

Prof. dr hab. Witold Koziński
Wydział Nauk Ekonomicznych UW

Ekspertyza nr 172
(IP-85G)

OPINIA
W SPRAWIE BILANSU PŁATNICZEGO
I POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 1999 R.

Istotną kwestią dotyczącą zarówno polityki pieniężnej jak i bilansu płatniczego w przyszłych okresach jest polityka kursowa. Jej widoczna zmiana nastąpiła w lutym bieżącego roku, kiedy to Rada Polityki Pieniężnej poszerzyła pasmo wahań kursu rynkowego złotego w stosunku do tzw. koszyka parytetowego (kursu centralnego) znosząc jednocześnie wewnętrzny korytarz interwencyjny NBP. Przy istotnie płytkim rynku walutowym jaki w Polsce obserwujemy, nieznaczne nawet zmiany strumieni pieniężnych powodują stosunkowo duże odchylenia kursu rynkowego od kursu centralnego. Stąd stały napływ walut przy swobodzie rynkowego określania kursu złotego musiał nieuchronnie wywołać aprecjację waluty krajowej (tzw. „umocnienie”). Istotnie, tylko w marcu 1998 roku złoty „umocnił się” /średnio w stosunku do dolara amerykańskiego i marki niemieckiej/ o ok. 5 punktów procentowych. Zmianę taką należy uznać za szokową, co przy symbolicznej obecności NBP na rynku walutowym i dalszej aprecjacji złotego trwającą do lipca 1998 r. włącznie stanowi wysoce prawdopodobną przesłankę do osłabienia eksportu.

Można sądzić, że polska gospodarka jest stosunkowo wrażliwa na zmiany kursowe. Po aprecjacji złotego w 1995 roku /nominalnie zbliżonej do aprecjacji marcowej tego roku, ale rozłożonej na okres od lutego do grudnia/ eksport w roku następnym osłabł. Powstrzymanie dalszej aprecjacji złotego ciągłymi i masywnymi interwencjami NBP przyniosło ten pozytywny rezultat, że polityka kursowa /obok poprawy koniunktury w krajach Unii Europejskiej/ dała widoczne ożywienie eksportu dające się obserwować przez większą część tego roku. Ponieważ polityka kursowa przynosi skutki symetryczne, co oznacza, że gwałtowna aprecjacja osłabia eksport - to skutków tego „umocnienia” można się spodziewać w 8-10 miesięcy licząc od marca bieżącego roku z uwagi na pewną bezwładność w zawieraniu kontraktów eksportowych. Czwarty kwartał 1998 r. powinien zatem charakteryzować się redukcją tempa wzrostu eksportu. Jeśli dodatkowo zważyć, że w roku bieżącym trzykrotnie zredukowano tempo dewaluacji złotego w stosunku do koszyka walut z jednej strony, a z drugiej pojawia się konieczność spłaty zadłużenia w ciągu najbliższych siedmiu lat /raty wraz z odsetkami/ w wysokości obecnych oficjalnych rezerw dewizowych /ok. 28 mld dol. am./ - osłabienie eksportu może się okazać silnym ograniczeniem dla aktywności całej gospodarki. Nietrudno wreszcie zauważyć, że „umocnienie” złotego przebiegało równoległe /zbiegało się w czasie/ z wygaszaniem wewnętrznego popytu krajowego. Oznacza to dodatkowy antybodziec dla ekonomicznego wzrostu, którego eksport jest ważnym składnikiem.

W ciągu całego okresu transformacji złoty polski zarówno w wymiarze nominalnym jak i realnym umacniał się. Rzecz nie w tym, by proces ten za wszelką cenę powstrzymać /z uwagi na jego skutki antyinflacyjne/ lecz w tym, by uczynić go możliwie płynnym i rozsądnie rozłożonym w czasie.

WNIOSKI

1. Prognoza bilansu płatniczego, w szczególności w części dotyczącej rachunku bieżącego, prawdopodobnie bliższa będzie szacunkom rządowym /4,9% PKB/ niż Banku Centralnego /3,8% PKB/. Przyczyny tego stanu rzeczy związane będą nie z naciskami Rządu na Radę Polityki Pieniężnej / jak donosi wyspecjalizowana prasa/, lecz ze skutkami nadwartościowości złotego.

2. Ryzyko kursowe, wiążące się ze znacznymi wahaniami rynkowego kursu złotego /w sierpniu tego roku, po długim okresie aprecjacji, nastąpiła dewaluacja o ok. 8% w stosunku do dolara amerykańskiego i marki niemieckiej/ choć uczy podmioty gospodarcze właściwych zachowań asekuracyjnych, w warunkach słabo jeszcze rozwiniętych rynków instrumentów pochodnych, osłabia aktywność gospodarczą. Zatem spadek opłacalności eksportu wywołany zmianą kursu walutowego może iść w parze z bezpośrednim osłabieniem skłonności do wywozu dóbr za granicę.
3. Spadek tempa wzrostu eksportu przy spowolnieniu tempa wzrostu PKB spowodowanego kryzysem rosyjskim i początkiem dekonjunktury w krajach Unii Europejskiej uprawdopodobnia tezę o wolniejszym tempie wzrostu gospodarczego w 1999 niż w 1998 roku.
4. Niepewne pozostają inne pozycje bilansu płatniczego na rok przyszły, co szczególnie dotyczy handlu nie rejestrowanego. Jeśli będzie on niższy niż się zakłada /600 mld dol./, deficyt obrotów bieżących przewyższy 5% PKB.

* * *

Odejście od celów pośrednich /podaż pieniądza/ na rzecz celu bezpośredniego /inflacja/ spotkała się na ogół z dobrymi recenzjami. Kryje ono jednak w sobie również i zagrożenia.

Jak wiadomo NBP nie miał i nie będzie miał całkowitego wpływu na „produkcję” pieniądza, czego dowodem jest jego kreacja poprzez deficyty budżetowe. Przejście od podaży pieniądza do inflacji jako celu działalności NBP poszerza pole niedostatecznej kontroli Banku nad ruchem cen. Chodzi na przykład o tempo wzrostu płac, które dla inflacji zawsze miały istotne znaczenie, a na które NBP wpływu nie ma. Przy wąskim przedziale celu inflacyjnego /8.0-8.5% w 1999 roku/ może to wyzwolić takie dostosowanie instrumentów NBP, które dla gospodarki staną się dokuczliwe. Jeśli wziąć pod uwagę, że przyjęcie inflacji za cel bezpośredni przez NBP nie zwalnia go z kontroli podaży pieniądza, zmiana dyskutowanych aspektów polityki pieniężnej wydaje się przedwczesna. W warunkach zaniku nierównowag cząstkowych, to jest zmniejszenia ilości pól, na których pojawiają się niepieniężne impulsy inflacyjne, pieniądź zyskuje na znaczeniu a polityka pieniężna w coraz większym stopniu bierze na siebie odpowiedzialność za zmiany cen. Nie wydaje się, by i z tego punktu widzenia zmiana celu aktywności Banku Centralnego była uzasadniona.