

GRAŻYNA ANCYPAROWICZ

POLITYKA KURSOWA A NAPŁYW DO POLSKI BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH – BIZ

Słowa kluczowe: kurs walutowy, unia walutowa, BIZ

Keywords: exchange rate, monetary union, FDI

Klasyfikacja JEL: G18

Wprowadzenie

Od 15 sierpnia 1971 roku, gdy ostatecznie i nieodwracalnie doszło do załamania ustanowionego w 1944 roku w Bretton Woods ładu monetarnego, żadna waluta nie jest wzorcem pieniądza¹. Istnieją jednak nadal waluty silne i słabe. „Bogate państwa mają silne waluty, których zazdroszą im biedniejsi. Najbogatsze państwa, w których ulokowane są największe firmy i producenci, narzucają całej reszcie państw tempo inflacji, gdyż te trzymają ich waluty jako rezerwy. Z kolei biedne państwa nieustannie zubażają swoich obywateli, osłabiając swoje waluty, chcąc przyciągnąć inwestorów z najbogatszych krajów”².

Takie poglądy nie są odosobnione, warto więc zweryfikować ich trafność, formułując następującą hipotezę badawczą: *Polityka kursowa jest integralną częścią polityki monetarnej, ta zaś służy budowaniu trwałych fundamentów długofalowego rozwoju gospodarczego, a tym samym prowadzi do wzrostu dobrobytu w kraju goszczącym inwestorów zagranicznych.*

Niniejsze, monograficzne opracowanie nie wyczerpuje tematu. Zawiera jedynie charakterystykę głównych etapów polityki kursowej w Polsce w latach 1990–2012 oraz ocenę jej wpływu na: produkt krajowy brutto, strumienie i zasoby zagranicznych inwestycji, płatności w handlu zagranicznym. Prezentowane dane źródłowe

¹ J. Ricards: *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, Polish edition copyright © 2012 by Helion SA, s. 9 i 201–205.

² J. Wozinski: *Historia pieniądzem pisana, czyli jak rządzący Polską na przestrzeni wieków manipulowali polską walutą*, Wydawnictwo „Prohibita”, Warszawa 2012, s. 165.

pochodzą z oficjalnych publikacji NBP, GUS i MF, zaś dane przetworzone (w tym wskaźniki korelacji) oraz wnioski końcowe stanowią wkład własny autorki.

Monopol walutowy państwa w latach 1950–1989

Tuż po drugiej wojnie światowej Polska była członkiem Międzynarodowego Funduszu Walutowego, lecz w 1950 roku, z przyczyn politycznych, wycofała się z tej organizacji. Od 28 października tego samego roku wszedł w życie i obowiązywał do 1956 roku zakaz posiadania walut obcych przez polskich obywateli. Dopiero pod koniec listopada 1988 roku zezwolono osobom fizycznym na obrót walutami obcymi, z pominięciem instytucji państwowych. Socjalistyczne państwo miało pełny monopol na handel zagraniczny i obrót dewizami. Rozliczeniom z zagranicą nadano klauzulę tajemnicy państwowej najwyższej rangi, przeprowadzano je za pośrednictwem powołanych do tego celu instytucji, poddawano ścisłej reglamentacji i administracyjnej kontroli.

Formalnie do 1982 roku (a faktycznie dłużej, bo prawie do końca epoki realnego socjalizmu) w planowaniu, statystykach handlu zagranicznego i rozliczeniach z zagranicą zamiast złotego obiegowego występował złoty dewizowy. Oficjalny (sztywny do 1971 r.) parytet tej quasi-waluty określono wobec amerykańskiego dolara i rubla transferowego (1 złoty dewizowy = 0,25 USD = 0,225 RT). W praktyce gospodarczej stosowano – obok kursu centralnego – kursy równoległe (uprzywilejowane i krzyżowe), zależne od rodzaju i przedmiotu transakcji oraz obszaru płatniczego. Po kursie oficjalnym (NBP) sprzedawano walutę jedynie osobom fizycznym posiadającym zezwolenie na wyjazd zagraniczny. W latach 70. i 80. XX wieku osoby takie otrzymywały książeczki walutowe, uprawniające do nabycia waluty obcej (początkowo o równowartości 10 USD, potem limit ten wzrósł do 130 USD).

W marcu 1989 roku weszło w życie nowe prawo dewizowe³. W art. 4. w powiązaniu z art. 9. uznano prawo własności obywateli i podmiotów gospodarczych do wartości dewizowych, utrzymując jednak w mocy ograniczenia obrotu walutami i instrumentami finansowymi nominowanymi w walutach obcych. W art. 10 zalegalizowano prywatny rynek walutowy, określając warunki uzyskania licencji i zasady funkcjonowania kantorów walutowych. Osoby fizyczne o statusie rezydenta mogły bez ograniczeń sprzedawać i kupować waluty obce w kantorach, nierezydenci – tylko sprzedawać (przepis ten nagminnie łamano). Cudzoziemcy musieli wymieniać walutę w banku dewizowym, po kursie niższym od kantorowego „na pokrycie kosztów pobytu w Polsce” (art. 11 ust. 1) oraz z tytułu zakupu niektórych usług, w tym zdrowotnych (art. 12).

³ Ustawa z dnia 15 lutego 1989 r. Prawo Dewizowe (DzU 1989, nr 6, poz. 33).

Legalny i czarny rynek walutowy w Polsce Ludowej

Nielegalny obrót pieniędzmi i kruszcami był zagrożony wieloletnim więzieniem, lecz mimo wysokiego ryzyka, coraz sprawniej funkcjonował i stale rozszerzał się „czarny rynek” walutowy⁴. Państwo generowało bowiem popyt na dewizy, oferując dobra trudne do zdobycia za złotówki (w tym mieszkania i samochody). Szybko rozwijała się sieć detalicznych sklepów dewizowych (Pewex, Baltona, później także Carbon, Igoopex), z której korzystali uprzywilejowani, bądź najzamożniejsi Polacy oraz cudzoziemcy, nabywając importowane i krajowe towary niedostępne w sieci zwykłych sklepów.

Popyt gospodarstw domowych na waluty obce początkowo rósł w tempie zbliżonym do tempa ich podaży, potem coraz szybszym, pobudzonym przez nasilającą się inflację. W konsekwencji, zarówno oficjalne, jak i czarnorynkowe notowania walut obcych były coraz wyższe, nie tylko nominalnie, ale także w relacji do przeciętnego wynagrodzenia. Na przykład, w 1970 roku czarnorynkowy kurs dolara oscylował wokół 100 zł (kurs oficjalny to 4 zł dewizowe), w 1988 roku wzrósł do około 3500 zł (kurs oficjalny był 7-krotnie niższy), osiągając rekordowy poziom 25 000 w listopadzie 1989 roku. Warto przypomnieć, że do połowy lat 80. XX wieku przeciętne wynagrodzenie miało równowartość ok. 22–23 USD, po uwolnieniu cen latem 1989 roku spadło do 7–8 USD. Sytuacja ta była jednak krótkotrwała, na skutek interwencji władz monetarnych (zabezpieczonej pożyczką stabilizacyjną udzieloną Polsce przez MFW⁵); w grudniu 1989 roku notowania USD w kantorach obniżyły się do 7500 zł (za przeciętne wynagrodzenie można było nabyć około 28 USD). Stracili na tej operacji drobni ciułacze, wzbogacili się spekulanci i aferzyści.

Ewolucja polityki kursowej w okresie transformacji ustrojowej w Polsce

W roku 1968 zezwolono osobom fizycznym, które mogły wykazać legalne posiadanie walut obcych, na zakładanie rachunków walutowych w banku PeKaO. W roku 1970 uprawnienia te rozciągnięto na wszystkich obywateli PRL, bez potrzeby dokumentowania źródła pochodzenia dewiz. W dekadzie lat osiemdziesiątych, gdy w Polsce faktycznie wystąpiła dwuwalutowość na rynku detalicznym, depozyty walutowe gospodarstw domowych w PeKaO wzrosły z 438 mln USD w 1981 do 3,3 mld USD w 1989 roku, co najmniej drugie tyle stanowiły zasoby walutowe przechowywane w domach. Dzielne obroty na czarnym rynku walutowym, szacowane w 1982 roku na 1 mln USD, w 1989 roku osiągnęły wartość 2,5–3,5 mln USD. Dla

⁴ J. Wesołowski: *System walutowy krajów RWPG*, PWE, Warszawa 1997, s. 88–89.

⁵ Więcej na ten temat: L.J. Jasiński: *Polska polityka kursowa w warunkach umacniania się systemu rynkowego 1990–1998*, Warszawska Wyższa Szkoła Ekonomiczna, Warszawa 1999, s. 51; M. Jurek, P. Marszałek: *Monetary and exchange rate policy in Poland after 1990 – relationship and prospects of coordination*, „Poznan University of Economics Review” 2008, No. 2, Vol. 8, s. 26–30.

porównania skali warto przypomnieć, że ówczesny dług dewizowy państwa wobec ludności szacuje się na ok. 5,5 mld USD, oficjalne rezerwy walutowe wynosiły około 2 mld USD⁶.

Kurs walutowy w roli kotwicy antyinflacyjnej

Od 1 stycznia 1990 roku wprowadzono wewnętrzną wymiennalność złotego, po sztywnym kursie 9500 PZL/USD, z myślą o likwidacji tzw. nawisu inflacyjnego. Po siedemnastu miesiącach słabnącej, lecz nadal bardzo wysokiej inflacji, aprecjacja złotego względem walut wymiennalnych była już tak wysoka, że zagrażała równowadze płatniczej kraju. W nadziei na poprawę wyników w eksporcie, od 17 maja 1991 roku, wyznaczono nowy, oficjalny (centralny, parytetowy) kurs na poziomie 11 100 PZL/USD (niższym od dotychczasowego o 14,4%), powiązany z koszykiem odwzorowującym strukturę walutowo-geograficzną polskiego handlu zagranicznego (45% USD, 35% DM, 10% GBP, po 5% FRF i CHF).

W obliczu bliskiej normalizacji stosunków z zagranicznymi wierzycielami, dalsze utrzymywanie sztywnego kursu przynosiło więcej szkody niż pożytku⁷. Należało zwiększyć oficjalne rezerwy walutowe, ale postulat ten był trudny do pogodzenia z potrzebą ciągłej gotowości do interwencji na rynku kantorowym (Polski rząd zobowiązał się – wprawdzie nieoficjalnie – że różnica między kursem NBP a kursem w kantorach nie przekroczy 10%). W tych okolicznościach, 15 października 1991 roku wprowadzono tzw. kurs pełzający (*crawling-peg*). Złoty podlegał dewaluacji po 1,8% miesięcznie, ale tempo to było zbyt wolne i nie zapobiegło dalszej nadmiernej aprecjacji złotego, więc 28 lutego 1992 roku obniżono kurs o 12%. Po raz drugi przeprowadzono taką operację 27 sierpnia 1993 roku. Dewaluując skokowo PZL o 8%, jednocześnie obniżono tempo miesięcznej dewaluacji do 1,6%. W miarę wygaszania tempa inflacji, malał także wskaźnik dewaluacji złotego i wynosił: 1,5% od 13 września 1993; 1,4% od 30 listopada 1994; 1,2% od 16 lutego 1995; 1,0% od 8 stycznia 1996; 0,8% od 26 lutego 1998; 0,65% od 17 lipca 1998; 0,5% od 19 września 1998, 0,3% od 25 marca 1999 roku.

Od waluty wymiennalnej do unii walutowej

Konsekwencją wprowadzenia wewnętrznej wymiennalności PZL było zniesienie niektórych restrykcji w prawie dewizowym oraz (porządkujące obrót dewizami) zarządzenia Ministra Finansów z lat 1991–1993⁸. Zmiany w sferze regulacyjnej

⁶ Polska historia oszczędzania, <http://media.pekao.com.pl/pr/28656/polska-historia-oszczedzania>, dostęp 20 grudnia 2012 r.; M. Gruszczyński, M. Stokłosa: *Efektywność nieoficjalnego rynku walutowego w Polsce w latach 1982–1989*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 9, s. 34.

⁷ Więcej na ten temat: G.W. Kołodko: *Kwadratura pięciokąta: od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, Poltext, Warszawa 1993, s. 79–83.

⁸ W. Małeck: *Rynek walutowy w Polsce*, Instytut Finansów, Warszawa 1996, s. 38–39.

umożliwiały odbudowę międzybankowego rynku walutowego. Nadzór monetarny i ostrożnościowy nad tym segmentem rynku finansowego objął Narodowy Bank Polski. Od 1992 roku banki dewizowe mogły bowiem rozliczać się według własnych, niezależnych od urzędowych, kursów walutowych oraz zawierać kontrakty terminowe⁹ (w rzeczywistości przeprowadzano wyłącznie transakcje natychmiastowe). Początkowo uprawnienia dewizowe miało tylko 5 z 83 banków komercyjnych funkcjonujących na polskim rynku, dwa lata później – 60 (spośród 87). Był to już okres po nowelizacji (nazbyt liberalnej) ustawy Prawo bankowe z 1989 roku, dzięki czemu bank centralny zwiększył uprawnienia w zakresie nadzoru nad sektorem bankowym¹⁰. Działalność banków dewizowych uregulowało Zarządzenie Prezesa NBP z 19 marca 1993 roku w sprawie ustalenia norm dopuszczalnego ryzyka walutowego w działalności banków (Dz.Urz. NBP 1993, nr 4, poz. 7). Zarządzenie to nałożyło na banki obowiązek zachowania struktury pasywów, dostosowanej do struktury aktywów dewizowych, określało limity pozycji dewizowych banków i wymogi jakościowe dotyczące regulaminów wewnętrznych w zakresie operacji dewizowych¹¹. Był to pierwszy krok w kierunku upłynnienia kursu pełnej integracji polskiego systemu bankowego z tworzącym się Jednolitym. Nastąpiło to 16 maja 1995 roku, wraz z wprowadzeniem systemu pełzającego pasma (*crawling band*). Od tej daty kurs polskiej waluty przestał pełnić rolę nominalnej kotwicy antyinflacyjnej, jednak był kontrolowany.

Narodowy Bank Polski wyznaczał kurs centralny (parytetowy, *fixing*) na podstawie średniej ceny z ofert na zakup walut na rynku międzybankowym. Rynkowe notowania PLN mogły odchyłać się maksymalnie w górę lub w dół o 7% od fixingu. W 1998 roku dwukrotnie poszerzono limit wahań kursowych (w lutym do ± 10 pkt proc., siedem miesięcy później do $\pm 12,5$ pkt proc.). Od 1999 roku NBP prowadził już oficjalnie politykę zapowiadającą upłynnianie kursu złotego, rozszerzając przedział wahań kursowych do ± 15 pkt proc. W styczniu 2000 roku wynegocjowano porozumienie w kwestii całkowitego upłynnienia kursu PLN, które weszło w życie 12 kwietnia 2000 roku. Od tego dnia, w aspekcie prawnym, Polska waluta stała się pieniądzem w pełni wymiernym.

⁹ Zarządzenie Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 18 grudnia 1991 r. w sprawie stosowania kursów w złotych walut obcych, wartości dewizowych wyrażonych w walutach obcych oraz jednostek rozrachunkowych (M.P. 199, nr 46, poz. 328).

¹⁰ Więcej na ten temat: *Nadzór bankowy 1989–2006*, Narodowy Bank Polski, www.knf.gov.pl/Images/ow2_tcm75-4771.pdf (21.12.2012); Z. Polański: *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*, „Ekonomista” 2000, nr 2, s. 146–147.

¹¹ Więcej na ten temat: M. Wiśnicka-Hańcza: *Państwowy Nadzór nad działalnością banków*, Kancelaria Sejmu, Informacja nr 145, Warszawa 1993, s. 7–8.

Zmiany w prawie dewizowym

Starania Rzeczypospolitej Polskiej o wprowadzenie pełnej zewnętrznej wymiennalności PLN poprzedziła liberalizacja polskiego prawa dewizowego, która weszła w życie w styczniu 1995 roku. W czerwcu tego samego roku wprowadzono ograniczoną zewnętrzną wymiennalność złotego w trybie artykułu VIII Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Polska zobowiązała się do zniesienia restrykcji dewizowych wobec rezydentów i nierezydentów, stosowania polityki jednolitego kursu walutowego, nie zawierania porozumień walutowych dyskryminujących inne kraje, uczestnictwa w wykupie waluty innego kraju członkowskiego MFW. Od 12 stycznia 1999 roku znowelizowana ustawa dewizowa dopuszczała rozliczanie wszelkich płatności i prowadzenie kont w dowolnej walucie obcej, rozciągała swobodę wymiany kapitałowej pomiędzy rezydentami i nierezydentami (w tym dopuszczała obrót instrumentami pochodnymi), dopasowywała terminologię i sprawozdawczość dotyczącą rynku walutowego do standardów organizacji międzynarodowych. Równocześnie wprowadzono narzędzia dla przeciwdziałania nagłym, dużym przepływom spekulacyjnego kapitału między Polską a resztą państw członkowskich OECD.

W 2000 roku polski rząd (motywując swój wniosek wysokim deficytem obrotów bieżących) uzyskał zgodę MFW na przedłużenie okresu dostosowawczego do 2002 roku. Zobowiązanie to zrealizował częściowo. Ustawa z dnia 27 lipca 2002 roku Prawo dewizowe (DzU 2002, nr 141, poz. 1178) utrzymała bowiem (art. 9) m.in. monitoring wywozu i przesyłania środków pieniężnych za granicę powyżej 10 tys. euro, nabywania przez nierezydentów spoza Unii Europejskiej papierów wartościowych, dokonywania przez rezydentów na rzecz nierezydentów z tych krajów darowizn w środkach pieniężnych oraz zaciągania pożyczek od nierezydentów.

Kolejny etap liberalizacji prawa dewizowego rozpoczęto w styczniu 2007 roku, gdy (art. 25 ust. 1.) zniesiono obowiązek bankowej kontroli dewizowej oraz kontroli podatkowej przekazów pieniężnych za granicę i rozliczeń z nierezydentami do 15 tys. euro. Nadal jednak bank ma prawo żądać od klienta informacji o przeznaczeniu środków pieniężnych, będących przedmiotem obrotu dewizowego, jeśli podejrzewa, że pochodzą one z nielegalnych źródeł lub są przeznaczone na niedozwolony cel¹².

¹² Kwestie te reguluje Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (t.j. DzU 2010, nr 46, poz. 276 z późn. zm.). W prawie europejskim: Dyrektywa Rady z dnia 10 czerwca 1991 r. w sprawie uniemożliwienia korzystania z systemu finansowego w celu prania pieniędzy (31991L0308); Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/97/WE z dnia 4 grudnia 2001 r. zmieniająca dyrektywę Rady 91/308/EWG w sprawie uniemożliwienia korzystania z systemu finansowego w celu prania pieniędzy (32001L0097); Dyrektywa 2005/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 listopada 2005 r. w sprawie reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 92/49/EWG, a także dyrektywy 98/78/WE i 2002/83/WE (32005L0068).

Polityka kursowa w perspektywie integracji ze strefą Euro

Wyniki prac empirycznych uzasadniają opinię, że wspólna waluta, ograniczając ryzyko kursowe, sprzyja rozwojowi krajów słabiej rozwiniętych ekonomicznie¹³, pod warunkiem, że kraje te potrafią sprostać wyzwaniom, jakie niesie utrata możliwości prowadzenia niezależnej polityki monetarnej. Spekulacja walutowa bądź zmiany zaufania inwestorów zagranicznych do gospodarki kraju goszczącego prowadzą bowiem do gwałtownych przepływów kapitału, zagrażających stabilności makroekonomicznej. Przystąpienie do unii walutowej wymaga zatem spełnienia warunków wstępnych.

Na bieżącą politykę kursową i prawo dewizowe w Polsce w istotnym stopniu oddziałuje zasada *acquis communautaire*, przyjęta w traktacie akcesyjnym. W dzisiejszym stanie prawnym nasz kraj musi wykazać gotowość uczestnictwa w Europejskim Mechanizmie Kursowym (*Exchange Rate Mechanism* – ERM II). Jednym z kryteriów konwergencji nominalnej jest utrzymywanie przez co najmniej dwa lata stabilnego kursu oficjalnego (centralnego) waluty narodowej, zbliżonego do kursu rynkowego, bez konieczności dokonywania interwencji bądź dewaluacji kursu NBP¹⁴.

Pierwotnie wejście Polski do ERM II przewidywano na 2007 rok tak, aby w styczniu 2009 roku można było wprowadzić euro. Plan ten nie został zrealizowany. Nie udało się również dotrzymać następnego terminu, wyznaczonego na 2012 rok. Rząd deklaruje obecnie gotowość wejścia Polski do ERM II w 2015 roku oraz przyjęcie euro w 2017 roku, lecz i ten termin – w świetle danych publikowanych na portalu Ministerstwa Finansów – wydaje się mało realistyczny¹⁵.

Międzynarodowe zobowiązania Polski z tytułu napływu kapitału

Początkowo zainteresowanie zagranicznych inwestorów Polską było niewielkie, dopiero akcesja do Unii Europejskiej podniosła wiarygodność naszego kraju, a w ślad za tym napłynęły szerokim strumieniem inwestycje bezpośrednie i portfelowe¹⁶. W 1994 roku zobowiązania (brutto) Polski wobec zagranicznych inwestorów wyniosły 53 mld USD, do końca 2011 roku zwiększyły się do 478 mld USD (ponad dziewięciokrotnie). W tym okresie BIZ wzrosły z 3,8 mld USD do 198 mld USD

¹³ Współczesne rynki walutowe charakteryzuje postępująca globalizacja, która zwiększa mobilność międzynarodowych przepływów kapitałowych. Rośnie udział obrotów finansowych w ogólnej sumie obrotów płatniczych poszczególnych krajów, czego następstwem jest wzrost ich wpływu na kursy walut i spadek wrażliwości na zmienną koniunkturę w sferze realnej. M. Fratzscher: *Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets*, ECB Working Paper, No. 48/2001.

¹⁴ A. Torój: *Przegląd doświadczeń innych państw związanych z wprowadzeniem euro: wypełnienie kryterium stabilności kursowej*, „Europracowania” 2011, nr 4.

¹⁵ *Monitor Konwergencji Nominalnej* 11/2012, www.mf.gov.pl (21.12.2012).

¹⁶ Od 1 maja 2004 do 31 2012 r. Polska otrzymała (netto) z Unii Europejskiej 48,4 mln euro, www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/unia-europejska/transfery-finansowe-polska-ue (22.12.2012).

(ponad 52 razy), inwestycje portfelowe z 8,4 mld USD do 124,6 mld USD (prawie 15 razy), zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek z 40,8 mld USD do 148 mld USD (3,6 razy).

Tabela 1

Średni kurs PLN wobec USD w NBP, polski PKB, wybrane pozycje bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski w mld USD

Rok	Kurs	PKB	Saldo			BIZ:		Rezerwy oficjalne
			obroty bieżące	rachunek kapitałowy	rachunek finansowy	napływ	zasób	
1994	1,8165	103,7	1,0	9,2	-8,6	1,9	3,8	6,0
1995	2,2724	139,1	0,9	0,3	7,9	3,7	7,8	15,0
1996	2,4246	156,7	-3,3	0,1	6,7	4,5	11,5	18,2
1997	2,6946	157,1	-5,7	0,1	7,4	4,9	14,6	21,4
1998	3,2937	172,0	-6,9	0,1	13,3	6,4	22,5	28,3
1999	3,4931	167,8	-12,5	0,1	10,5	7,3	26,1	27,3
2000	3,9496	171,3	-10,3	0,0	10,2	9,3	34,2	27,5
2001	4,3455	190,4	-5,9	0,1	3,2	5,7	41,2	26,6
2002	4,0949	198,2	-5,5	0,0	7,2	4,1	48,3	29,8
2003	4,0811	216,8	-5,5	0,0	8,7	4,6	57,9	34,2
2004	3,9053	253,0	-13,3	1,2	8,0	12,7	86,8	36,8
2005	3,6484	304,0	-7,2	1,0	15,2	10,3	90,9	42,6
2006	3,2347	341,7	-13,1	2,1	13,3	19,9	125,8	48,5
2007	3,1047	425,3	-26,5	4,8	38,1	23,7	178,4	65,7
2008	2,7686	529,4	-35,0	6,1	39,0	15,0	164,3	62,2
2009	2,4092	430,5	-17,2	7,0	34,9	13,0	185,2	79,6
2010	3,1162	469,4	-24,0	8,6	41,0	14,3	215,6	93,5
2011	3,0157	513,8	-25,0	10,0	30,4	18,9	198,2	97,9
I kwartał 2012	3,2249	115,0	-5,9	1,7	7,1	-2,4	145,0	99,7
II kwartał 2012	3,2719	118,7	-2,8	2,9	4,4	1,8	141,7	101,4

Źródło: GUS, NBP, Bank Światowy.

Kryzys w strefie euro, który budził tak wiele niepokoju wiosną 2012 roku, przyniósł wprawdzie spowolnienie dynamiki naszego PKB, ale – w przeciwieństwie do paniki, jaka ogarnęła w połowie 2008 roku światowe rynki walutowe – nie spowodował odpływu zagranicznego kapitału z Polski. Na koniec czerwca 2012 roku zobowiązania naszego kraju wobec zagranicy wyniosły łącznie 493,7 mld USD, z tego BIZ stanowiły 201,6 mld USD, zagraniczne inwestycje portfelowe 141,7 mld USD, finansowe instrumenty pochodne 6,0 mld USD, pozostałe inwestycje zagraniczne 144,4 mld USD. Zagraniczne aktywa Polski osiągnęły wartość o połowę mniejszą:

194,3 mld USD. Złożyły się na tę kwotę: BIZ (47,4 mld zł), inwestycje portfelowe (10,9 mld USD), derywaty finansowe (5,1 mld USD) oraz pozostałe aktywa zagraniczne (29,5 mld USD)¹⁷.

Nie ma obecnie zagrożeń dla terminowego regulowania przez Polskę zobowiązań wobec zagranicznych wierzycieli, a na tle pozostałych państw regionu Europy Środkowej i Wschodniej, nasz kraj jest postrzegany przez renomowane agencje ratingowe jako „safe heaven”¹⁸ (bezpieczny) dla inwestorów. W pewnej mierze, choć nie bezpośrednio, do pozytywnego wizerunku Polski przyczyniła się, realizowana od 1990 roku, polityka kursowa.

Analiza szeregów czasowych (tab. 1) prowadzi do wniosku, że zmiany wartości głównych kategorii makroekonomicznych są niezależnie od fluktuacji kursu polskiej waluty. Opinię tę potwierdza badanie poziomu korelacji zmian wartości. Jednak, jeśli w miejsce wartości podstawy się indeksy łańcuchowe (r/r) zmian, widać zbieżność wahań tempa. Dla pomiaru siły tych związków posłużono się wskaźnikami dwuczynnikowej korelacji (tab. 2).

Tabela 2

Korelacja między oficjalnym kursem PLN wobec USD
a wybranymi kategoriami makroekonomicznymi

Kategorie makroekonomiczne	Współczynnik korelacji obliczony na bazie	
	wartości	dynamiki (r/r)
PKB i średni kurs PLN/USD w NBP	-0,1297	0,8686
Napływ BIZ i kurs PLN/USD w NBP	-0,2139	0,5603
Napływ inwestycji portfelowych i kurs PLN/USD w NBP	0,0293	0,2052
Stan BIZ i kurs PLN/USD w NBP	-0,2629	0,5945
Stan inwestycji portfelowych i kurs PLN/USD w NBP	-0,2828	0,1098
Eksport towarów i średni kurs PLN/USD w NBP	-0,3333	-0,1690
Import towarów i średni kurs USD w PLN/NBP	-0,3222	-0,0971
Eksport towarów i import towarów	0,9957	0,8532
Eksport usług i średni kurs PLN/USD w NBP	-0,4073	0,1998
Import usług i średni kurs PLN/USD w NBP	-0,3328	0,3034
Kurs PLN/USD w handlu zagranicznym i w NBP	0,9999	0,5676
Stan rezerw oficjalnych i kurs PLN/USD w NBP	0,6017	-0,0051

Źródło: obliczenia własne.

¹⁷ Międzynarodowa pozycja inwestycyjna, www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka (22.12.2012).

¹⁸ J. Reusche (Moody's), www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/5ee3d13f-5d7c-4263-b765-d184a6d452b6 (27.11.2012).

Wskaźniki korelacji potwierdzają współzależność tempa wzrostu gospodarczego z dynamiką inwestycji bezpośrednich, zjawisko dobrze znane od czasów J.M. Keynesa i M. Kaleckiego. Kurs ma również wyraźny, pozytywny wpływ na dynamikę eksportu, ale import (z uwagi na wysoki udział dóbr zaopatrzeniowych oraz inwestycyjnych) słabo reaguje na fluktuacje kursu. Niski poziom korelacji kursu z dynamiką inwestycji portfelowych tłumaczy fakt, że o zakupie bądź zbyciu papierów wartościowych decyduje ich rating (a także rating kraju-emitenta), a nie kurs narodowej waluty. Jednak ruchy gorącego pieniądza (zwłaszcza wyprzedaż papierów dłużnych i udziałów) mogą być powodem nagłego załamania kursu, tak jak miało to miejsce w regionie Europy Środkowej i Wschodniej w połowie 2008 roku. Słaba korelacja między zmianami stanu oficjalnych rezerw walutowych a kursem PLN przeczy tezie, jakoby kraje o słabych walutach importowały inflację z wyżej rozwiniętego otoczenia. Z danych empirycznych wynika natomiast, że im wyższe (w ujęciu wartościowym) są oficjalne rezerwy, tym bardziej stabilny jest kurs waluty danego kraju.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonej analizy danych makroekonomicznych można sformułować następujące wnioski:

- inflacja, jakiej podlegają główne waluty rezerwowe świata, nie szkodzi krajom o słabszych walutach, przeciwnie, może im pomóc, bo w jej następstwie zmniejsza się luka między oficjalnym kursem a parytetem siły nabywczej słabych i mocnych walut,
- napływ kapitału zagranicznego pozwala zwiększać akumulację, bez ograniczania funduszu spożycia, co łagodzi napięcia społeczne w procesie restrukturyzacji gospodarek krajów zaliczanych do grupy rynków wschodzących,
- ożywienie inwestycyjne dynamizuje wzrost gospodarczy, zatem podnosi (a nie obniża) przeciętną stopę życiową społeczeństwa, choć nie zawsze jest to odczuwalne w wymiarze jednostkowym,
- dzięki inwestycjom bezpośrednim powstają nowe miejsca pracy, w określonych warunkach¹⁹ może to być przesłanką wzrostu dobrobytu mieszkańców kraju goszczącego inwestorów zagranicznych,
- procesy *redeployment* (przegrupowania zdolności wytwórczych) otwierają krajom opóźnionym w rozwoju technologicznym dostęp do nowoczesnych technologii i linii produkcyjnych,

¹⁹ G. Ancyparowicz: *Rola BIZ w cyklu koniunkturalnym polskiej gospodarki*, [w:] *Rynek kapitałowy a koniunktura gospodarcza*, red. A. Szablewski i I. Wojciechowska-Toruńska, Monografie Politechniki Łódzkiej, Łódź 2009, s. 235.

- inwestycje portfelowe dostarczają kapitału pożyczkowego na sfinansowanie niedoborów budżetowych, a tym samym zwiększają środki na realizację konstytucyjnych funkcji państwa.

Literatura

- Ancyparowicz G.: *Rola BIZ w cyklu koniunkturalnym polskiej gospodarki*, [w:] *Rynek kapitałowy a koniunktura gospodarcza*, red. A. Szablewski i I. Wojciechowska-Toruńska, Monografie Politechniki Łódzkiej, Łódź 2009.
- Fratzscher M.: *Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets*, ECB Working Paper, No. 48/2001.
- Gruszczyński M., Stokłosa M.: *Efektywność nieoficjalnego rynku walutowego w Polsce w latach 1982–1989*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 9.
- Jasiński L.J.: *Polska polityka kursowa w warunkach umacniania się systemu rynkowego 1990–1998*, Warszawska Wyższa Szkoła Ekonomiczna, Warszawa 1999.
- Jurek M., Marszałek P.: *Monetary and exchange rate policy in Poland after 1990 – relationship and prospects of coordination*, „Poznan University of Economics Review” 2008, No. 2, Vol. 8.
- Kołodko G.W.: *Kwadratura pięciokąta: od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, „Poltext”, Warszawa 1993.
- Małecki W.: *Rynek walutowy w Polsce*, Instytut Finansów, Warszawa 1996.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2011 roku*, Druk Sejmowy nr 765 rozpatrywany 19 września 2012 r.
- Monitor Konwergencji Nominalnej*, nr 11/2012.
- Nadzór bankowy 1989–2006*, Narodowy Bank Polski.
- Polański Z.: *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*, „Ekonomista” 2/2000.
- Ricards J.: *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, Polish edition copyright © 2012 by Helion SA.
- Torój A.: *Przegląd doświadczeń innych państw związanych z wprowadzeniem euro: wypełnienie kryterium stabilności kursowej*, „Europracowania” 2011, nr 4.
- Wesołowski J.: *System walutowy krajów RWPG, PWE*, Warszawa 1997.
- Wiśnicka-Hańcza M.: *Państwowy Nadzór nad działalnością banków*, Kancelaria Sejmu, Informacja nr 145, Warszawa 1993.
- Wozinski J.: *Historia pieniądzem pisana, czyli jak rządcy Polską na przestrzeni wieków manipulowali polską walutą*, Wydawnictwo „Prohibita”, Warszawa 2012.

dr hab. Grażyna Ancyparowicz
Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. Wojciecha Korfałantego w Katowicach

Streszczenie

Praktycznie w pierwszych dniach transformacji ustrojowej w Polsce podjęto decyzję o integracji naszej gospodarki z gospodarką krajów Europy Zachodniej. Temu celowi była podporządkowana polityka makroekonomiczna, w tym polityka pieniężna, w jej ramach – polityka kursu walutowego. Polski złoty (PLN) stał się walutą wymiennalną w 2000 roku. Po akcesji Polski do Unii Europejskiej, napłynął do naszego kraju szerokim strumieniem obcy kapitał, głównie w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Miało to korzystny wpływ na tempo wzrostu PKB i poziom oficjalnych rezerw walutowych naszego kraju.

IMPACT OF EXCHANGE RATE POLICY ON INFLOW OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT (FDI) TO POLAND

Summary

In the early days of political transformation in Poland, it was decided to integrate our (Polish) economy with the economy of Western Europe. This was the main objective of macroeconomic policy including the monetary policy and within it – the exchange rate policy. Polish Zloty (PLN) has been a freely convertible currency since April 2000. After accession to the European Union, a broad stream of foreign capital, mainly in the form of foreign direct investment, has flown to Poland. This had a positive impact on the GDP growth rate and the level of Official Reserve Assets in Poland.