

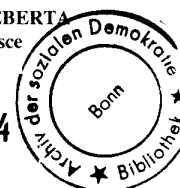
Ewa Rzeszutek

Narodowy Bank Polski

**KURS RYNKOWY ŻŁOTEGO
JAKO ELEMENT TRANSFORMACJI
POLSKIEJ GOSPODARKI¹**

FUNDACJA FRIEDRICH A EBERTA
Przedstawicielstwo w Polsce

C 97 - 00034



¹ Zaprezentowane w pracy opinie są osobistym stanowiskiem autorki wobec omawianych problemów.

FUNDACJA im. FRIEDRICHA EBERTA w POLSCE

Publikacje Fundacji w językach polskim lub angielskim można otrzymać w biurze warszawskim FES:

**Fundacja im. Friedricha Eberta, ul. Podwale 11, 00-252 Warszawa
telefax 6350393, 311303, 317861**

© 1996 by Friedrich Ebert Foundation Warsaw Office

DTP by BEKSIŃSKI Studio, Warszawa
Projekt okładki: Janusz Pilecki
Printed in Poland

ISBN 83-86088-46-X

SPIS TREŚCI

1) Wstęp.....	5
2) Efektywność makroekonomiczna systemu kursów płynnych.....	7
2.1. Kursy płynne a inflacja.....	8
2.2. Kurs płynny a autonomia polityki monetarnej.....	9
3) Polityka kursowa Narodowego Banku Polskiego w warunkach gospodarki rynkowej.....	11
4) Kurs rynkowy złotego - ewolucja systemu.....	14
4.1. Przesłanki ekonomiczne.....	14
4.2. Przesłanki systemowe.....	16
4.3. Międzybankowy rynek dewizowy w Polsce.....	25
1) <i>Rozwój międzybankowego rynku dewizowego</i>	25
2) <i>Wielkość i struktura rynku FOREX</i>	26
3) <i>Funkcjonowanie międzybankowego rynku dewizowego</i>	26
5) Zakończenie.....	29
LITERATURA.....	30
Streszczenie.....	32

1) Wstęp

Wejście Polski w fazę przyspieszonego wzrostu oraz integracji z rynkiem światowym podnosi znaczenie kursu walutowego jako strategicznej ceny w gospodarce. Kurs jest ze swej natury kategorią rynkową, jednakże sfera jego oddziaływania makroekonomicznego sprawia, że jest on parametrem w większym lub mniejszym stopniu regulowanym przez politykę gospodarczą. Zakres tej regulacji, uzależniony jest przede wszystkim od cech strukturalnych danej gospodarki i rodzajów zakłóceń (szoków) dla niej charakterystycznych oraz stopnia jej zintegrowania z otoczeniem zewnętrznym. Decydujące przy tym są priorytety ekonomiczne kraju, a w szczególności wiarygodność jego polityki monetarnej. Czynniki te wyznaczają zatem ramy dla wyboru określonego reżimu kursowego, przy czym, co należy podkreślić, rozwiązania systemowe są tu jakby odpowiedzią na realne procesy w danej gospodarce i jej otoczeniu. Wybór systemu kursowego - optymalny z punktu widzenia warunków danej gospodarki i prowadzonej w niej polityki ekonomicznej narzuca jednakże tej polityce określone ograniczenia i wpływa na jej efektywność.

Praktyka, jak i teoria kursu walutowego wykazały, że najwyższą efektywność wykazują systemy oparte na rynkowym mechanizmie wyznaczania kursu. Jakość tego mechanizmu jest z kolei pozytywnie skorelowana z zakresem wymiennalności danej waluty krajowej. Najwyższą wartość informacyjną dla podmiotów gospodarczych, jak i polityki banku centralnego ma kurs ustalany na jednolitym rynku dewizowym, ściśle zintegrowanym z rynkiem światowym. Wymogi te może zapewnić jednak tylko pełna wymiennalność waluty krajowej. Silne impulsy w tym zakresie stwarza także obecny stopień globalizacji międzynarodowych rynków finansowych, wynikający w dużej mierze z wysokiego poziomu rozwoju jego instrumentów i nowoczesnych technik przekazu informacji. Dla europejskich gospodarek budujących systemy rynkowe, których strategia wzrostu opiera się na szerszym otwieraniu zewnętrznym, oznacza to znaczne skrócenie okresu dochodzenia do pełnej liberalizacji ich obrotów dewizowych z zagranicą, w porównaniu z krajami Europy Zachodniej. Stanowi to szczególne wyzwanie dla polityki monetarnej tych młodych gospodarek rynkowych, a politykę kursu walutowego poddaje konieczności gruntownych zmian systemowych. Najważniejszy jest przy tym cel priorytetowy, a mianowicie długofalowa stabilność monetarna, która zapewni także stabilny, a zatem i wiarygodny kurs, niezależnie od rodzaju mechanizmu kursowego.

Doświadczenia wielu gospodarek rynkowych, w tym przede wszystkim krajów rozwijających się, wskazują jednak na pewne ogólne uwarunkowania dla stosowania określonych rozwiązań systemowych w zakresie polityki kursowej. Generalnie system kursu sztywnego, w którym jest on podstawowym i wyrazistym parametrem polityki monetarnej państwa jest najbardziej zasadny w warunkach silnych zakłóceń na krajowym rynku pieniężnym (jak na przykład w tłumieniu hiperinflacji w pierwszej fazie programów stabilizacyjnych państw rozwijających się). W miarę redukcji inflacji z poziomu "szokowego" do umiarkowanego (tj. do ok. 15-30%) gospodarka odczuwa coraz dotkliwiej koszty stosowania kursu sztywnego. Na tym etapie pojawia się coraz ostrzej konflikt celów stabilizacji wewnętrznej i zewnętrznej. Korzystniejszym jest zatem przejście do bardziej elastycznych form systemu kursowego, przy zachowaniu odpowiedniego zakresu sterowania przez władze monetarne państwa. Wzrasta przy tym waga reform sektora budżetowego i właściwego współdziałania polityki monetarnej i fiskalnej, którym towarzyszy liberalizacja obrotu dewizowego z zagranicą. Etap ten oznacza na ogół przejście do rynkowych form wyznaczania kursu walutowego, przy zachowaniu funkcji regulacyjnej banku centralnego. W związku z tym nabierają znaczenia czynniki związane z infrastrukturą krajowego systemu finansowego, takie jak: kondycja i konkurencyjność krajowego systemu bankowego, głębokość i stopień zintegrowania krajowych rynków finansowych, w tym przede wszystkim krajowego rynku dewizowego. Rozwój tego ostatniego uzależniony jest także od rozszerzenia zakresu wymiwalności waluty narodowej.

Większość krajów w świecie posiada obecnie systemy kursu o większej lub mniejszej zmienności, w których kurs kształtowany jest na rynku dewizowym przy określonym zakresie interwencji władz monetarnych. Systemy skrajne, a mianowicie kurs sztywny oraz kurs w pełni płynny są stosowane rzadko, na ogół w ograniczonym zakresie czasowym w celu realizacji konkretnych celów polityki gospodarczej. Tendencją ostatnich dwudziestu lat jest upowszechnianie się w skali gospodarki światowej elastycznych rozwiązań kursowych. Przeważająca część członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW, ponad 80%) stosuje systemy kursu kierowanego o różnym stopniu i formach tego sterowania, reszta, a więc ok. 26 państw prowadzi tzw. floating niezależny, z dopuszczalną możliwością okresowych interwencji.

2) Efektywność makroekonomiczna systemu kursów płynnych

Usankcjonowanie systemu kursów płynnych przyniosła Druga Poprawka do Statutu MFW; jednocześnie dopuszczono do interwencji na rynku walutowym oraz zatwierdzono w Artykule VI prawo do utrzymywania kontroli przepływu kapitału przez kraje członkowskie Funduszu. Zgodnie z artykułem IV Umowy o utworzeniu MFW wybór zobowiązań w zakresie systemu kursowego pozostaje w gestii władz walutowych krajów członkowskich.

Rozwiązania kursowe przyjęte przez poszczególne państwa nie mają charakteru stałego. Mogą podlegać zmianom w zależności od oceny potrzeb gospodarki danego kraju i całokształtu jego systemu dewizowego. Zmiany te zostają przy tym najczęściej wymuszane przez ogólne procesy ekonomiczne w danej gospodarce i jej otoczeniu.

Odpowiednio długi okres i zakres funkcjonowania w gospodarce światowej systemu kursów płynnych regulowanych upoważnia do podsumowania ich wpływu na podstawowe zjawiska makroekonomiczne. W skali globalnej można stwierdzić, że: - upowszechnienie się po 1973 roku płynnych kursów nie wywarło bezpośredniego wpływu, ani na wolumen, ani też na strukturę handlu międzynarodowego; - nie stwierdzono destabilizującego wpływu kursów zmiennych na wzrost gospodarczy krajów; - generalnie nie zanotowano aby kursy płynne bezpośrednio przyczyniły się do wzrostu stopy inflacji światowej; - wprowadzenie systemu kursów giętkich podniosło wewnętrzną autonomię polityki monetarnej (co nie oznacza że zmniejszyło jej odpowiedzialność), przy zachowaniu na co najmniej tym samym poziomie jej efektywności w porównaniu z systemem kursu stałego.

Wnioski powyższe wskazują, że nie ma uniwersalnej recepty na optymalny system kursowy. Badania empiryczne nie potwierdziły jednoznacznie ujemnych, jak i pozytywnych właściwości kursów płynnych. Dotyczy to w szczególności dwóch problemów: skali ryzyka w działalności podmiotów gospodarczych oraz efektywności w osiągnięciu stabilizacji zewnętrznej.

Ponad dwudziestoletni okres działania systemu kursów płynnych wytworzył odpowiednio efekty dostosowawcze w zachowaniu się podmiotów, a ryzyko i niepewność stały się bodźcem do osiągnięcia wyższej produkcji i zysków. Zwraca się także uwagę na fakt, że w środowisku kursów płynnych mniejsza przewidywalność zachowania się władzy monetarnej, może osłabiać skalę przepływów tzw. "gorącego pieniądza".

Wbrew powszechnej opinii, że wyższa elastyczność kursu może skuteczniej przywracać równowagę w bilansie płatniczym, udowodniono, że właśnie ta cecha kursu płynnego pozbawia go zdolności wpływu na zmiany cen i wolumenu handlu zagranicznego. W środowisku wysokiej zmienności kursu walutowego obniża się wrażliwość strumieni handlu na dane ruchy kursowe.

Dla polityki banku centralnego szczególnie istotne jest oddziaływanie systemu kursów płynnych na inflację oraz autonomię polityki monetarnej.

2.1. Kursy płynne a inflacja

Związek kursu walutowego i inflacji jest dwustronny i trudno ocenić, które oddziaływanie jest silniejsze. Teoria i doświadczenia międzynarodowego systemu walutowego po II wojnie światowej wskazują, że silniejsza jest zależność systemu kursowego od poziomu i dyspersji światowej inflacji niż zależność odwrotna.

W ramach konkretnych rozwiązań systemowych polityki kursowej, pod wpływem bieżących priorytetów polityki gospodarczej, oddziaływania te mogą kształtować się różnie. W sytuacjach ekstremalnych (hiperinflacja) kurs walutowy może być użytecznym parametrem antyinflacyjnym. Jednakże aktywna rola kursu sztywnego w tłumieniu procesów inflacyjnych jest efektywna tylko w ograniczonym okresie; w dłuższym horyzoncie czasowym, a szczególnie w sytuacji gdy inflacja ma silne podłoże strukturalne, narzędzie to staje się zbyt kosztowne i mało skuteczne. W systemach o większej elastyczności kursu walutowego rośnie zatem rola innych instrumentów antyinflacyjnych z zakresu polityki monetarnej, w połączeniu ze środkami polityki fiskalnej. Natomiast kurs płynny może wpływać na inflację raczej pośrednio. Literatura przedmiotu wskazuje na następujące, potencjalne kanały tego oddziaływania:

- mechanizm asymetrycznej reakcji cen i plac krajowych na zmiany kursu, których może być relatywnie więcej w systemie kursu płynnego. Mechanizm ten (tzw. efekt zapadki - ratchet effect) opiera się na założeniu, że ceny i płace mają o wiele silniejsze tendencje do wzrostu niż do spadku, a poziom cen wewnętrznych silniej reaguje na spadek kursu waluty niż na jego wzrost. Efekt ten może występować też w systemie kursu stałego, szczególnie w obliczu nagłych i ostrych dewaluacji;

- kurs płynny może uruchomić tzw. efekt błędnego koła ("vicious circle"); dotyczy to głównie gospodarek o silnych, strukturalnych źródłach inflacji, gdzie system kursu płynnego może doprowadzić do deprecjacji waluty krajowej, co uruchamia tam mechanizmy samowzmacniające się, pogłębiające inflację;

- kraj przyjmujący kurs płynny pozbawia się niejako zewnętrznej "kotwicy" dla wewnętrznej inflacji, jaką spełnia kurs stały, a zatem może to wpłynąć generalnie na osłabienie dyscypliny antyinflacyjnej danej gospodarki;

- wprowadzenie kursów płynnych zwiększyło nie tylko zapotrzebowanie na rezerwy walutowe, ale zintensyfikowało znacznie skalę jednorazowych interwencji centralnych władz monetarnych na krajowym rynku walutowym, co zakłóca przebieg procesów inflacyjnych w gospodarce.

W warunkach gospodarek okresu przejściowego, które charakteryzują: utrzymująca się różnica w poziomie inflacji krajowej i zagranicznej oraz strukturalna nierównowaga bilansu płatniczego, najczęściej stosowane rozwiązania kursowe oparte na formule kursu realnego wytwarzają dodatkowe impulsy inflacyjne. System kursu typu "adjustable peg" (sztywny, ale nieregularnie dostosowywany) silnie wpływa na wzrost nastrojów dewaluacyjnych i inflacyjnych w gospodarce. "Crawling peg" (kurs pełzający) jest w tym zakresie lepszy, ale wadą jego jest swoisty mechanizm indeksacyjny, jaki ten kurs może wytworzyć. W środowisku inflacyjnym, formuła kursu zmienianego regularnie i łatwo przewidywalnego, prowadzi do łatwego wbudowania jego zmian w ruch kosztów i cen. Zbyt sztywne stosowanie systemu "crawling peg" stwarza presję na okresowe dostosowania kursu, co jest czynnikiem pobudzającym oczekiwania inflacyjne.

2.2. Kurs płynny a autonomia polityki monetarnej

Obecny stan globalizacji gospodarki światowej istotnie zawęża zakres swobody działania polityki ekonomicznej w skali krajów. Jednocześnie gospodarki o zrównoważonym wzroście gospodarczym i wysokiej wiarygodności ich polityki makroekonomicznej uzyskują tym samym relatywnie wyższą autonomię wewnętrzną i zewnętrzną. Dotyczy to także polityki monetarnej, a w szczególności kursowej.

Pomiędzy systemem kursowym i polityką gospodarczą państwa istnieje wzajemne oddziaływanie. Wybór systemu kursowego - optymalny z punktu widzenia warunków danej gospodarki i prowadzonej w niej polityki ekonomicznej narzuca jednocześnie tej polityce określone ograniczenia. Teoria systemów kursowych wskazuje tu na pewne ogólne prawidłowości.

Generalnie system kursu stałego (sztywnego) oraz liberalizacja obrotów kapitałowych ograniczają swobodę, a tym samym skuteczność polityki monetarnej. Natomiast każde posunięcie w kierunku uelastycznienia systemu kursowego

zwiększa pole manewru dla wewnętrznej polityki pieniężnej. Podobny skutek mają działania odwrotne w zakresie kontroli przepływu kapitału; im bardziej sztywne ograniczenia tym większa autonomia polityki monetarnej.

Doświadczenia funkcjonowania światowego systemu finansowego po 1973 roku weryfikują w pewnej mierze powyższe tezy.

Jak już wspomniano powyżej, poziom zintegrowania współczesnej gospodarki światowej wymusza na gospodarkach szybsze zmiany dostosowawcze i komplementarność procesu liberalizacji. Coraz trudniejsze staje się w obecnych realiach ekonomicznych utrzymywanie systemów kursu kierowanego przy ograniczonym stopniu wymiennalności waluty krajowej przez gospodarki aktywnie uczestniczące w międzynarodowej współpracy gospodarczej. Liberalizacja mechanizmu kursowego w kierunku większej elastyczności, bez odpowiedniej deregulacji w zakresie obrotów dewizowych nie może zapewnić polityce monetarnej oczekiwanego rozluźnienia pola działania. Z kolei doświadczenia szeregu krajów członkowskich Europejskiego Systemu Walutowego, dowodzą, że po wprowadzeniu swobody przepływu kapitału w tym regionie na początku lat dziewięćdziesiątych niezwykle trudną stała się obrona wspólnego mechanizmu systemu kursu stałego.

Podsumowując, należy stwierdzić, że relatywnie największe pole dla polityki monetarnej daje pełna synchronizacja systemu kursowego z zakresem wymiennalności waluty krajowej. System kursu płynnego nie zwalnia gospodarki od konieczności zachowywania wewnętrznej równowagi monetarnej. Ten priorytetowy cel polityki banku centralnego jest najlepszym wyznacznikiem jego autonomii, gwarantując wiarygodność kursu waluty narodowej w każdym jej systemie.

3) Polityka kursowa Narodowego Banku Polskiego w warunkach gospodarki rynkowej

Transformacja systemowa polskiej gospodarki opierała się na dwóch podstawowych zadaniach: stabilizacji wewnętrznej oraz strategii otwierania zewnętrznego, jako gwaranta reform rynkowych i podstawy wzrostu gospodarczego Polski. Te dwa naczelne cele uwzględniał w swojej polityce Narodowy Bank Polski.

Polityka kursowa Narodowego Banku Polskiego od 1990 roku skierowana jest na realizację dwóch podstawowych celów: zapewnienie płynności płatniczej kraju oraz łagodzenie tendencji inflacyjnych w gospodarce. Okres ostatnich czterech lat wykazał, że łączenie celów stabilizacji wewnętrznej i zewnętrznej wymagało od NBP rozwiązań często kompromisowych, które w dużym stopniu decydowały o ewolucji polityki kursu walutowego, od mechanizmu kursu silnie administrowanego do systemu kierowanego kursu rynkowego.

Pomimo zmieniających się uwarunkowań systemowych i koniunkturalnych, nadal aktualne są trzy główne wyznaczniki dla polityki kursowej polskiego banku centralnego: niezadawalający jeszcze poziom inflacji (ok. 22% w 1995 roku), rozmiary i struktura długu publicznego, w którym zadłużenie zagraniczne wynosi ok. 70% oraz zjawisko substytucji walutowej (depozyty walutowe ludności wynosiły w 1995 roku ok. 8,6 mld dol.); należy jednak tu zaznaczyć, że w wyniku wzrostu wartości polskiej waluty, w 1995 roku - po raz pierwszy od pięciu lat - nastąpił spadek udziału depozytów walutowych w pieniądzu ogółem, zarówno w ujęciu złotowym, jak i walutowym.

W latach 1990/91 - okresie realizacji planu stabilizacyjnego, kurs walutowy stanowił jego centralny element, z uwagi na rolę, jaką odgrywał w osiągnięciu równowagi wewnętrznej. Silna, inicjalna dewaluacja złotego i związanie go sztywnym kursem z dolarem amerykańskim na okres około półtora roku były z jednej strony istotnym bodźcem antyinflacyjnym, a jednocześnie ważnym czynnikiem wzmocnienia zaufania do polskiej waluty. W efekcie udało się w tym okresie obniżyć proporcją udziału depozytów dewizowych w ogólnej podaży pieniądza z ponad 2/3 w 1989 roku do około 1/4 w 1991 roku. Jednocześnie średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z ok. 686% w 1990 roku do 170% w 1991 roku. Fakty te podniosły wiarygodność polityki NBP i tym samym wpłynęły na osłabienie oczekiwań inflacyjnych w kraju. Pozwoliło to także na utrzymanie wprowadzonej w 1990 roku wewnętrznej wymiennalności złotego.

Jednakże polityka kursu sztywnego, przy stosunkowo znacznej i negatywnej dla polskich producentów różnicy pomiędzy inflacją krajową i zewnętrzną wzmocniła napięcia w bilansie handlowym Polski. Wraz z pogarszaniem się konkurencyjności polskich eksporterów wzrastał silnie popyt importowy, głównie jako efekt znacznej liberalizacji polityki celnej państwa. W efekcie osiągnięta w 1990 roku rekordowa nadwyżka bilansu handlowego obniżyła się w 1991 roku o ponad 2 mld dol., a rezerwy oficjalne spadły o 866 mln dol..

Powyższe zjawiska oraz rosnąca liberalizacja systemu gospodarczego skłoniły NBP do zmiany reżimu kursowego w kierunku większej elastyczności, zarówno ogólnych zasad systemu, jak też rozwiązań mikroekonomicznych. Po jednorazowej dewaluacji (o 16,8%) w maju 1991 roku, złoty związany został z koszykiem pięciu walut - podstawowych w strukturze rozliczeń dewizowych Polski z zagranicą (w następujących proporcjach: 45% dolar amerykański, 35% marka niemiecka, 10% funt brytyjski, 5% frank francuski, 5% frank szwajcarski). Krok ten miał na celu ograniczenie niestabilności nominalnego kursu efektywnego waluty polskiej. Od października 1991 roku wprowadzono "crawling peg", a zatem system codziennej (dni robocze) dewaluacji złotego wobec koszyka według przyjętej jednorodnej stawki złotowej deprecjacji, co dawałoby pożądane średnie tempo miesięczne. Przyjęcie formuły dewaluacji pełzającej było wyrazem rozwiązania kompromisowego ze strony NBP, wobec zaostrożenia się konfliktu celów - stabilizacji i obrony pozycji konkurencyjnej gospodarki. Konieczność zmian ujawniła jednocześnie słabe strony sztywnego kursu administrowanego, głównie jego wartości informacyjnej i pasywności wobec realnych zmian w gospodarce.

Wobec powyższego, w 1991 roku istotnie zliberalizowano zasady stosowania kursów w obrotach wzajemnych banków komercyjnych oraz w rozliczeniach z ich klientami, ustalając dopuszczalny przedział ich odchyień od średniego kursu oficjalnego ($\pm 2\%$). Posunięcie to stało się poważnym impulsem dla zwiększenia konkurencyjności między bankami w walce o klienta i rozwoju transakcji na krajowym międzybankowym rynku walutowym.

Pomimo wszystkich mankamentów kursu sztywnego, "crawling peg" miał szereg zalet, a przede wszystkim przejrzystość i wysoki stopień przewidywalności dla podmiotów gospodarczych. Przyczyniało się to do osłabiania oczekiwań dewaluacyjnych w gospodarce i umacniało zaufanie do polityki monetarnej. Jednocześnie jednak ta jawność i regularność systemu kursowego sprawiała, że dewaluacja była wyprzedzająco wkalkulowywana w koszty i ceny, co stanowiło czynnik proinflacyjny. Formuła kursu pełzającego umożliwiała w pewnym zakresie weryfikację opłacalności produkcji dóbr typu "tradeables" i "nontradeables". Kierując się jednak naczelnym celem swojej polityki, jakim jest obniżanie inflacji, NBP nie rekompensował eksporterom całej różnicy pomiędzy inflacją krajową

i zagraniczną, stwarzając jednocześnie pośrednio bodźce dla wzrostu efektywności produkcji krajowej.

Wobec postępu w redukowaniu inflacji krajowej oraz mając na uwadze poprawę wyników bilansu płatniczego, NBP stopniowo obniżał stopę dewaluacji pełzającej z 1,8% w 1991 roku do 1,2% w 1995 roku.

System "crawling peg" przyniósł wreszcie pewne odciążenie dla silnie krępowanej polityki stopy procentowej.

Podsumowując, należy stwierdzić, że podstawowe cele polityki kursowej NBP zostały w ostatnich latach w znacznej mierze zrealizowane. Inflacja obniżyła się z ok. 250% w 1990 roku (licząc grudzień do grudnia) do ok. 22% w 1995 roku, a rezerwy oficjalne brutto wzrosły do poziomu 14.963,0 mln dol. w końcu 1995 roku, co stanowiło pokrycie dla średnio 7 miesięcy importu. Stabilność i jasne zasady systemu kursowego oraz konsekwentna polityka stabilizacyjna banku centralnego wpłynęły istotnie na obniżenia nastrojów dewaluacyjnych w gospodarce. Jednym z przejawów tego jest kształtowanie się kursu rynkowego walut obcych w Polsce, który praktycznie w okresie ostatnich czterech lat podążał za kursem oficjalnym, nie wykazując znaczących odchyień. Ważnym osiągnięciem polityki NBP jest stworzenie warunków systemowych dla rozwoju rynku walutowego w Polsce, w tym w szczególności rynku międzybankowego. Wyrazem tego jest stopniowa liberalizacja rozwiązań kursowych na tym rynku.

4) Kurs rynkowy złotego - ewolucja systemu

4.1. Przesłanki ekonomiczne

Węście gospodarki polskiej na ścieżkę przyspieszonego wzrostu postawiło przed polityką monetarną jakościowo nowe wyzwania. Trudność obecnego etapu polega głównie na tym, że pozytywnym efektem ożywienia koniunktury wewnętrznej i zewnętrznej, towarzyszy "nawis" barier strukturalnych. Najważniejsze z nich to: niezreformowany jeszcze sektor finansów publicznych, ogromny dług zagraniczny (ok. 50% udziału w produkcie krajowym brutto), strukturalna słabość podaży eksportowej, wynikająca głównie z relatywnie dużego udziału branż wysoko wrażliwych na zmiany popytu zewnętrznego oraz na zmiany warunków cenowych w kraju. Ostatni rok uwiłocznł władzom monetarnym również barierę dotychczasowego systemu kursowego. Paradoxem może być fakt, że pozytywny efekt stosowania mechanizmu "crawling peg", w postaci znacznego przyrostu rezerw dewizowych², stał się poważnym obciążeniem dla polityki pieniężnej. Zdecydowały o tym głównie powyższe ograniczenia strukturalne.

Rozwijające się już trzeci rok ożywienie koniunktury krajowej nasiliło impulsy inflacyjne: wzrosły krajowe dochody nominalne, podniósł się popyt na pieniądź wśród podmiotów gospodarczych. Jednocześnie efekty te nie znajdowały dostatecznej akomodacji w źródłach krajowych. Wobec tendencji do obniżania przez banki stóp procentowych depozytów³ pogarszały się warunki do oszczędzania, z drugiej strony szybki wzrost eksportu i towarzyszące mu nasilenie protekcji rynku krajowego ograniczały wolumen podaży dóbr w kraju. Wewnętrzną presję inflacyjną wzmacniał silny popyt zewnętrzny. Produkt krajowy brutto krajów Unii Europejskiej wzrósł w 1994 roku o 2,8% (wobec spadku o 0,4% w 1993 roku), import z tego regionu wzrastał w tempie 4,5%, podczas gdy jeszcze w roku 1993 zmniejszył się o 0,5%. Odpowiadała temu wysoka dynamika produkcji krajowej przy poprawiających się wskaźnikach jej rentowności, co ostatecznie doprowadziło do znacznego napływu dewiz do Polski z tytułu sprzedaży towarów i usług odbiorcom zagranicznym. Tendencję tę na rynku zachodnioeuropejskim, głównie niemieckim,

² Oczywiście na tak wysoki przyrost rezerw systemu bankowego wpłynął silnie popyt zewnętrzny oraz ożywienie koniunktury krajowej.

³ W 1994 roku banki komercyjne prowadziły politykę stóp procentowych polegającą na obniżeniu opłacalności depozytów długoterminowych.

wzmacniał dodatkowo znaczny wzrost kursu marki niemieckiej i walut z nią związanych - w stosunku do dolara na świecie.

W efekcie znacznie zintensyfikował się wzrost należności zagranicznych systemu bankowego i rezerw oficjalnych brutto, co prowadziło do szybkiego powiększania się złotowej płynności w bankach i narastania potencjalnych źródeł inflacji. Neutralizacja tych impulsów wymagała, obok nasilenia bezpośrednich działań interwencyjnych NBP na międzybankowym rynku pieniężnym, obniżenia miesięcznego tempa wzrostu wartości koszyka walutowego. Dokonano tego trzykrotnie, osiągając średni wskaźnik dewaluacji na poziomie 1,2% w 1995 roku⁴. Istotnym jest przy tym, że posunięcia te były także odpowiedzią na sygnały krajowego rynku walutowego, który reagował na istniejącą względną nadpodaż dewiz poprzez realną aprecjację złotego. Średni kantorowy kurs dolara amerykańskiego był prawie w całym okresie 1994 roku niższy od oficjalnego o ok. 1,3%; podobnie na międzybankowym rynku walutowym banki kwotowały swoje kursy blisko oferowanego przez NBP kursu zakupu, w efekcie czego średnie kursy zamknięcia rynku międzybankowego oscylowały na ogół lekko poniżej kursów zamknięcia banku centralnego, kwotowanych dla banków dewizowych. Powyższe tendencje rynkowe wyraźnie wzmocniły się w roku 1995, nasilając presję na wzrost wartości polskiej waluty i szybkie powiększanie się rezerw dewizowych władzy monetarnej (tylko w ciągu I kwartału 1995 roku rezerwy oficjalne brutto wzrosły o ok. 1,5 mld dol., czyli o sumę jaką przewidywały założenia polityki pieniężnej na cały rok 1995). Dodatkowym czynnikiem, zwiększającym skup walut przez NBP była tendencja do skracania pozycji dewizowych przez banki polskie, spowodowana rosnącą rentownością aktywów złotych. Podobna polityka ze strony podmiotów niefinansowych była także odzwierciedleniem rosnącego zaufania do polskiej waluty.

W odpowiedzi na powyższe zjawiska, w sytuacji gdy obniżanie tempa pełzającej dewaluacji złotego nie dawało pożądanych rezultatów, a rynek walutowy emitował coraz mocniejsze sygnały rosnącej nierównowagi, NBP uszytnił przejsiowo swoją politykę kursową wobec banków, poszerzając marżę swojego kwotowania do 4%, przechodząc z kwotowań ruchomych na sztywne. Wobec długotrwałego utrzymywania się kursu rynku międzybankowego wokół dolnej granicy kwotowań NBP, decyzja powyższa oznaczała pośrednie zaprecjonowanie złotego. Pewnym potwierdzeniem tego może być fakt, iż po wprowadzeniu w życie tych regulacji (od 6 marca 1995 roku), kurs polskiego FOREX-u kontynuował trend bliskiej zbieżności z obniżonym do maksymalnie dopuszczalnej granicy

⁴ Należy tu podkreślić, że obniżenie miesięcznego tempa wzrostu złotowej wartości koszyka walutowego nastąpiło w okresie utrzymującej się praktycznie od początku 1994 roku wysokiej dynamiki polskiego eksportu.

kursem zakupu banku centralnego. Posunięcie powyższe stanowiło jednocześnie jakby wstęp do dalszych decyzji systemowych, wprowadzających częściowe upłynnienie waluty polskiej.

4.2. Przesłanki systemowe

Rok 1995 był przełomowy dla procesu liberalizacji polityki kursowej NBP, a także całego systemu dewizowego Polski. Towarzyszyły temu podobne procesy w pozostałych obszarach stosunków gospodarczych Polski z zagranicą.

Wejście w życie pakietu nowych regulacji dewizowych pozwoliło Polsce na akceptację i przyjęcie zobowiązań z tytułu wymienności złotego zgodnie z kryteriami zawartymi w art. VIII Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Od roku 1995 Polska, już jako członek Światowej Organizacji Handlu intensyfikuje proces liberalizacji wymiany handlowej. Zmiany te stworzyły zatem dla NBP korzystne warunki dla reformy systemu kursowego, stanowiąc tu jednocześnie silne wyzwanie.

Nowe rozwiązania w zakresie polityki kursowej, choć częściowo wymuszone przez zaostrzenie się zjawisk makroekonomicznych, były jednak efektem konsekwentnej liberalizacji krajowego rynku walutowego od początku procesu reform ustrojowych. Szczególnie znaczenie ma tu rozwój międzybankowego rynku dewizowego (FOREX), z uwagi na jego rolę, jako optymalnego miejsca kształtowania się kursu walutowego⁴.

W dłuższym okresie na kursy walutowe główny wpływ ma rynek transakcji z klientami, który odzwierciedla popyt i podaż dewiz, kształtowane przez strumienie handlu międzynarodowego i przepływy finansowe. Jednakże w codziennej praktyce, kursy dewizowe są od strony techniczno-organizacyjnej wyznaczane na rynku międzybankowym. Kursy tego rynku są w danym momencie punktem odniesienia dla kursów stosowanych w operacjach z klientami. FOREX jest najbardziej wiarygodnym miernikiem efektywności operacji walutowych, gdyż tylko rynek posiada w danym momencie rzeczywisty kurs wymiany o najwyższej marży. Rewalucja pozycji walutowych banku w okresach sprawozdawczych w oparciu o bieżące kursy rynkowe określa rzeczywisty poziom zrealizowanych zysków

⁴ Rynkiem dewizowym, na którym może być ustalany kurs walutowy, jest także rynek aukcyjny. W porównaniu do rynku międzybankowego ma on jednak więcej cech ujemnych; w szczególności: sesje ustalania kursu aukcyjnego odbywają się stosunkowo rzadko, a zatem występuje opóźnienie w reakcji na zmiany sytuacji gospodarczej, dostęp mniejszych podmiotów jest tu generalnie trudniejszy. Czynniki powyższe sprawiają zatem, że jakość kursu giełdowego jest niższa od kursu bankowego.

i poniesionych strat przez bank. Z uwagi na fakt, że uczestnicy FOREX-u dysponują pełnym i jednoczesnym dostępem do informacji i taką możliwością reakcji (dzięki współczesnym środkom telekomunikacji), to kursy tego rynku mają najwyższą wartość informacyjną.

Aby rynek był optymalnym źródłem informacji dla władzy monetarnej, musi być przede wszystkim jednolity. W sprawnie funkcjonującym rynku dewizowym istnieją ściśle wzajemne powiązania pomiędzy wszystkimi jego segmentami. Warunkiem podstawowym jest oczywiście kondycja samego systemu bankowego danego kraju i stopień jego zintegrowania z rynkiem światowym.

Proces dochodzenia polskiego systemu kursowego do zmian rynkowych opierał się na stopniowych, lecz konsekwentnych reformach. Wejście w życie w 1995 roku nowego reżimu kursowego, opartego w dużej mierze na mechanizmie rynkowego kształtowania kursu, jest najlepszym sprawdzianem kondycji polskiego rynku dewizowego.

W związku z powyższym zasadnym będzie przedstawienie dotychczasowego systemu kształtowania się kursów na polskim rynku dewizowym⁵.

W ostatnich latach średni kurs złotego w stosunku do walut obcych, wyznaczany codziennie przez Narodowy Bank Polski stosowany był bezpośrednio w coraz węższym zakresie, ostatnio - głównie dla celów rozrachunkowo-księgowych. Służył on natomiast jako punkt odniesienia dla kursów systemu bankowego (rynku międzybankowego i klientowskiego) oraz kursów kantorowych.

Od 1992 roku banki mogły ustalać swoje kursy⁷ w czteroprocentowym przedziale, a zatem kursy stosowane wobec klientów, jak i na rynku międzybankowym (FOREX) kształtowały się zachowaniem $\pm 2\%$ marży odchyleni od średniego kursu oficjalnego.

W rzeczywistości, z uwagi na rosnącą konkurencję na rynku międzybankowym, co uwidaczniało się również w stosunku banków do podmiotów prowadzących wymianę handlową z zagranicą, kursy bankowego rynku dewizowego uzyskiwały niższą marżę aniżeli $\pm 2\%$. Była ona najwyższa na rynku FOREX, zaś na tzw. rynku klientowskim uzależniona była przede wszystkim: od rodzaju i standingu banku, wysokości transakcji walutowej oraz znaczenia danego klienta dla banku. Większe banki pośredniczące w obsłudze handlu zagranicznego opracowywały swoje tablice kursowe z granicznymi kursami kupna i sprzedaży dla klientów,

⁶ Jakkolwiek opis dotychczasowego systemu zawiera sformułowania w czasie przeszłym, to duża część zjawisk nadal zachowuje swoją aktualność w nowym mechanizmie kursu rynkowego kierowanego.

⁷ Na mocy zarządzenia Prezesa NBP z dnia 18 grudnia 1991 roku; dotyczyło to kursów spot.

bardziej korzystnymi w stosunku do oficjalnych kursów kupna i sprzedaży. Negocjacje z klientami oraz bieżące zmiany na światowych rynkach dewizowych prowadziły do różnicowania kursów w zależności od pory dnia oraz wagi danej transakcji dla banku dewizowego. Dla klientów najbardziej konkurencyjnych stosowany był tzw. kurs dealerski, o relatywnie najniższej marży. I tak przykładowo, spośród trzech banków publikujących w prasie swoje tabele kursowe dla klientów (PKO-BP, Bank Handlowy, Pomorski Bank Kredytowy; dane z dnia 3.01.1994 r.) najniższą marżę pomiędzy kursami kupna i sprzedaży miał Bank Handlowy: dla dolara wynosiła ona 182 zł. (stare), dla marki niemieckiej 105 zł., wobec 428 zł. dla dolara i 246 zł. dla marki w PKO-BP (marża NBP wynosiła: dolar - 856 zł., marka - 494 zł.). W powyższych bankach średnie odchylenia kursów kupna i sprzedaży dla rynku klientowskiego od kursów NBP kształtowały się następująco:

	Kurs kupna	Kurs sprzedaży
Pomorski Bank Kredytowy	1,5%	1,4%
PKO-BP	1,0%	1,0%
Bank Handlowy	1,5%	1,6%

Kursy stosowane we wzajemnych transakcjach banków charakteryzowała największa marża z uwagi na hurtowy charakter rynku międzybankowego.

Transakcje banków dewizowych z Narodowym Bankiem Polskim rozliczane były według kursu NBP dla rynku międzybankowego. W okresie: rok 1990- październik 1992 w transakcjach tych stosowany był średni kurs NBP, z marżą między kursem kupna i sprzedaży w wysokości $\pm 0,5\%$, ustalany dnia poprzedniego i stały przez cały dzień operacyjny. Od 1992 roku NBP stopniowo uelastyczniał swoją politykę kursową wobec banków, rozszerzając kwotowania na szerszą grupę walut i zwiększając liczbę zmian kursu w ciągu dnia. Na mocy Zarządzenia nr 6 Preseza NBP z dnia 14.04.1993 roku, Narodowy Bank Polski prowadził (do dnia 6.03.1995 roku) ruchome kwotowania (w ramach marży $\pm 0,5\%$) pięciu walut koszyka, zmieniane elastycznie odpowiednio do ruchów światowego rynku walutowego. Było to celowe działanie NBP przeciwdziałające arbitrażowi banków dewizowych w transakcjach z bankiem centralnym. Należy tu jednak zaznaczyć, że te częste reakcje kursu NBP dla rynku międzybankowego odbywały się w ramach dopuszczalnego przedziału (4%) odchyleni od kursu centralnego, który ustalany był w dniu poprzednim.

Z uwagi na fakt, iż bank centralny uczestniczył w rynku FOREX na zasadach niekomercyjnych, jego marża kwotowań była najszerza, a zatem najmniej konkurencyjna. Banki we wzajemnych transakcjach stosowały niższe spready.

W zależności od aktywności rynku w danym momencie marża ich kwotowań podlegała wahaniom; w sytuacji gdy rynek był zrównoważony (płynny) - przeważała tendencja do zawężania spreadów, gdy następowały gwałtowne zmiany lub utrzymywał się stan oczekiwania na silniejsze ruchy, banki dla zabezpieczenia się powiększały marże swoich kwotowań.

Kurs rynku FOREX fluktuował zatem w paśmie 4-procentowym, ale w ramach węższej $\pm 0,5\%$ marży kwotowań Narodowego Banku Polskiego. Przesuwanie się tego kursu w obrębie widełek NBP wskazywało na zmiany w popycie i podaży na krajowym międzybankowym rynku dewizowym. Ruch w kierunku kursu kupna NBP oznaczał tendencję do obniżania się kursu FOREX i sytuację przewagi ofert sprzedaży nad ofertami kupna; w sytuacji odwrotnej kurs FOREX oddalał się od bidu NBP w stronę przeciwną, informując o przewadze ofert zakupu. To "przywiązanie" kursu rynku międzybankowego do kursu NBP wynikało przede wszystkim z ogólnego mechanizmu kursowego oraz roli banku centralnego w tym rynku.

Na podstawie regulacji dewizowych, Narodowy Bank Polski był zobligowany do ciągłego kwotowania i przeprowadzania transakcji z bankami dewizowymi. Występował zatem jakby w podwójnej roli: tzw "pożyczkodawcy ostatniej szansy" ("lender of last resort") oraz swoistego "market makera", a zatem takiego uczestnika rynku który zawsze podaje kwotowania i według nich jest gotowy realizować transakcje. W sytuacji nierównowagi na polskim rynku FOREX, ta rola banku centralnego była nadużywana, a kwotowania NBP stanowiły oś dla kursu międzybankowego⁵.

Aktywne uczestnictwo NBP w rynku ograniczało się jedynie do reagowania na zmiany sytuacji na światowym rynku walutowym, nie obejmowało ono jednak czynników krajowych, a więc wpływu na relacje popytu i podaży dewiz na polskim rynku międzybankowym. Wynikało to generalnie z roli banku centralnego, jaką nadawał mu cały system kursowy, w którym NBP biernie akomodował zmiany w bilansie płatniczym państwa.

Drugim segmentem rynku dewizowego w Polsce był rynek kantorowy. Fakt niedopuszczania kantorów do zasilania się w waluty w systemie bankowym, decydował o braku integracji pomiędzy rynkiem kantorowym i międzybankowym.

Kurs kantorowy był kursem rynkowym, nie obowiązywał tu praktycznie oficjalnie podany margines dopuszczalnych wahań. Jako kurs rynku równoległego w stosunku do urzędowego, stanowił on czuły wskaźnik zmian rynkowych, a także do pewnego stopnia weryfikator polityki pieniężnej banku centralnego. Zmiany kursu kantorowego ogniskowały takie zjawiska, jak: bieżąca sytuacja na światowych

⁵ Wychodzenie z kwotowaniami poza widełki NBP było dla banków dewizowych nieopłacalne, gdyż stwarzało arbitraż pomiędzy kursem FOREXU a kwotowaniem NBP.

rynkach walutowych, polityka stopy procentowej NBP i inne regulacje wpływające na opłacalność depozytów złotych i walutowych oraz szerokie spektrum zjawisk określanych jako tzw. nastroj rynku. Szczególnie istotne są tu: oczekiwania inflacyjne, czynniki sezonowe oraz reakcje społeczne na tzw. szoki zewnętrzne i wewnętrzne.

Obserwacja kształtowania się kursu wolnorynkowego (kantorowego) i kursu oficjalnego NBP w okresie 1990-1994, wskazuje na bliską zbieżność tych kursów. Podczas gdy w latach 1990-1992 średni kurs kantorowy był lekko wyższy od średniego kursu NBP o odpowiednio: 0,74%, 1,35% i 0,11%, to w latach 1993 i 1994 tendencja ta się odwróciła, co najwyraźniej wystąpiło w 1994 roku, w którym kurs kantorowy był niższy od oficjalnego średnio o ok. 1,3%.

W ramach nowych regulacji dewizowych, od końca marca 1995 roku, ujednotniono rynek kantorowy i bankowy, przekształcając kantory bankowe w kasy bankowe, zaś pozostałym umożliwiono dostęp do walut wymienialnych systemu bankowego. Jest to istotny krok w kierunku rozwoju zintegrowanego rynku dewizowego w Polsce.

Powyższe zmiany, zarówno w uwarunkowaniach makroekonomicznych, jak i w zakresie sytuacji na polskim rynku dewizowym, były przesłankami wprowadzenia uelastycznionego mechanizmu kursowego w Polsce od dnia 16 maja 1995 roku. Nowe zasady obecnego reżimu kursowego - tzw. "crawling band" - są następujące:

- urynkwowanie kursu walutowego - kurs stosowany przez banki w obrocie wzajemnym oraz wobec klientów może kształtować się swobodnie, jako efekt gry rynkowej na międzybankowym rynku dewizowym;
- transakcje banków z NBP rozliczane są według kursu ustalonego w czasie "fixingu" lub dla transakcji interwencyjnych według kursu kwotowanego przez banki;
- kurs centralny NBP spełnia w nowym systemie rolę referencyjną dla wyznaczenia dopuszczalnego przedziału odchylenia kursów rynkowych, który ustalony został i obowiązuje aktualnie w granicach $\pm 7\%$; kurs parytetowy złotego wobec koszyka walut podlega dewaluacji pelzającej - od lutego 1995 roku do stycznia 1996 roku w tempie średniomiesięcznym ok. 1,2%, od stycznia 1996 roku do chwili obecnej ok. 1%;
- rolę oficjalnego kursu średniego, stosowanego przez banki i inne podmioty gospodarcze do celów rozrachunkowych spełnia obecnie kurs "fixingowy";
- NBP może wpływać na kursy walut obcych pośrednio poprzez interwencje na rynku dewizowym, gwarantując jednocześnie utrzymywanie się kursu w ramach przyjętego przedziału odchylenia.

Najważniejsze konsekwencje powyższych zmian to:

- wyższa wartość informacyjna kursu oficjalnego, który uwzględnia obecnie aktualne tendencje rynku światowego i krajowego oraz

- rozszerzenie zdolności reagowania polityki kursowej na zmiany uwarunkowań, co daje jej potencjalnie wyższą efektywność realizowania jej podstawowych celów. Bank centralny ma w tym zakresie obecnie do dyspozycji więcej możliwości, a mianowicie - regulowanie tempa dewaluacji kursu parytetowego, szerokości przedziału wahań kursu rynkowego złotego oraz zmiana poziomu kursu parytetowego. Stanowi to jednocześnie istotne odciążenie dla polityki stopy procentowej banku centralnego.

Integracja polskiego rynku finansowego ze światowym, jak też rozszerzający się zakres wymienialności złotego, sprawiają, że zwiększa się wzajemne oddziaływanie polityki kursowej i polityki stopy procentowej. Decyzje tych polityk muszą być skorelowane i odpowiadać na zjawiska inflacyjne w kraju, w przeciwnym wypadku w wyniku zbytniego odchylenia się parytetu pomiędzy stopami procentowymi rynku krajowego i zewnętrznego, wytwarza się korzystna sytuacja dla napływu (względnie odpływu) do polskiego systemu bankowego kapitału zagranicznego o charakterze krótkoterminowym.

Należy stwierdzić, że decyzje z zakresu polityki kursowej w 1995 roku były świadectwem większej elastyczności działania banku centralnego w obliczu zmieniających się uwarunkowań, tak wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Jednocześnie uwzględniały one efekty polityki kursowej dla sytuacji eksportu krajowego, jak i tendencji inflacyjnych. Ze względu na naturalne dla procesów gospodarczych opóźnienia we wzajemnym oddziaływaniu zjawisk makroekonomicznych oraz fakt, że w 1995 roku obowiązywały reguły dwóch systemów kursowych, ocena skutków uelastycznienia polityki kursowej w 1995 roku nie może jeszcze oddać pełnego obrazu.

Bezpośrednim efektem uelastycznienia systemu kursowego była aprecjacja nominalnego kursu złotego wobec walut wchodzących w skład koszyka średnio o ok. 2,9%, biorąc pod uwagę nominalny efektywny kurs złotego w czerwcu w stosunku do kwietnia 1995 roku, a zatem miesięcy, w których działały w pełni reguły starego i nowego mechanizmu kursowego. Wzrost nominalnego kursu złotego wobec dwóch najważniejszych walut w rozliczeniach dewizowych Polski: dolara amerykańskiego i marki niemieckiej wyniósł w tym okresie odpowiednio: ok. 2,1% oraz 3,3%. Aprecjacja polskiej waluty pozwoliła na wyraźne osłabienie bardzo silnych oczekiwań aprecjacyjnych na polskim rynku dewizowym, czego efektem było pewne obniżenie tempa przyrostu rezerw dewizowych w pierwszym okresie działania uelastycznionego systemu kursowego. Należności zagraniczne netto w kwietniu wzrosły o 1.456 mln USD, w maju o 772 mln USD, a w czerwcu o 605 mln USD. Zmniejszył się także przyrost rezerw oficjalnych brutto, co osłabiło kreację pieniądza

rezerwowego banku centralnego z tytułu napływu dewiz - wyniósł on odpowiednio 1.494 mln USD, 968 mln USD i 692 mln USD.

Jednakże efekty te, z uwagi na to, że były reakcją na jedynie przejściowe uspokojenie bardzo wysokich oczekiwań aprecjacyjnych, nie mogły być trwałe. Ponadto, wpływ kursu walutowego na główne źródło napływu walut do kraju w 1995 roku, jakim była nadwyżka skupu nad sprzedażą walut, jest niewielki. Druga połowa roku 1995 wykazała nadal wysokie tempo przyrostu rezerw dewizowych w polskim systemie bankowym; przy nieuwzględnieniu spłaty przez NBP w lipcu 1995 roku kredytów MFW, średni przyrost rezerw oficjalnych brutto wynosił miesięcznie w okresie lipiec-grudzień ok. 873 mln USD, wobec ok. 838 mln USD w pierwszej połowie 1995 roku.

Główne czynniki utrzymującej się niezmiennie wysokiej dynamiki wzrostu napływu dewiz do kraju pozostawały te same, a zatem niesłabnący wzrost skupu walut obcych w ramach wymiany przygranicznej oraz innych transakcji gotówkowych, wysokie tempo wzrostu eksportu oficjalnego, a ponadto wyraźna intensyfikacja w drugim półroczu 1995 roku napływu inwestycji bezpośrednich, przy średnio tym samym, choć nierównym tempie wzrostu napływu inwestycji portfelowych. W wyniku zatem trwającej nadal nierównowagi krajowego rynku dewizowego, NBP nasilał działania interwencyjne w celu utrzymania kursu rynkowego złotego w ramach dopuszczalnego przedziału odchyień, od kursu parytetowego, co dodatkowo wzmagало presję na wzrost rezerw oficjalnych. Przejawem silnej presji rynku na aprecjację złotego był wzrost średniomiesięcznego odchylenia kursu oficjalnego złotego do walut koszyka wobec kursu parytetowego z ok. 3% w pierwszym tygodniu wprowadzenia nowego mechanizmu kursowego do ok. 6% od 8 września 1995 roku, gdy NBP podjął decyzję o obniżeniu o 1 punkt procentowy dotychczas bronionej 5-procentowej granicy odchylenia rynkowego kursu złotego wobec parytetu. Decyzja ta była spowodowana także koniecznością neutralizacji zwiększonego napływu dewiz, z tytułu zakupów papierów skarbowych przez cudzoziemców w wyniku publicznych informacji o możliwej dalszej, znacznej aprecjacji złotego.

Oczekiwanie aprecjacyjne wzmagал ponadto fakt utrzymywania się kursu rynkowego walut obcych w pobliżu dolnej granicy dopuszczalnych odchyień⁴.

Uwzględniając powyższe uwarunkowania, NBP podjął w porozumieniu z ministrem finansów i współpracy gospodarczej z zagranicą, z dniem 22 grudnia

⁴ Marginalne położenie kursu w ramach korytarza odchyień jest istotną informacją dla podmiotów, zarówno krajowych, jak i zagranicznych o nierównowadze rynku dewizowego i dalszych zmianach kursu (aprecjacji względnie dewaluacji). W większości krajów stosujących systemy kursowe, zbliżone do obecnego systemu polskiego, władze monetarne nie dopuszczają poprzez system interwencji, względnie zmianę kursu parytetowego, do osiągnięcia przez kursy rynkowe pozycji ekstremalnych w ramach dopuszczalnego przedziału odchyień.

1995 roku decyzję o podwyższeniu centralnego kursu złotego wobec koszyka walutowego o 6%; średnie odchylenie kursu rynkowego złotego od nowego parytetu ukształtowało się na poziomie ok. 2,5%.

Niewątpliwie korzystnym efektem polityki kursowej, widocznym w drugiej połowie 1995 roku, jest osłabienie tendencji inflacyjnych na rynku krajowym. Rozwój procesów inflacyjnych w 1995 roku wskazuje, że średnie miesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w drugiej połowie roku wynosiło ok. 1,2% wobec 2,2% w pierwszym półroczu i 1,7% w całym roku. Choć w części jest to zasługa lepszych zbiorów i tym samym mniejszej presji cen żywnościowych, jednak istotne są tu także efekty aprecjacji polskiej waluty.

Antyinflacyjne oddziaływanie polityki kursowej w tym zakresie było wielopłaszczyznowe, głównie poprzez wpływ aprecjacji złotego na:

- redukcjonowanie oczekiwań aprecjacyjnych, co stanowiło w 1995 roku praktycznie jedyny względnie skuteczny sposób osłabiania wzrostu rezerw dewizowych i związanych z tym impulsów inflacyjnych;

- osłabienie zachowań indeksacyjnych podmiotów gospodarczych z tytułu dewaluacji pieniądza, czemu dodatkowo sprzyjał fakt generalnie mniejszej przewidywalności kursu walutowego;

- wzrost importu i związane z tym efekty podażowe na rynku krajowym; według danych płatniczych import wzrósł w 1995 roku o prawie 39% w stosunku do 1994 roku (wskaźnik ten dla 1994 roku kształtował się na poziomie 12%);

- efekty kosztowe w gospodarce, generalnie w wyniku potaniaenia importu i dalszych tego konsekwencji dla cen dóbr konsumpcyjnych i produkcyjnych na rynku krajowym. Jak wskazują dostępne informacje o kształtowaniu się cen importowych za okres od stycznia do września 1995 roku widoczna jest słabnąca dynamika ich wzrostu; w okresie tym wzrosły one średnio o 15% w stosunku do analogicznego okresu roku 1994, w roku 1994 dynamika ta była wyższa i wynosiła ok. 25%, jednocześnie jeszcze w czerwcu 1995 roku wskaźnik ten wynosił ok. 25%.

Niezwykle istotnym elementem oceny efektów zmian w polityce kursowej NBP jest fakt, że uelastycznienie polskiego systemu kursowego w 1995 roku zbliża go do rozwiązań stosowanych w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, co jest elementem zobowiązań Polski z tytułu przyszłego członkostwa w Unii Europejskiej.

Cele polityki kursowej NBP były w 1995 roku generalnie spójne z wytycznymi Układu z Maastricht odnośnie kursu walutowego, jak również inflacji i stopy procentowej. Ocena roku 1995 pozwala stwierdzić, że polityka kursowa sprzyjała osłabieniu tendencji inflacyjnych, co pozwoliło na obniżenie stóp procentowych przez bank centralny. Wprowadzenie nowego mechanizmu

kursowego, rozszerzającego elementy rynkowe w kształtowaniu kursu, pozwoliło na urealnienie kursu złotego wobec walut obcych. Wprowadzenie częściowo upłynnionego kursu złotego stanowiło także ważny element liberalizacji polskiego rynku dewizowego oraz konieczne uzupełnienie procesu liberalizacji obrotów kapitałowych bilansu płatniczego. Wycofanie się NBP z aktywnego uczestnictwa w krajowym rynku walutowym w warunkach uelastycznionego systemu kursowego pozwoliło na dalszy jego rozwój. Jednocześnie bank centralny wykorzystując swoje możliwości wpływania na rynek poprzez system interwencji utrzymywał kurs złotego w ramach przyjętego dopuszczalnego przedziału odchyień. Pozwalało to na zachowanie niezbędnej z punktu widzenia kryteriów Maastricht stabilności kursu walutowego.

Liberalizacja regulacji dotyczących polityki kursowej, uzupełniana liberalizacją prawa dewizowego w zakresie włączenia kantorów i podmiotów gospodarczych do rynku dewizowego, pozwalają na spełnianie wymogu jednolitego kursu walutowego przy wszelkiego typu transakcjach o charakterze wewnętrznym lub międzynarodowym, jakie nakłada na nas Art.VIII Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Jednocześnie jest to istotne dla wartości informacyjnej rynkowego kursu złotego.

W efekcie stosowanej w 1995 roku polityki kursowej nominalny efektywny kurs złotego obniżył się o ok. 8,5% w okresie grudzień 1995 roku do grudnia 1994 roku, natomiast realny kurs efektywny złotego, uwzględniający przyrost cen produkcji w przemyśle przetwórczym wzrósł o ok. 6,6% w tym okresie. Realnej aprecjacji złotego towarzyszył szybki wzrost rezerw dewizowych; przyrost rezerw oficjalnych brutto w 1995 roku wyniósł 8934 mln dolarów, osiągając w końcu grudnia 1995 roku 14963 mln dolarów, co stanowi pokrycie dla ok. 7 miesięcy importu. Kontynuacja tak korzystnych tendencji kształtowania się rezerw dewizowych banku centralnego stanowi dobrą podstawę rozszerzonej wymiennalności złotego oraz stabilności kursu walutowego w 1996 roku.

Jak wskazano w powyższej części opracowania wartość informacyjna i wiarygodność kursu rynkowego zależą w dużej mierze od jakości rynku dewizowego w danej gospodarce. Jednym z najważniejszych czynników instytucjonalnych rynkowego kursu złotego jest rozwój i funkcjonowanie międzybankowego rynku dewizowego.

Wycofanie się NBP z aktywnego uczestnictwa w krajowym rynku walutowym w nowym mechanizmie kursowym, spowodowało jego dalszy rozwój. Dla zobrazowania tych zmian zasadne jest przedstawienie ogólnych form organizacyjnych i dotychczasowego funkcjonowania tego rynku.

4. 3. Międzybankowy rynek dewizowy w Polsce

1) *Rozwój międzybankowego rynku dewizowego*

Międzybankowy rynek dewizowy był w ostatnich latach najszybciej rozwijającym się segmentem rynku dewizowego w Polsce. Podstawy ekonomiczne i formalno-prawne dla powstania tego rynku dały reformy systemu bankowego i dewizowego.

W okresie 1990 - 1991 polski rynek dewizowy tworzył praktycznie rynek kantorowy, okres 1992 - 1994 przyniósł natomiast szybki rozwój ilościowy i jakościowy międzybankowego rynku dewizowego. Składały się na to następujące zjawiska: wzrost ilości banków dewizowych, zwiększający się wolumen transakcji dewizowych na rynku przy udziale coraz szerszej grupy banków, przedmiotowe rozszerzanie aktywności dewizowej banków. Istotne znaczenie miały tu przede wszystkim: ewolucja wzajemnych stosunków między Narodowym Bankiem Polskim a bankami komercyjnymi na rynku dewizowym i pieniężnym.

Rozwój międzybankowego rynku dewizowego postępował wraz z liberalizacją prawną stosunków NBP-banki dewizowe w zakresie przede wszystkim wzajemnych rozliczeń walutowych. Od sytuacji wyjściowej w 1990 r.- gdy banki były praktycznie jedynie pośrednikami w rozliczaniu obrotu dewizowego z NBP, który był stroną w umowach cywilno-prawnych z bankami komercyjnymi, system ewoluował do stanu obecnego, w którym banki dewizowe mają swobodę w prowadzeniu swojej polityki walutowej, a bank centralny występuje w roli dewizowego "lender of last resort".

Od 1992 roku uległy liberalizacji również rozliczenia transakcji walutowych na krajowym rynku FOREX. W latach 1990-91 płatności musiały odbywać się przez specjalne rachunki walutowe banków w NBP, od 1992 roku transakcje z udziałem złotego rozliczane są przez rachunki nostro banków krajowych w zagranicznych bankach korespondentach.

Rozwój i funkcjonowanie międzybankowego rynku dewizowego należy rozpatrywać również w kontekście wzajemnych związków z międzybankowym rynkiem pieniężnym. Czynniki wpływające na płynność rynku złotowego oddziałują pośrednio na poziom obrotów i kwotowania rynku dewizowego.

2) Wielkość i struktura rynku FOREX

Wzrost wolumenu rynku następował wraz z rozszerzaniem jego struktury podmiotowej i przedmiotowej. Obecnie ok. 60 banków komercyjnych upoważnionych jest do dokonywania czynności obrotu dewizowego.

Istotnym bodźcem w kierunku rozwoju rynku FOREX było objęcie całej tej grupy banków zarządzeniami Prezesa NBP nr 4 i 6 z 1993 r.¹⁰.

Ważnym wskaźnikiem rozwoju międzybankowego rynku dewizowego jest średni wolumen dziennych transakcji. Powołując się na informacje prasowe i konsultacje osobiste z dealerami niektórych banków dewizowych (Bank Handlowy, BRE, PKO-BP, PBR) można przyjąć szacunkowo, iż średni dzienny obrót rynku FOREX waha się w granicach 100-500 mln dol.. Występują dni, w których obrót sięga nawet 800 mln dol..

Ogólna ocena udziału poszczególnych banków w obrotach rynku dewizowego jest możliwa jedynie na podstawie informacji dealerskich. Wynika z nich, iż średni dzienny obrót w największych bankach (Bank Handlowy, PKO-SA) wahał się w granicach ok. 100 mln dol., a banki aktywne na rynku FOREX (m. in. PBK, Bank Zachodni, Bank Gdański) osiągały średni obrót dzienny poniżej 100 mln dol..

Jeżeli chodzi o strukturę walutową rynku FOREX, to przeważają na nim kwotowania waluta/złoty (dolar-ok.70%, marka-ok.30%); kwotowania waluta/waluta dokonywane są w przeważającej masie w odniesieniu do głównych walut koszyka. Wielkość standardowej transakcji dealerskiej (waluta/złoty) kształtuje się w granicach 1-5 mln dol.. Według informacji uzyskanych w bankach, już kwota 10 mln w transakcji waluta/złoty może wpłynąć na zmianę kursu na rynku FOREX.

3) Funkcjonowanie międzybankowego rynku dewizowego

Aktywność poszczególnych banków na rynku dewizowym uzależniona jest generalnie od takich czynników, jak:

- wielkość funduszy własnych,

- tradycja operowania na rynku dewizowym (największe doświadczenia mają tu Bank Handlowy i PKO-SA),
- przyjęta przez bank strategia działania,
- jakość kadry i struktura organizacyjna banku.

Regulacje NBP dotyczące limitów pozycji dewizowych przyczyniły się do lepszego funkcjonowania bankowego rynku dewizowego. Rosnąca konkurencja, jak też wymogi ostrożnościowe NBP spowodowały, iż znacznie udoskonalono organizacyjną stronę funkcjonowania międzybankowego rynku dewizowego.

Większość banków dewizowych utrzymywała limity dewizowe w granicach wyznaczonych zarządzeniem nr 4.. W pierwszym okresie po wprowadzeniu w życie regulacji ostrożnościowych w bankach przeważały pozycje długie, co wynikało między innymi z utrzymujących się oczekiwań dewaluacyjnych; od połowy 1994 roku trend ten uległ wyraźnemu odwróceniu. Tendencja do skracania pozycji dewizowych przez banki polskie spowodowana jest w ostatnim okresie głównie rosnącą rentownością aktywów złotych. Banki o dużych kapitałach własnych mają zwykle niewielkie pozycje walutowe-do 10%, banki o małych kapitałach, jeżeli chcą być aktywne na rynku walutowym, zbliżają się do limitów. Duże banki, o rozbudowanej sieci oddziałów opracowują zazwyczaj swoje wewnętrzne limity pozycji walutowych, ostrzejsze od wymaganych w zarządzeniu nr 4 Prezesa NBP.

Przedmiotem obrotów na międzybankowym rynku dewizowym są przede wszystkim transakcje wynikające z obsługi rynku klientów oraz tzw. zamykanie pozycji dewizowych. Udział transakcji spekulacyjnych, które stanowią o płynności dojrzałych rynków walutowych, jest jeszcze w polskim rynku dewizowym relatywnie niewielki, chociaż ciągle nabiera na znaczeniu.

Aktywność rynku dewizowego, w ramach miesiąca i w okresach dłuższych poddana jest czynnikom sezonowym. Na przykład koniec roku, z uwagi na zwiększone zakupy importowe, oznacza większą aktywność banków w zakupach walut. Terminy płatności zobowiązań podatkowych i odprowadzania rezerw obowiązkowych przez banki poprzedzone są zazwyczaj trendem wyprzedzały dewiz na rynku międzybankowym. Wahania obrotów tego rynku w ciągu dnia operacyjnego mogą być spowodowane również czynnikami spekulacyjnymi, których rola w kształtowaniu FOREXU stopniowo wzrasta.

Generalnie można stwierdzić, iż na poziom obrotów oraz kwotowania międzybankowego rynku dewizowego miały wpływ takie czynniki, jak:

- sytuacja w bilansie płatniczym państwa,
- polityka kursowa NBP,
- trendy światowego rynku walutowego i pieniężnego,
- konieczność codziennego wyrównywania pozycji walutowych w myśl realizacji wymogów NBP,
- płynność rynku złotowego,

¹⁰ Zarządzenie Nr 4/93, z dnia 19 marca 1993 roku w sprawie ustalenia norm dopuszczalnego ryzyka walutowego w działalności banków oraz Zarządzenie Nr 6/93 z dnia 14 kwietnia 1993 roku w sprawie systemu rozliczeń między NBP a bankami uprawnionymi do wykonywania czynności dewizowych na podstawie przepisów ustawy o Narodowym Banku Polskim i ustawy Prawo dewizowe.

- arbitraż stóp procentowych depozytów i lokat złotych oraz walutowych na rynku międzybankowym.

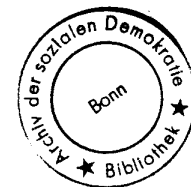
Wraz z wejściem w życie nowego systemu kursowego oraz znowelizowanych regulacji dewizowych polski rynek międzybankowy uzyskał potężny impuls rozwojowy. Ujawniają się jednak także większe wymagania i ograniczenia dla polityki monetarnej banku centralnego.

5) Zakończenie

Ewolucja systemu kursowego w Polsce jest odpowiedzią na zjawiska w polskiej gospodarce: przyspieszony wzrost gospodarczy oraz proces szerokiej liberalizacji sfery stosunków ekonomicznych i społecznych. Procesy te, z uwagi na pogłębiającą się globalizację rynku światowego, stają się komplementarne i zmuszają politykę gospodarczą do działań często kompromisowych. Dla Narodowego Banku Polskiego najważniejszy jest cel priorytetowy - długofalowa stabilizacja monetarna. Bieżąca realizacja tego celu napotyka w warunkach polskiej gospodarki na szereg barier strukturalnych. Stanowią one generalnie poważne ograniczenie autonomii i wiarygodności polityki banku centralnego. Radykalne zmiany systemowe w polskiej gospodarce, jakie przyniosły ostatnie lata, a szczególnie rok 1995, w pierwszym okresie ich wprowadzania w życie, są dla polityki monetarnej potężnym wyzwaniem. Nowy system kursowy może być tu dobrym przykładem.

Wzrost rynkowych elementów ustalania kursu złotego wobec walut obcych, wniesie przede wszystkim pewien element niepewności w sferę życia gospodarczego. Wzrosną tym samym koszty działalności w dziedzinach, związanych z obrotem dewizowym, głównie w handlu zagranicznym¹¹. Jednocześnie czynniki niekorzystne w krótkim okresie (ryzyko), staną się bodźcem korzystnych zmian długookresowych. Wytworzą one zatem większe zapotrzebowanie na transakcje zabezpieczające ryzyko walutowe, a rozwój rynku terminowego znacznie wzmocni krajowy rynek dewizowy. Zmiany te z kolei wymuszają szybszą liberalizację obrotów kapitałowych, co z kolei również przyczyni się do dalszego wzmocnienia krajowego rynku walutowego i jego integracji z rynkiem światowym.

Rok 1996 i lata najbliższe wykażą, na ile procesy powyższe będą mogły wzajemnie się dostosować, co z kolei będzie wyznaczać warunki działania dla polityki Narodowego Banku Polskiego.



¹¹ Jak wskazują obserwacje kształtowania się marż kursowych w głównych bankach dewizowych obsługujących handel zagraniczny, po wprowadzeniu nowego systemu kursowego w maju 1995 roku nastąpił wyraźny ich wzrost w granicach średnio 30 - 70%, w stosunku do średniej w okresie styczeń - kwiecień 1995 roku.

LITERATURA

- 1) Analytical Issues Relating to Fund Advice on Exchange Rate Policy; IMF, 1990.
- 2) Bereza Stanisław, Zarządzanie ryzykiem bankowym; Związek Banków Polskich, Warszawa, 1992.
- 3) Białek Grzegorz, Podstawy zarządzania pieniądzem w banku komercyjnym; Biblioteka Bankowca, Warszawa 1994.
- 4) Couier P., Ioshi V. Exchange Rate Policy in Developing Countries; Oxford Review of Economic Policy, Vol.5 Number 3.
- 5) De Grauwe Paul, International Money, Post-War Trends and Theories; Oxford, Clarendon Press, 1990.
- 6) Drabowski Eugeniusz, Teorie kursu walutowego; PWE, Warszawa 1981.
- 7) Gotz-Kozierkiewicz Danuta, Wymienialność pieniądza po II wojnie światowej; PWN, Warszawa 1990.
- 8) Krugman P.R., Obstfeld M., Międzynarodowe stosunki gospodarcze; PWN, Warszawa 1994.
- 9) Lutkowski Karol, Współczesny międzynarodowy system walutowy; PWE, Warszawa 1983.
- 10) Małecki Witold, Wpływ płynnych kursów walutowych na handel międzynarodowy; Instytut Finansów, Warszawa 1982.
- 11) Małecki Witold, Wpływ płynnych kursów walutowych na międzynarodowe obroty kapitałowe; Instytut Finansów, Warszawa 1982.
- 12) Pietrzak Edmund, Międzynarodowe operacje walutowe; Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992.
- 13) Pietrzak Edmund, Polski złoty od wymienialności wewnętrznej do standardu MFW; Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1994.
- 14) Quirk P.J., Issues of Openness and Flexibility for Foreign Exchange Systems; Working Papers, IMF, 1993.
- 15) Sławiński Andrzej, Polityka stabilizacyjna a bilans płatniczy; PWN, Warszawa 1992.

Streszczenie

Wejście Polski w fazę przyspieszonego wzrostu oraz integracji z rynkiem światowym podnosi znaczenie kursu walutowego jako strategicznej ceny w gospodarce. Kurs jest ze swej natury kategorią rynkową, jednakże sfera jego oddziaływania makroekonomicznego sprawia, że jest on parametrem w większym lub mniejszym stopniu regulowanym przez politykę gospodarczą.

Praktyka, jak i teoria kursu walutowego wykazały, że najwyższą efektywność wykazują systemy oparte na rynkowym mechanizmie wyznaczania kursu. Jakość tego mechanizmu jest z kolei pozytywnie skorelowana z zakresem wymiennalności danej waluty krajowej.

Większość krajów w świecie posiada obecnie systemy kursu o większej lub mniejszej zmienności, w których kurs kształtowany jest na rynku dewizowym przy określonym zakresie interwencji władz monetarnych. Systemy skrajne, a mianowicie kurs sztywny oraz kurs w pełni płynny są stosowane rzadko, na ogół w ograniczonym zakresie czasowym w celu realizacji konkretnych celów polityki gospodarczej. Tendencją ostatnich dwudziestu lat jest upowszechnianie się w skali gospodarki światowej elastycznych rozwiązań kursowych. Przeważająca część członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW, ponad 80%) stosuje systemy kursu kierowanego o różnym stopniu i formach tego sterowania, reszta, a więc ok. 26 państw prowadzi tzw. floating niezależny, z dopuszczalną możliwością okresowych interwencji.

Transformacja systemowa polskiej gospodarki opierała się na dwóch podstawowych zadaniach: stabilizacji wewnętrznej oraz strategii otwierania zewnętrznego, jako gwaranta reform rynkowych i podstawy wzrostu gospodarczego Polski. Te dwa naczelną cele uwzględniał w swojej polityce Narodowy Bank Polski.

W latach 1990/91 - okresie realizacji planu stabilizacyjnego, kurs walutowy stanowił jego centralny element, z uwagi na rolę, jaką odgrywał w osiągnięciu równowagi wewnętrznej. Silna, inicjalna dewaluacja złotego i związaną go sztywnym kursem z dolarem amerykańskim na okres około półtora roku były z jednej strony istotnym bodźcem antyinflacyjnym, a jednocześnie ważnym czynnikiem wzmocnienia zaufania do polskiej waluty.

Od roku 1991 NBP stopniowo uelastyczniał swoją politykę kursową w odpowiedzi na zjawiska realne w gospodarce polskiej, jak też rozwijający się proces liberalizowania jej rozwiązań systemowych.

Rok 1995 był przełomowy dla procesu liberalizacji polityki kursowej NBP, a także całego systemu dewizowego Polski. Towarzyszyły temu podobne procesy w pozostałych obszarach stosunków gospodarczych Polski z zagranicą.

Wejście w życie pakietu nowych regulacji dewizowych pozwoliło Polsce na akceptację i przyjęcie zobowiązań z tytułu wymiennalności złotego zgodnie z kryteriami zawartymi w art. VIII Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Od roku 1995 Polska, już jako członek Światowej Organizacji Handlu intensyfikuje proces liberalizacji wymiany handlowej. Zmiany te stworzyły zatem dla NBP korzystne warunki dla reformy systemu kursowego, stanowiąc tu jednocześnie silne wyzwanie.

Jednocześnie rok 1995, charakteryzując się najwyższym 7- procentowym wskaźnikiem wzrostu produktu krajowego brutto, w dotychczasowym okresie transformacji polskiej gospodarki, uwydatnił wszystkie tego konsekwencje dla polityki monetarnej. Szybko rosnący popyt zewnętrzny na polskie towary i usługi, przyspieszenie napływu inwestycji zagranicznych na polski rynek, wszystkie te czynniki wyrażające się w bardzo silnym napływie walut obcych do Polski, wzmocniły naciski na aprecjację polskiej waluty. Było to konieczne także z uwagi na neutralizację inflacyjnego efektu silnie rosnących rezerw walutowych banku centralnego.

Wobec powyższych uwarunkowań, 16 maja 1995 roku wprowadzono nowy uelastyczny mechanizm kursowy tzw. "crawling band".

Najważniejsze konsekwencje powyższych zmian to:

- wyższa wartość informacyjna kursu oficjalnego, który uwzględnia obecnie aktualne tendencje rynku światowego i krajowego oraz
- rozszerzenie zdolności reagowania polityki kursowej na zmiany uwarunkowań, co daje jej potencjalnie wyższą efektywność realizowania jej podstawowych celów. Bank centralny ma w tym zakresie obecnie do dyspozycji więcej możliwości, a mianowicie - regulowanie tempa dewaluacji kursu parytetowego, szerokości przedziału wahań kursu rynkowego złotego oraz zmiana poziomu kursu parytetowego. Stanowi to jednocześnie istotne odciążenie dla polityki stopy procentowej banku centralnego.

Cele polityki kursowej NBP były w 1995 roku generalnie spójne z wytycznymi Układu z Maastricht odnośnie kursu walutowego, jak również inflacji i stopy procentowej. Ocena roku 1995 pozwala stwierdzić, że polityka kursowa sprzyjała osłabieniu tendencji inflacyjnych, co pozwoliło na obniżenie stóp procentowych przez bank centralny. Wprowadzenie nowego mechanizmu kursowego, rozszerzającego elementy rynkowe w kształtowaniu kursu, pozwoliło na urealnienie kursu złotego wobec walut obcych. Wprowadzenie częściowo upłynnionego kursu złotego stanowiło także ważny element liberalizacji polskiego rynku dewizowego oraz konieczne uzupełnienie procesu liberalizacji obrotów kapitałowych bilansu płatniczego. Wycofanie się NBP z aktywnego uczestnictwa w krajowym rynku walutowym w warunkach uelastycznego systemu kursowego

pozwoili na dalszy jego rozwój. Jednocześnie bank centralny wykorzystujc swoje moilnoici wplywania na rynek poprzez system interwencji utrzymywal kurs zlotego w ramach przyjetego dopuszczalnego przedzialu odchylei. Pozwalalo to na zachowanie niezbednej z punktu widzenia kryteriow Maasticht stabilnoici kursu walutowego.

Liberalizacja regulacji dotyczacych polityki kursowej, uzupelniana liberalizacja prawa dewizowego w zakresie wlaczenia kantorow i podmiotow gospodarczych do rynku dewizowego, pozwalaja na spełnianie wymogu jednolitego kursu walutowego przy wszelkiego typu transakcjach o charakterze wewnetrznym lub miedzynarodowym, jakie naklada na nas Art.VIII Statutu Miedzynarodowego Funduszu Walutowego. Jednoczesnie jest to istotne dla wartosci informacyjnej rynkowego kursu zlotego.