejmować także inne posunięcia mające na celu ograniczenie kreacji pieniądza.

Wśród nich należy wymienić podniesienie obowiązkowej stopy rezerw od depozytów, w tym w szczególności depozytów walutowych, różne formy pożyczek banku centralnego w bankach handlowych, podniesienie (utrzymywanie na wysokim poziomie) stóp procentowych banku centralnego, ograniczenie redyskonta czy wreszcie nawet bezpośrednią kontrolę akcji kredytowej banków handlowych. Zgodnie z szerszą definicją sterylizacja oznacza spadek wartości krajowych aktywów banku centralnego pomniejszonych o zobowiązania wobec sektora finansowego i sektora budżetowego.

Sterylizacja jest zwykle wykorzystywana jako pierwsze narzędzie w warunkach wzmożonego i nadmiernego z punktu widzenia celów pieniężnych wzrostu rezerw walutowych. Może ona być zastosowana szybko i pozwala uzyskać czas konieczny do wypracowania bardziej długoterminowej strategii. W wyniku sterylizacji nie jest ograniczany przyrost rezerw, który ze względów innych niż czynniki monetarne może być pożądanym, a w szczególności przygotowuje on kraj na wypadek zmiany (pogorszenia) sytuacji płatniczej. Na dłuższą metę wykorzystanie sterylizacji jest jednak trudne lub wręcz niemożliwe, zwłaszcza w warunkach znacznego napływu walut i płytkiego rynku pieniężnego.

Do wad sterylizacji zalicza się zwrotne oddziaływanie na napływ walut, zaniechanie wykorzystania możliwości wzrostu gospodarczego wynikających z napływu dewiz oraz ponoszony przez bank centralny koszt utrzymywania zwiększonych rezerw. Jeśli chodzi o zwrotne oddziaływanie na napływ walut, to polega ono na przyciąganiu z zagranicy kapitałów poprzez podwyższenie stóp procentowych. Trudno jest niekiedy rozstrzygnąć, czy napływ kapitału jest przyczyną, czy skutkiem bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej (sterylizacji).

Zaniechanie wykorzystania możliwości wynikających z napływu walut oznacza utrzymywanie w wyniku sterylizacji wysokich stóp procentowych i niskiego popytu.

Inaczej mówiąc - jest to utrzymywanie nadwyżki posiadanych oszczędności krajowych i zagranicznych powyżej poziomu wydatków inwestycyjnych. W warunkach presji inflacyjnej ograniczanie popytu globalnego jest oczywiście celowe i tym samym nie może to stanowić zarzutu wobec sterylizacji. Alternatywnie możliwe jednak byłoby dopuszczenie do wzrostu wydatków krajowych skierowanych na import. Rozwiązanie takie zostanie omówione dalej.

Koszt utrzymywania zwiększonych rezerw walutowych przez bank centralny w przypadku sterylizacji wynika z wyższego oprocentowania papierów wartościowych sprzedawanych przez bank centralny w ramach operacji otwartego rynku, niż oprocentowanie możliwe do uzyskania przy dokonywaniu odpowiednich lokat rezerw oficjalnych.

Koszt taki jest szczególnie wysoki, gdy bank centralny zmuszony jest emitować i sprzedawać własne papiery dłużne (bony pieniężne). Zarzut ten odnosi się jednak tylko do sterylizacji prowadzonej w drodze operacji otwartego rynku, w innych formach sterylizacja może nawet zwiększać zyski banku centralnego (na przykład wzrost stopy nieoprocentowanych rezerw obowiązkowych).

W Polsce w latach 1994 i 1995 sterylizacja była jednym ze składników polityki odpowiedzi na wzrost rezerw. W celu sterylizacji intensywnie wykorzystywano operacje otwartego rynku. W roku 1995 skala operacji otwartego rynku była znacząco wyższa niż w roku 1994, co wynikało z blisko pięciokrotnie wyższego wzrostu rezerw oficjalnych.

Podstawowym narzędziem wykorzystywanym przez NBP w celu sterylizacji wzrostu rezerw były operacje zwrotnej sprzedaży (reverse repo), umożliwiające bankom ograniczenie ich nadmiernej płynności na okresy do 14 dni. W roku 1995 w porównaniu z 1994 rokiem skala tych operacji znacznie wzrosła. Przeciętna miesięczna wielkość tych operacji wynosiła 10,1 mld zł w 1995 roku, wobec 4,9 mld zł w 1994 r.³

Jednocześnie w roku 1995 wzrosło znaczenie operacji bezzwrotnej sprzedaży bonów skarbowych z portfela NBP oraz emisji bonów pieniężnych. W roku 1994 operacje takie były stosowane na niewielką skalę. Operacje bezzwrotne stanowią znacznie silniejszy instrument, oddziałują bowiem w sposób trwały na ograniczenie podaży pieniądza banku centralnego. Operacje bezzwrotne w 1995 roku pokazuje poniższa tabela. Bezzwrotna sprzedaż bonów skarbowych z portfela NBP oznaczała zmniejszenie się udziału banku centralnego w finansowaniu deficytu budżetowego, co jest

³ Sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej w 1995 r., NBP, Warszawa 1996.

zjawiskiem pożądanym. W konsekwencji jednak niemal całkowitego wyzbycia się przez NBP ze swego portfela bonów skarbowych znacznie wzrosła w celu dalszej sterylizacji emisja bonów pieniężnych (zadłużenie NBP). Znaczna emisja bonów pieniężnych ma miejsce także w 1996 roku. Na koniec ubiegłego roku zadłużenie NBP wynosiło ok. 5,7 mld złotych, a 20 marca br. ok. 11,8 mld złotych.⁴

Za element polityki sterylizacji można uznać także wszelkie inne działania NBP, które miały na celu ograniczenie podaży pieniądza, w szczególności utrzymywanie wysokich stóp procentowych. Nawet wówczas, gdy nie były one wiązane bezpośrednio z napływem walut, *de facto* miały one wpływ na eliminowanie jego monetarnych skutków.

Bezwrotne operacje otwartego rynku

Bezwarunkowa sprzedaż bonów skarbowych		Emisja bonów pieniężnych
styczeń	0	0
luty	1939	0
marzec	329	0
kwiecień	193	0
maj	0	1613
czerwiec	1477	440
lipiec	477	600
sierpień	0	2358
wrzesień	1434	664
październik	308	604
listopad	0	2138
grudzień	1477	474

Źródło: Sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej w 1995 r. NBP.

Prowadzenie sterylizacji opartej na operacjach otwartego rynku i utrzymywanie wysokich stóp procentowych, zgodnie z powyższymi uwagami, musiało oznaczać ponoszenie przez NBP kosztu takiej polityki pieniężnej. Było i jest to przedmiotem krytyki⁵, która nie wydaje się być w pełni zasadna, choć celowe byłoby bardziej aktywne wykorzystywanie narzędzi ograniczania wzrostu rezerw, a w mniejszym stopniu prowadzenie jego sterylizacji. Jak wynika z dalszych uwag możliwości dokonania odpowiedniej zmiany polityki będące w dyspozycji NBP są ograniczone.

Wśród posunięć sterylizacyjnych można wymienić także podniesienie w lutym br. obowiązkowej stopy rezerw od depozytów walutowych. Według wypowiedzi przedstawicieli NBP miało ono na celu wyrównanie kosztu pozyskiwania przez banki pie-

⁴ *Gdzie leży klucz do stabilizacji*, "Gazeta Bankowa" 28 kwietnia 1996 r.

⁵ Porównaj np. *Kosztowna polityka NBP*, "Nowa Europa", 10 sierpnia 1995 r. oraz *Gdzie leży klucz do stabilizacji*, "Gazeta Bankowa", 28 kwietnia 1996 r.

niądza złotowego i dewizowego, ograniczenie płynności banków oraz zmniejszenie kosztów operacji otwartego rynku. Krytycy powyższej zmiany wskazywali, że podniesienie kosztu pozyskiwania pieniądza dewizowego spowoduje obniżenie oprocentowania wkładów walutowych, a zatem dalszy wzrost oficjalnych rezerw.

Jednocześnie skutek wprowadzonej zmiany dla kreacji pieniądza mógł być jedynie znikomy. Z tego względu wydaje się, że powodem podniesienia obowiązkowej stopy rezerw od depozytów walutowych była raczej chęć zwiększenia dochodów NBP, niż osiągnięcie efektu monetarnego. Świadczą o tym także następujące stwierdzenia zawarte w "Sprawozdaniu z realizacji polityki pieniężnej w 1995 r.": "Przyrost rezerwy obowiązkowej od depozytów walutowych wyniósł w 1995 r. zaledwie 9 mln złotych. Jej udział w rezerwie obowiązkowej ogółem był niewielki i w ciągu roku ulegał zmniejszaniu i wyniósł na koniec 1995 r. 2,8% wobec 33,8% na koniec 1994 roku. Takie kształtowanie się rezerwy obowiązkowej od wkładów walutowych spowodowane było bardzo niskim przyrostem depozytów walutowych (4,3%)."⁶

Przechodząc od neutralizacji pieniężnych skutków wzrostu rezerw do narzędzi jego ograniczania należy wymienić na pierwszym miejscu politykę kursu walutowego. Poziom kursu walutowego może oddziaływać zarówno na bilans obrotów bieżących, w tym przede wszystkim handlowych, jak też na bilans obrotów kapitałowych, które są kształtowane jednocześnie przez spodziewane zmiany kursu i wysokość stóp procentowych.

Realna aprecjacja waluty sprzyja zasadniczo pasywizacji (wzrostowi deficytu lub spadkowi nadwyżki) bilansu handlowego. Wpływ taki może być jednak z nadwyżką kompensowany działaniem innych czynników, takich jak wzrost wydajności czy restrukturyzacja gospodarki i poprawa zdolności eksportowych. Należy zwrócić uwagę, iż o ile aprecjacja waluty istotnie pogarsza opłacalność eksportu, to stanowi ona zjawisko negatywne, podważa bowiem możliwości utrzymania odpowiednio wysokiego poziomu aktywności gospodarczej i szybszego wzrostu gospodarczego.

Z tego względu szybki i znaczący wzrost kursu krajowej waluty nie wydaje się dobrym sposobem przeciwdziałaniu wzrostowi rezerw walutowych, szczególnie w krajach będących, tak jak Polska, w procesie restrukturyzacji gospodarki i wejścia na ścieżkę wzrostu gospodarczego.

W odniesieniu do transakcji kapitałowych (w zakresie, w jakim dopuszcza je prawo) można stwierdzić, iż im wyższa spodziewana nominalna aprecjacja lub im

⁶ Sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej w 1995 r., NBP, Warszawa 1996.

niższa spodziewana deprecjacja (dewaluacja), tym - przy danych stopach procentowych - większy napływ kapitału finansowego do kraju. Tym samym wszelkie działania wygaszające oczekiwania aprecjacyjne, w tym przeprowadzenie niezapowiedzianej rewaluacji, powodują ograniczenie napływu kapitału.

Poczynając od wprowadzenia wymienialności złotego następowała jego znaczna realna aprecjacja. Powodowała ona obawy o bilans płatniczy, a zwłaszcza o możliwości rozwoju eksportu. Znaczny przyrost rezerw walutowych poczynając od 1993 roku stanowił jednak nowy czynnik determinujący politykę kursową. Nasilająca się presja bilansu płatniczego wymuszała dalszą aprecjację złotego, a jednocześnie wywoływała potrzebę przyznania mechanizmom rynku większej roli w kształtowaniu poziomu kursu.

16 maja 1995 roku nastąpiła zmiana systemu kształtowania kursu walutowego. Zgodnie z intencjami **NBP**, miała ona z jednej strony - stanowić odpowiedź na utrzymującą się nierównowagę na krajowym rynku walutowym i pieniężnym, z drugiej zaś strony - miała dopasować rozwiązania kursowe do osiągniętej liberalizacji dewizowej, przede wszystkim w zakresie przepływów kapitałowych.

Obowiązująca od tamtej pory formuła polega na wprowadzeniu 14% pasma wahań wokół kursu centralnego wyliczanego według wcześniejszych zasad, to znaczy przy miesięcznej dewaluacji złotego w stosunku do koszyka walut o 1,2%. W przyjętym paśmie wahań możliwe jest swobodne ustalanie kursu walutowego w transakcjach międzybankowych oraz w transakcjach z klientami banków.

Operacje NBP z bankami krajowymi rozliczne są według kursu zamknięcia ustalonego przez NBP na podstawie ofert kupna i sprzedaży USD i DEM składanych przez banki. Po ustaleniu kursu zamknięcia USD i DEM NBP sporządza, wykorzystując notowania międzynarodowego rynku walutowego, tabelę kursów średnich uwzględniającą pozostałe waluty. Kursy średnie stosowane są dla celów rachunkowości, w obrocie dewizowym, w rozliczeniach z posiadaczami rachunków w NBP (za wyjątkiem banków) oraz w rozliczeniach z bankami z tytułu zakupu i sprzedaży walut obcych.

NBP śledzi kształtowanie się kursów na międzybankowym rynku walutowym i może dokonywać interwencji na tym rynku w USD i DEM. W pierwszych miesiącach obowiązywania nowego mechanizmu NBP dopuścił do ok. 5% odchylenia (aprecjacji) od kursu centralnego, a od września ub. r. do ok. 6% odchylenia. 22 grudnia 1995 r. nastąpiło przesunięcie dopuszczalnego pasma wahań o 6% w górę. W ramach prze-

suniętego pasma wahań NBP dopuścił do 2,5% odchylenia aprecjacyjnego w stosunku do kursu centralnego.

Zmiana systemu kursowego nie stanowiła przełomu z punktu widzenia sytuacji płatniczej. Następowła dalsza, przyspieszona realna aprecjacja złotego, która jednak nie okazała się skutecznym narzędziem ograniczania wzrostu rezerw walutowych. Skala aprecjacji musiała być ograniczona ze względu na obawy przed negatywnym wpływem na wyniki handlu zagranicznego, szczególnie rejestrowanego. Umocnienie się złotego niewątpliwie oddziaływało na bilans handlowy, wydzielenie jednak zmian kursu na wyniki handlu zagranicznego spośród działania innych czynników jest jednak niemożliwe. Podkreślić należy natomiast, iż pomimo postępującej aprecjacji złotego eksport rósł w szybkim tempie.

Deklaracje NBP towarzyszące wprowadzeniu nowego systemu kursowego umacniały oczekiwania aprecjacji złotego, a zatem sprzyjały okresowemu napływowi kapitału. NBP wyjaśnia to w sposób następujący: "Z uwagi na konieczność dokonania odpowiednich przygotowań, również przez banki dewizowe, niezbędne było poinformowanie ich o planowanych zmianach, co wykluczało poufność całej operacji. W tej sytuacji ceną za sprawne przeprowadzenie uelastycznienia mechanizmu kursowego było narastanie oczekiwań na wzrost wartości złotego, pociągający za sobą intensyfikację zagranicznych inwestycji w polskie papiery skarbowe oraz zmniejszanie tzw. otwartych pozycji walutowych przez banki dewizowe".⁷

Sama zmiana systemu, poprzez większą elastyczność kształtowania kursu, miała odegrać przeciwną rolę, przy jednoznacznych tendencjach kursowych czynnik ten wydaje się mieć niewielkie znaczenie.

Kolejnym narzędziem oddziaływania na stan rezerw walutowych jest polityka stóp procentowych, która - jak zostało to wspomniane powyżej - wespół z polityką kursową przesądza o atrakcyjności lokat w walucie krajowej w porównaniu z lokatami w walutach zagranicznych. Stopy procentowe banku centralnego ustalane są pod wpływem wielu czynników kształtujących politykę pieniężną. W szczególności, o czym już była mowa, wysokie stopy procentowe stanowią mogą narzędzie sterylizacji przyrostu rezerw walutowych lub - ogólniej - polityki antyinflacyjnej.

Jednocześnie wyższe stopy procentowe oznaczają wyższą dochodowość lokat w walucie krajowej oddziałując w ten sposób dodatnio na napływ kapitału finansowego oraz zamianę lokat walutowych na złotowe przez ludność, co stanowi czynnik

⁷ Sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej w 1995 r., NBP, Warszawa 1996

wzrostu oficjalnych rezerw walutowych.

Obniżka stóp procentowych może być narzędziem tłumienia wzrostu rezerw, jeżeli jego istotną przyczyną jest napływ kapitału. Napotyka ona jednak na ograniczenia wynikające z sytuacji pieniężnej, w tym zwłaszcza poziomu inflacji. Wobec tego, szczególnie w warunkach oczekiwań aprecjacji waluty krajowej, obniżka stóp procentowych raczej nie może skutecznie przeciwdziałać napływowi kapitału finansowego.

Dyskusja nad polityką stóp procentowych NBP wykraczałaby poza ramy tej informacji. Można jedynie w tym miejscu stwierdzić, że w opinii NBP stopy procentowe muszą odzwierciedlać wciąż poważną presję inflacyjną. Zdaniem przedstawicieli Ministerstwa Finansów celowe byłoby ich obniżenie, choć argumentacja nie sprowadza się do kwestii atrakcyjności lokat w złotych w porównaniu z lokatami w walutach obcych.

W warunkach ograniczeń polityki kursowej i polityki stóp procentowych, które uniemożliwiają wyeliminowanie warunków do napływu kapitału finansowego *celowe jest utrzymywanie lub nawet wprowadzenie barier dla inwestycji portfelowych*.⁸ Jednocześnie jednak należy stwierdzić, że od strony prawnej odpowiednia liberalizacja w znacznej mierze już została w Polsce dokonana. Istotne znaczenie z tego punktu widzenia miało umożliwienie w prawie dewizowym osobom zagranicznym wywozu za granicę papierów wartościowych, którymi obrót regule ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz przyznanie osobom zagranicznym w 1993 r. w drodze zarządzenia Ministra Finansów prawa transferu za granicę całości odsetek od trzyletnich obligacji Skarbu Państwa i bonów skarbowych.⁹

Restrykcje utrzymane zostały w prawie dewizowym w dziedzinie zaciągania (a także udzielania) kredytów i pożyczek, w tym związanych z emisją i obrotem papierami wartościowymi o charakterze dłużnym, w wartościach dewizowych przez osoby krajowe od osób zagranicznych. Restrykcje te zostały jednak ograniczone z wejściem w życie 1 kwietnia br. zarządzenia Ministra Finansów zmieniającego zarządzenie w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych.¹⁰

Nowy przepis zezwala osobom krajowym na zaciąganie pożyczek od osób zagranicznych w drodze emisji i obrotu za granicą papierami wartościowymi o charakterze dłużnym, o terminie ich wykupu nie krótszym niż jeden rok.

⁸ Więcej na ten temat: Adam Koronowski, *Liberalizacja z umiarem*, "Gazeta Bankowa", 10 marca 1996 r. oraz *Jeszcze poczekajmy*, "Gazeta bankowa", 5 maja 1996 r.

⁹ "Rzeczpospolita" nr 273 z 23 listopada 1993 r.

¹⁰ M.P. Nr 2 z 1996 r. i Nr 6, poz.73

W obecnej sytuacji przepisy regulujące napływ kapitału mają, jak widać z powyższych uwag, liberalny charakter i stwarzają znaczne możliwości napływu kapitału. Wobec faktu, iż wprowadzenie bardziej restrykcyjnych przepisów szkodziłoby postrzeganiu kierunku rozwoju polskiej gospodarki, wydaje się, że w przypadku nadmiernego napływu kapitału spekulacyjnego konieczne byłoby wykorzystanie instrumentów nie ograniczających obecnych praw, lecz ograniczających zyskowność odpowiednich operacji w istniejących warunkach prawnych i ekonomicznych.

Według opinii prof. Stanisława Gomułki, doradcy prezesa NBP, instrumentem takim mogłyby być opłaty skarbowe wnoszone tylko przez zagranicznych inwestorów przy zakupie bonów skarbowych. NBP zwrócił się do Ministra Finansów o przygotowanie tego lub podobnego instrumentu na wypadek znacznego napływu kapitału spekulacyjnego.¹¹

Na kształtowanie się poziomu rezerw walutowych istotny wpływ mogą mieć regulacje prawne dotyczące odpływu kapitału. W tej dziedzinie pewna liberalizacja nastąpiła ostatnio wraz z wejściem w życie 1 kwietnia br. wspomnianego powyżej zarządzenia Ministra Finansów. Powodem wprowadzenia nowych przepisów była raczej chęć dostosowania polskiego prawa do wymogów

OECD, niż zamiar oddziaływania na stan rezerw. Z tego drugiego punktu widzenia dokonana zmiana w obecnych warunkach pozostaje bez istotnego znaczenia.

Na spowolnienie tempa wzrostu oficjalnych rezerw walutowych wpływ może mieć ograniczenie lub zniesienie obowiązku odprzedaży wpływów dewizowych. Istotną zmianę w tej dziedzinie stanowiła wprowadzona w grudniu ub.r. nowelizacja prawa dewizowego pozwalająca przedsiębiorstwom na utrzymywanie dewiz na własnych rachunkach walutowych. Zmiana taka, bardzo skądinąd pożądana, nie może jednak przy obecnych tendencjach kursowych istotnie wpłynąć na poziom oficjalnych rezerw walutowych.

Kolejnym narzędziem oddziaływania na poziom rezerw walutowych może być prowadzenie polityki ukierunkowanej na wzrost wydatków importowych. Jest to szczególnie uzasadnione w przypadku nadwyżki krajowych oszczędności nad inwestycjami znajdującej wyraz w nadwyżce bilansu handlowego. Polityka taka może być jednak stosowana także w warunkach trwałego napływu kapitału. Wzrost importu stanowiłby wówczas wentyl odprowadzający zbyt gwałtownie rosnące rezerwy walutowe i pozwalałby uniknąć wymknięcia się sytuacji pieniężnej spod kontroli. Odpo-

¹¹ Stanisław Gomułka, komentarz w "Gazecie Bankowej" z 10 marca 1996 r.

wiednia zmiana bilansu handlowego oddziaływałaby także antyinflacyjnie poprzez ograniczenie popytu na rynku krajowym (przeniesienie części wydatków krajowych z rynku krajowego za granicę). Alternatywnie możliwe byłoby dopuszczenie do pewnego wzrostu wydatków krajowych bez wywołania presji inflacyjnej. Optymalnym rozwiązaniem byłoby równoczesne ze wzrostem importu wywołanie odpowiedniego wzrostu inwestycji. Działanie takie pozwoliłoby nie tylko uniknąć wzrostu rezerw, lecz także wykorzystać istniejącą sytuację na rzecz wzrostu gospodarczego. Zaprzepaszczanie takich możliwości stanowi, jak zaznaczyłem wcześniej, jeden z zarzutów wobec sterylizacji. Kluczowym elementem zastosowania takiej strategii jest liberalizacja importu. Obniżenie barier handlowych stanowiłoby kolejny ważny antyinflacyjny czynnik. Podkreślić także należy, że w ramach takiej polityki pasywizacja bilansu handlowego odbywa się bez negatywnego oddziaływania na eksport, jak to ma miejsce w przypadku odpowiedniego stosowania polityki kursowej. Dzięki temu nie są podważane podstawy wzrostu opartego na eksporcie oraz nie jest ograniczany udział kraju w handlu międzynarodowym.¹²

Podsumowanie - wnioski

W okresie ostatnich dwóch lat, a szczególnie w roku 1995 oraz w roku bieżącym, polityka wobec szybkiego napływu dewiz do kraju w dużej mierze ma charakter sterylizacji rezerw. W stosunkowo długim czasie, w którym mamy do czynienia z omawianym zjawiskiem nie jest to polityka pozbawiona wad. Z drugiej jednak strony - jak wynika z powyższego przeglądu, podejmowane są próby wykorzystania różnorodnych narzędzi ograniczania tempa wzrostu rezerw. Możliwości ich wykorzystania lub ich skuteczność są jednak zwykle znacznie ograniczone w istniejących obecnie warunkach.

Istotnym czynnikiem napływu walut jest handel nierejestrowany. Ograniczenie jego oddziaływania na rezerwy mogłaby być znaczna aprecjacja złotego, która jednakże stanowiłaby poważne zagrożenie dla wzrostu gospodarczego i bilansu handlu rejestrowanego.

Znaczącym czynnikiem oddziałującym na rezerwy walutowe jest także napływ kapitału, w tym inwestycje portfelowe. W warunkach ograniczeń polityki kursowej również polityka stóp procentowych nie może prowadzić do rozwiązania problemu na tym odcinku. Z tego względu konieczna jest znaczna rozważa przy dalszej liberaliza-

¹² Szersze omówienie odpowiedniej polityki: Informacja BSE nr 309/95.

cji transakcji kapitałowych, a biorąc pod uwagę jej znaczne zaawansowanie celowe byłoby przygotowanie odpowiednich narzędzi (np. opłat skarbowych) przeciwdziałania nadmiernemu napływowi kapitału spekulacyjnego.

Biorąc pod uwagę niewielką skuteczność dotychczas wykorzystywanych narzędzi ograniczania wzrostu rezerw oraz negatywne konsekwencje długotrwałej i znacznej sterylizacji, wydaje się, iż konieczne jest działanie mające na celu zwiększenie wykorzystania wpływów dewizowych na cele importu, któremu powinno towarzyszyć wspieranie inwestycji. Działania takie mogłyby mieć miejsce w warunkach postępującej nieznacznej realnej aprecjacji złotego, która dotychczas nie spowodowała wyraźnych negatywnych skutków dla wzrostu eksportu, a jednocześnie sprzyjała szybszemu wzrostowi importu.

Ożywienie importu powinno jednak opierać się na zasadniczej liberalizacji handlu (w szczególności obniżce ceł). Posunięcie takie miałyby także silne działanie antyinflacyjne.

Należy zwrócić uwagę, że w obecnych warunkach możliwości podjęcia działań ograniczających napływ dewiz zdają się znajdować bardziej w rękach rządu niż NBP. Przede wszystkim dotyczy to polityki handlowej. Także napływ kapitału spekulacyjnego zależy w dużej mierze od zachowań rządu na rynku pieniężnym[^] rząd też posiada możliwość przeciwdziałania nadmiernym inwestycjom portfelowym poprzez nałożenie odpowiedniej opłaty. Bez właściwych działań ze strony rządu możliwości przeciwdziałania wzrostowi rezerw przez bank centralny są bardzo ograniczone i nie mogą stanowić optymalnego rozwiązania, w konsekwencji czego w celu przeciwdziałaniu skutkom inflacyjnym wzrostu rezerw wybierana jest polityka zbyt długotrwałej sterylizacji.