

**PRACE NAUKOWE**

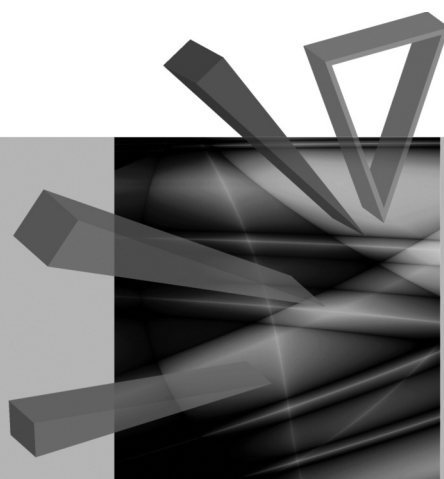
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**233**

# **Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i w praktyce**



pod redakcją

**Jana Borowca**

**Krzysztofa Bieguna**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2011

Recenzent: Henryk Ćwikliński

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie [www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl)

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com) a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon [http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa [www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2011

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-204-8**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	7
<b>Iwo Augustyński</b> , Zmiana ryzyka systematycznego na polskim rynku jako skutek globalnego kryzysu finansowego. Analiza największych krajowych spółek .....	9
<b>Bernadeta Baran</b> , Europejski Mechanizm Stabilizacyjny – geneza i przesłanki pomocy finansowej dla krajów strefy euro .....	20
<b>Krzysztof Biegun</b> , Synchronizacja cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro – warunek czy skutek procesu integracji monetarnej? .....	35
<b>Jan Borowiec</b> , Synchronizacja cykli koniunkturalnych w strefie euro .....	48
<b>Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka</b> , Wewnętrzne zróżnicowanie wydatków socjalnych w Unii Europejskiej i strefie euro .....	59
<b>Jarosław Czaja</b> , Zmiany udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych.....	77
<b>Magdalena Pronobis, Michał Pronobis</b> , Wpływ transferów unijnych na kurs walutowy i politykę pieniężną w Polsce po 2004 roku .....	89
<b>Michał Pronobis</b> , Bańki spekulacyjne a reakcja banków centralnych: zmiany percepcji roli polityki pieniężnej w następstwie kryzysu 2007-2009.....	103
<b>Marta Wajda-Lichy</b> , Wyzwania w zakresie reform rynków pracy w krajach strefy euro jako konsekwencje kryzysu finansowego 2007-2009 .....	118

## Summaries

<b>Iwo Augustyński</b> , Change in systematic risk on the Polish market as a result of the global financial crisis. Analysis of the biggest Polish companies ....	19
<b>Bernadeta Baran</b> , European Stability Mechanism – economic reasons of financial support.....	34
<b>Krzysztof Biegun</b> , The synchronization of business cycles between Poland and the euro area – a condition or result of the process of monetary integration? .....	47
<b>Jan Borowiec</b> , Synchronization of business cycles in the euro area.....	58
<b>Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka</b> , Internal diversity of social expenditures in the European Union and euro zone.....	76
<b>Jarosław Czaja</b> , The changes of Polish zloty turnovers share on currency markets.....	88

<b>Magdalena Pronobis, Michal Pronobis, EU transfers and their impact on monetary policy and exchange rate in Poland after 2004.....</b>	<b>102</b>
<b>Michal Pronobis, Asset price bubbles and monetary policy response – changes in thinking about the role of central banks after the financial crisis 2007-2009 .....</b>	<b>117</b>
<b>Marta Wajda-Lichy, Challenges for labour market reforms in the euro zone countries as consequences of financial crisis 2007-2009 .....</b>	<b>133</b>

**Magdalena Pronobis, Michał Pronobis**

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

---

## WPLYW TRANSFERÓW UNIJNYCH NA KURS WALUTOWY I POLITYKĘ PIENIĘŻNĄ W POLSCE PO 2004 ROKU

---

**Streszczenie:** Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy transfery środków unijnych są ważnym czynnikiem wpływającym na politykę pieniężną Narodowego Banku Polskiego oraz czy mogą być one wykorzystywane jako narzędzie kształtowania kursu walutowego. W artykule został podjęty problem wyzwań związanych z samym przepływem i absorpcją dodatkowych środków walutowych przez krajowy rynek. Wykazano, iż napływ funduszy unijnych miał istotne znaczenie w kształtowaniu sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym, a sam sposób przewalutowania środków służył jako narzędzie oddziaływania na kurs przez polskie władze monetarne i fiskalne.

**Słowa kluczowe:** fundusze UE, polityka pieniężna, kurs walutowy.

### 1. Wstęp

W chwili przystąpienia do Unii Europejskiej Polska była krajem o zdecydowanie niskim poziomie PKB na jednego mieszkańca na tle ówczesnych państw członkowskich. Jeżeli wskaźnik przeciętnego PKB *per capita* w Unii Europejskiej (UE27) przyjąć jako 100%, w 2004 r. w Polsce wahał się on od 35% w województwie lubelskim i podkarpackim do 77% w województwie mazowieckim<sup>1</sup>. Jednocześnie Polska pozostała do dziś największym krajem, który przystąpił do UE od roku 2004. Te dwa fakty spowodowały, iż Polska stała się jednym z największych beneficjentów unijnych środków pomocowych.

Szeroki strumień funduszy unijnych trafiających do Polski jest niewątpliwie jednym z najważniejszych czynników wpływających na sytuację makroekonomiczną kraju. W tym kontekście należy rozróżnić dwa mechanizmy: po pierwsze, wykorzystanie środków, które ma prowadzić do realizacji założonych celów rozwojowych, ma swoje konsekwencje w polityce pieniężnej i kształtowaniu się kursu walutowego kraju-beneficjenta; po drugie, sam napływ środków również stwarza pewne warunki (i możliwości wykorzystania) władzom monetarnym kraju przyjmującego.

---

<sup>1</sup> Na podstawie danych: [Eurostat, tablica tgs00006].

Autorzy artykułu zdecydowali się podjąć drugi z przywołanych powyżej aspektów, tj. problematykę samego istnienia transferów funduszy unijnych i ich konsekwencji dla prowadzenia polityki pieniężnej. W przekonaniu autorów jest to temat aktualny, a w literaturze przedmiotu w zasadzie niepodejmowany (w przeciwieństwie do problematyki wykorzystania środków).

Dlatego też celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy transfery środków są ważnym czynnikiem wpływającym na politykę pieniężną Narodowego Banku Polskiego (NBP) oraz czy mogą być one wykorzystywane jako narzędzie kształtowania poziomu kursu walutowego.

Autorzy przyznają, iż trudnością w realizacji postawionego celu było pozyskanie danych. Oficjalne dane dotyczące rozmiarów interwencji walutowych bądź też sprzedaży walut przez podmioty publiczne nie są publikowane, natomiast wybór różnych źródeł pozyskania informacji, chociaż wiarygodnych, znacząco utrudnia proces ich agregowania i porównywania – stąd konieczność posiłkowania się danymi szacunkowymi.

## **2. Realizacja płatności w ramach systemu funduszy unijnych – instytucje**

Transfery unijne dokonywane są w euro. Przekazane przez Komisję Europejską środki trafiają na rachunki dewizowe, których dysponentem jest Minister Finansów i które prowadzone są przez Narodowy Bank Polski. Płatnikiem, czyli podmiotem obsługującym płatności w ramach programów finansowanych z udziałem funduszy europejskich, jest Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) działający na zlecenie Ministra Finansów<sup>2</sup>.

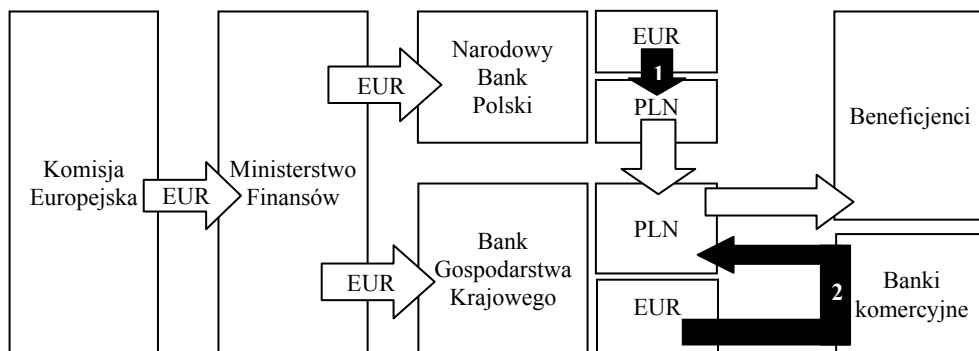
Konieczność przewalutowania środków pojawia się w momencie realizacji płatności przez BGK na rzecz beneficjentów (większość operacji finansowanych ze środków europejskich realizowana jest w polskiej walucie). Wymiana EUR na PLN może odbywać się w dwojaki sposób (rys.1):

- 1) za pośrednictwem Narodowego Banku Polskiego lub
- 2) na rynku walutowym.

Jeżeli – decyzją Ministra Finansów – przewalutowania dokonuje się poza rynkiem, tj. poprzez polecenie zamiany waluty przez NBP, łączną wartość środków do wypłaty oblicza się, dzieląc wyrażoną w złotych wartość środków, jaką mają otrzymać beneficjenci, przez dzienny kurs kupna euro w NBP. W tym przypadku na rachunki Banku Gospodarstwa Krajowego, płatnika w systemie wdrażania funduszy, przekazywane są złotówki.

---

<sup>2</sup> Instytucja Płatnika została ustanowiona przez znowelizowaną Ustawę o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 r., która weszła w życie w dniu 1 stycznia 2010 r.; nowy system wprowadził również zasadę, że beneficjent otrzymuje środki na dofinansowanie z dwóch źródeł: środki UE wypłacane przez BGK w formie płatności oraz ewentualne współfinansowanie krajowe z budżetu państwa w formie dotacji celowej wypłacanej przez BGK lub bezpośrednio przez właściwego dysponenta [Zmiany w ustawie o finansach publicznych... 2.01.2010].



Rys. 1. Schemat przepływów środków unijnych

Źródło: opracowanie własne.

Jeżeli jednak Minister Finansów decyduje się na wymianę euro na rynku, do Banku Gospodarstwa Krajowego transferowane są EUR; złożenie przez Ministra Finansów zlecenia zamiany waluty jest równoznaczne ze sprzedażą unijnych euro przez BGK na rynku walutowym. Bieżąca wartość wymiany zależy od płynności rynku walutowego.

### 3. Wysokość wsparcia przyznanego Polsce po roku 2004

Znaczące środki z budżetu unijnego płynęły do Polski jeszcze przed akcesją. W latach 2000-2003 największymi beneficjentami środków przedakcesyjnych były: Polska, Rumunia, Czechy oraz Węgry, przy czym transfery do Polski były zawsze znacząco większe niż transfery kierowane do pozostałych krajów ubiegających się o członkostwo w UE (por. [EU Budget... 2010, s. 75-78]); w omawianym czasie Polska uzyskała pomoc w łącznej wysokości 1,72 mld EUR.

Od 2004 r., w którym Polska stała się państwem członkowskim UE, transfery funduszy unijnych wyraźnie wzrosły. Tabela 1 przedstawia wartość przepływów między Polską a budżetem unijnym w latach 2004-2011. W każdym z dwóch pierwszych lat naszego członkostwa wielkość środków netto, jakie Polska otrzymywała z budżetu UE, jest porównywalna z sumą transferów z lat 2000-2003.

Znaczący wzrost napływu środków unijnych (o blisko 2 mld EUR w stosunku do roku poprzedniego) miał miejsce w 2007 r. Choć rok ten stanowił dla Polski – jako pełnoprawnego członka UE – początek pierwszej pełnej perspektywy finansowej, przyczyn owego wzrostu nie należy upatrywać w uruchomieniu strumienia środków na lata 2007-2013, lecz mobilizacji w wykorzystaniu środków z lat 2004-2006 w obliczu zagrożenia ich utratą<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Jedną z reguł wydatkowania funduszy unijnych jest bowiem tzw. *zasada n + 2*, zgodnie z którą środki zakontraktowane na rok  $n$  można zgłosić do wypłaty nie później niż w roku  $n + 2$ . Rok 2007 przyniósł więc wzmożone przepływy środków unijnych niewykorzystanych w latach 2005-2006.

**Tabela 1.** Przepływy finansowe między Polską a budżetem UE w latach 2004-2011 (EUR)

Okres	Transfery z UE do Polski	Wpłaty do budżetu UE (w tym zwroty środków)	Saldo rozliczeń RP – UE
2004*	2 720 300 000	1 310 700 000	1 409 600 000
2005	4 018 054 781	2 402 353 949	1 615 700 832
2006	5 268 849 148	2 556 496 227	2 712 352 921
2007	7 406 225 595	2 824 362 453	4 581 863 142
2008	7 396 372 107	3 409 934 486	3 986 437 621
2009	9 258 440 695	3 246 533 696	6 011 906 999
2010	11 229 303 573	3 491 710 012	7 737 593 561
1.01.2011 – 30.09.2011	9 918 120 377,45	2 787 203 340,10	7 126 841 738,56
1.05.2004 – 30.09.2011	56 960 484 984,28	21 943 123 007,51	34 918 835 641,03

\* Dane: [EU Budget... 2010, s.79].

Źródło: [Skumulowane przepływy... w 2005 r. i kolejne].

Największy wzrost transferów z budżetu UE miał jednak miejsce w roku 2009 (z blisko 4 mld EUR w 2008 r. do ponad 6 mld EUR, a więc o ponad 2 mld EUR), co należy tłumaczyć nałożeniem się dwóch zjawisk:

1) wiele programów 2007-2013 uruchomiono z ponad rocznym opóźnieniem między innymi ze względu na brak odpowiednich rozporządzeń i wytycznych, a dodatkowo

2) wypłata środków odbywa się zwykle na zasadach refundacji, czyli po zrealizowaniu całej inwestycji bądź jej kolejnych etapów; odroczenie wypłaty w stosunku do dnia zakontraktowania środków jest więc naturalną cechą procesu inwestycyjnego (czy też cyklu projektu unijnego).

Tabela 2 prezentuje prognozę płatności na rzecz beneficjentów w latach 2011-2015 (ujęcie brutto), jaką opracowało w 2007 r. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego (MRR) [Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia... 2007, s. 25]. Według szacunków MRR transfer środków unijnych tylko w ramach NSRO ma wynieść w 2012 r. blisko 11 mld euro i wzrosnąć do ponad 14 mld w roku kolejnym. Powołując się na tę samą prognozę, w latach 2014-2015 kwoty te będą znów znacząco niższe.

**Tabela 2.** Zakładane płatności NSRO ze środków UE w latach 2011-2015 (mld EUR)

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Kwota	8,98	10,87	14,21	9,20	6,36

Źródło: [Narodowe Strategiczne Ramy... 2007, s. 25].

Podsumowując, łączna suma środków z budżetu UE zaangażowana w realizację polityki regionalnej w latach 2007-2015 wyniesie będzie 67,3 mld EUR, jednak wszystkie środki rozwojowe, które trafią do Polski w tym okresie (realizacja Naro-



dowej Strategii Spójności, Wspólnej Polityki Rolnej oraz Wspólnej Polityki Rybackiej), to niemal 108 mld EUR [Narodowe Strategiczne Ramy... 2007, s. 115], co w ujęciu średniorocznym stanowi odpowiednik około 8% PKB.

#### 4. Transfery zagraniczne a polityka pieniężna

Wsparcie unijne to bezzwrotna pomoc, którą Polska otrzymuje od państw członkowskich UE o wyższym PKB *per capita*. Rozważania teoretyczne na temat wpływu transferów pomocowych do Polski nie będą więc znacząco różnić się od tych prowadzonych w skali ogólnosiwiatowej, dotyczących wsparcia, które jest udzielane krajom rozwijającym się (głównie afrykańskim), a w tym kontekście problem kształtowania polityki pieniężnej został już podjęty<sup>4</sup>.

W literaturze przedmiotu wyodrębnia się dwa spokrewnione, lecz odrębne pojęcia: absorpcji (*absorption*) oraz wydatkowania (*spending*) środków pomocowych [The Macroeconomics of Managing Increased Aid... 2005, s. 3]. Wydatkowanie zależy od przyjętej polityki fiskalnej, podczas gdy absorpcja związana jest z polityką kursu walutowego oraz polityką pieniężną [Dealing with the Macroeconomic Impact... 2006, s. 5-6].

W pierwszej kolejności pomoc trafia jako strumień dewiz do banku centralnego kraju-beneficjenta. Następnie środki są zamienione przez rząd na walutę krajową. Ogólnie rzecz biorąc, aby przeciwdziałać powstawaniu dodatkowej płynności w sektorze bankowym, co będzie mieć miejsce w przypadku zwiększonych transferów z zagranicy, można wykorzystać następujące metody sterylizacji [Gupta i in. 2006, s. 16-17]:

(1) sprzedaż obligacji lub bonów pieniężnych – metoda ta powoduje wzrost obciążenia obsługą długu oraz zagrożenie ograniczenia kredytowania podmiotów prywatnych, a co za tym idzie – spadek inwestycji prywatnych;

(2) podniesienie rezerw obowiązkowych – narzędzie to może okazać się nieskuteczne, jeżeli banki już utrzymują dodatkowe rezerwy, lub niebezpieczne, jeżeli sektor bankowy nie jest w stanie wdrożyć nowych regulacji; ponadto instrument ten nie może być wykorzystywany w krótkookresowym zarządzaniu płynnością – częste zmiany stopy rezerw obowiązkowych nie sprzyjają budowaniu wiarygodności banku centralnego,

(3) przeniesienie depozytów sektora publicznego z banków komercyjnych do banku centralnego – jest to narzędzie niosące za sobą dużo mniej kosztów niż operacje otwartego rynku, jednak można je zastosować tylko jednorazowo i mogą okazać się niewystarczające,

(4) sprzedaż dewiz przez bank centralny w celu absorpcji nadpłynności na rynku krajowym; w tym przypadku zwiększenie podaży dewiz może spowodować aprecjację krajowej waluty.

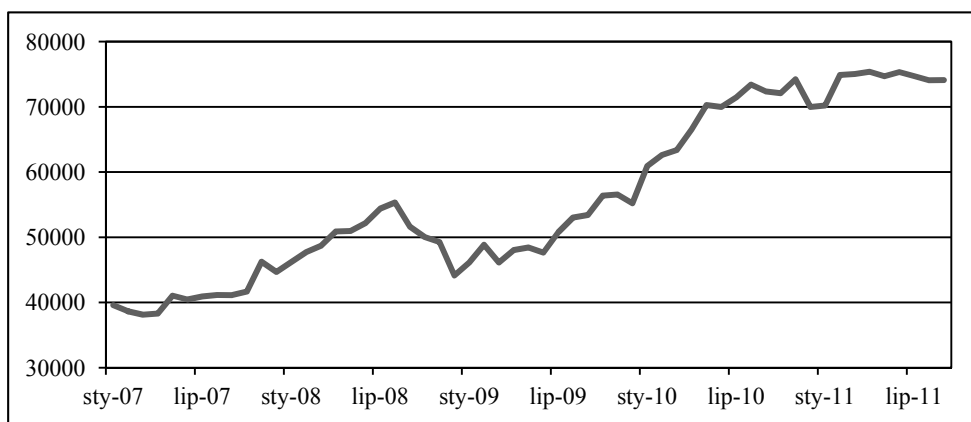
---

<sup>4</sup> W rozważaniach dotyczących transferów *stricte* unijnych temat konsekwencji przepływów dla polityki pieniężnej są zwykle pomijane (por.: [Alard i in. 2008; Zaleski i in. 2008]).

Wybór metody sterylizacji zależy od specyfiki kraju-beneficjenta. Niemniej jednak narzędzia (2) i (3) wydają się trudne do zastosowania w rozwiniętej gospodarce europejskiej (a więc i w realiach polskich) – rozwiązania te przyjmowane bywają na przykład w krajach afrykańskich.

## 5. Wpływ napływu środków unijnych na sytuację płynnościową systemu bankowego i działalność operacyjną NBP

Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. można zaobserwować trend wzrastających oficjalnych aktywów rezerwowych utrzymywanych w NBP. Przykładowo, w maju 2004 r. rezerwy dewizowe kraju wynosiły 29,9 mld EUR, podczas gdy 7 lat później – w maju 2011 r. stanowiły one równowartość 74,7 mld EUR; oznacza to dwuipółkrotny wzrost rezerw przy 1,5-krotnym przyroście nominalnego PKB w badanym okresie<sup>5</sup>.



**Rys. 2.** Oficjalne aktywa rezerwowe NBP w okresie styczeń 2007 – wrzesień 2011 (mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Napływ netto dewiz, odzwierciedlony w rosnących rezerwach walutowych NBP, odbywał się w ostatnich latach w warunkach stale utrzymującego się deficytu na rachunku obrotów bieżących. Sam deficyt przyczyniał się do generowania odpływu netto dewiz, jednak odpływ ten był z nawiązką kompensowany poprzez regularny napływ kapitału inwestycyjnego i portfelowego oraz, szczególnie po 2007 r., poszerzający się strumień napływu środków unijnych do Polski. Wzmocniony napływ fun-

<sup>5</sup> Biorąc pod uwagę rosnący stopień otwartości gospodarki, tendencję tę należy uznać za właściwą. Na koniec 2004 r. rezerwy walutowe NBP pokrywały 450% średniomiesięcznego wolumenu importu, podczas gdy na koniec 2010 r. było to już 630% (obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS).

duszy pomocowych z Unii Europejskiej związany był z korzystną dla Polski perspektywą budżetową 2007-2013.

Do 2010 r. Ministerstwo Finansów (MF) prowadziło strategię wymiany środków unijnych bezpośrednio w banku centralnym. Przykładowo, w 2010 r. – podobnie jak w latach poprzednich – w NBP wymienione zostały wszystkie środki w ramach Wspólnej Polityki Rolnej oraz 99% funduszy strukturalnych<sup>6</sup>.

Ministerstwo Finansów w badanym czasie decydowało się na wymianę środków unijnych bezpośrednio w banku centralnym, ponieważ taki sposób konwersji nie oddziaływał na rynkowy kurs walutowy. W ten sposób uniknięto nadmiernej aprecjacji złotego, co miałoby miejsce przy wymianie funduszy unijnych w bankach komercyjnych. Sprzedaż euro na rynku stanowiłaby bowiem dodatkowy czynnik umacniający kurs krajowej waluty, obniżający konkurencyjność gospodarki.

Wymiana środków pochodzących z UE z pominięciem rynku, czyli za pośrednictwem NBP ma jednak swoje efekty uboczne. Jak już powiedziano, przyczynia się to do wzrostu rezerw dewizowych, to zaś, na zasadzie odbicia lustrzanego, powiększa podaż pieniądza w obiegu krajowym. W ostatnich latach czynnikami w największym stopniu oddziałującymi na wzrost nadpłynności polskiego sektora bankowego były: (1) skup przez bank centralny walut obcych pochodzących z funduszy unijnych oraz (2) transakcje zamiany środków w walucie obcej na złote w NBP, dokonywane przez Ministerstwo Finansów [Sprawozdanie z wykonania... 2011, s. 21].

Warto podkreślić, iż stan nadpłynności sektora bankowego jest w Polsce sytuacją typową (utrzymującą się od 1994 r.), niemniej jednak wyżej wymienione czynniki przyczyniły się do jej spektakularnego pogłębienia, szczególnie w okresie ostatnich dwóch lat. Zjawiska te zobrazowano za pomocą danych liczbowych (tab. 3). W tabeli widoczne są zmiany stanu średniorocznej nadpłynności sektora bankowego w Polsce w latach 2007-2010 oraz wpływ wybranych czynników na pozycję płynnościową sektora bankowego w poszczególnych latach (saldo transakcji związanych z członkostwem Polski w UE oraz saldo pozostałych operacji zagranicznych realizowanych poprzez rachunek walutowy MF w NBP).

W 2009 i 2010 r. nadpłynność sektora bankowego wzrosła bardzo wyraźnie, odpowiednio o 118% i 196%. Jak wynika z dalszej analizy ogromny wpływ na to miały właśnie transakcje związane z członkostwem w UE oraz pozostałe operacje zagraniczne Ministerstwa Finansów. Tak więc w samym 2010 r. skup walut obcych pochodzących z funduszy unijnych zrealizowany przez NBP wyniósł 37 259 mln zł, podczas gdy sprzedaż walut przez NBP – będąca wynikiem przewalutowania składki członkowskiej – opiewała na sumę 15 185 mln zł. Roczne saldo operacji wymiany walut w NBP związanych z członkostwem w UE wyniosło zatem 22 074 mln zł.

---

<sup>6</sup> Na rynku, czyli za pośrednictwem banków komercyjnych, wymieniane były środki w ramach Funduszu Spójności (w 99%). Jednakże to właśnie środki w ramach WPR oraz fundusze strukturalne stanowią zasadniczą większość środków pozyskiwanych z budżetu UE [Płynność sektora bankowego... 2011, s. 12].

**Tabela 3.** Krótkoterminowa płynność sektora bankowego w Polsce oraz wpływ wybranych czynników na jej zmiany w latach 2007-2010

Rok	Krótkoterminowa płynność sektora bankowego (średniorocznie mln zł)*	Dynamika w stosunku do roku poprzedn. (%)	Transakcje związane z członkostwem w UE (mln zł)**			Operacje zagraniczne Skarbu Państwa (mln zł)***		
			skup walut przez NBP	sprzedaż walut przez NBP	saldo	skup walut przez NBP	sprzedaż walut przez NBP	saldo
2007	19 814	-	14 273	10 280	3 993	1 389	1 157	232
2008	10 964	-45	22 643	12 426	10 217	4 063	5 682	-1 619
2009	23 940	118	34 196	12 209	21 987	11 517	6 061	5 456
2010	70 907	196	37 259	15 185	22 074	17 079	0	17 079

\* Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków, pozostająca w sektorze bankowym, ponad wymagany średni poziom rachunków bieżących banków, określony wysokością rezerwy obowiązkowej w okresach jej utrzymywania. Miarą krótkoterminowej nadpłynności jest saldo operacji podstawowych (emisja bonów pieniężnych), operacji dostrajających (operacje repo i emisja bonów pieniężnych), operacji typu swap walutowy oraz operacji depozytowo-kredytowych (depozyt na koniec dnia i kredyt lombardowy).

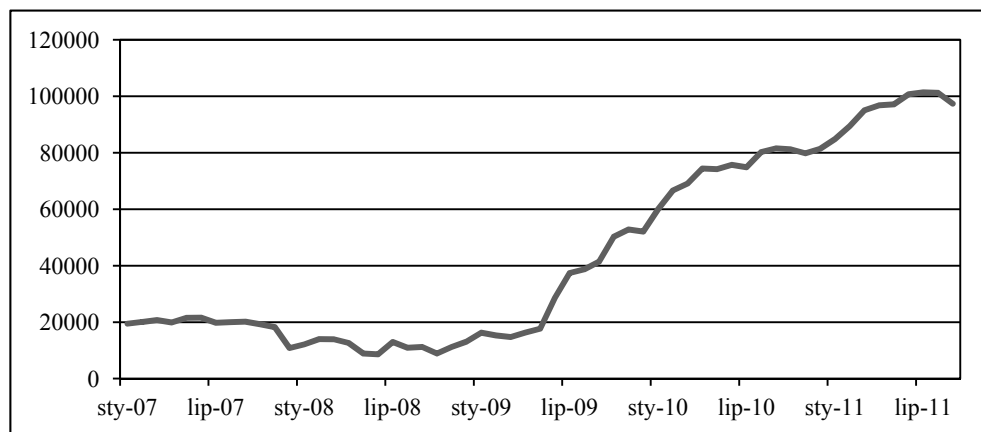
\*\* Transakcje związane z członkostwem w UE: skup walut przez NBP (wykorzystanie środków unijnych i ich konwersja na złote w NBP); sprzedaż walut (przewalutowanie składki członkowskiej).

\*\*\* Operacje zagraniczne Skarbu Państwa: skup walut (zamiana na złote środków pochodzących z rachunku dewizowego MF w NBP, przewalutowanie środków pochodzących z kredytów zagranicznych oraz zwrot kredytów udzielonych rządowi innych państw, zamiana na złote środków uzyskanych z emisji obligacji zagranicznych), sprzedaż walut (sprzedaż walut obcych dla MF na obsługę zadłużenia zagranicznego).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Z tytułu działania wyłącznie tego jednego czynnika w systemie bankowym pojawiła się więc dodatkowa płynność złotowa na poziomie ponad 22 mld zł. Ponadto w tym samym roku płynność sektora bankowego wzrosła o kolejne 17 079 mln zł za sprawą transakcji walutowych Ministerstwa Finansów prowadzonych za pośrednictwem NBP. W całym roku 2010 nie było potrzeby nabywania walut obcych przez MF w NBP, ponieważ finansowanie to w całości odbywało się na rynku. Środki pozyskiwane na rynkach finansowych MF lokowało na rachunku walutowym w banku centralnym, a następnie regulowało nimi swoje zobowiązania zagraniczne. Jednocześnie część owych środków walutowych MF sprzedało za walutę krajową (równowartość wspomnianych 17 079 mln zł) bezpośrednio w NBP, co wygenerowało dodatkową płynność złotową w systemie bankowym.

Napływ funduszy z UE do Polski oraz konsekwentna strategia MF, polegająca na konwersji środków poza rynkiem, tj. w banku centralnym, doprowadziły do skokowego zwiększenia nadpłynności systemu bankowego, a co za tym idzie – do wzrostu kosztów jej sterylizacji poprzez zwiększone emisje bonów pieniężnych



**Rys. 3.** Średni poziom emisji bonów pieniężnych NBP (7-dniowych) w okresie styczeń 2007 – wrzesień 2011 (mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

NBP. Jeszcze do połowy 2009 r., średni poziom emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP nie przekraczał zwykle 20 mld zł. Tymczasem w drugiej połowie 2010 r., średnia podaż bonów pieniężnych oferowana na cotygodniowych przetargach organizowanych przez NBP regularnie przekraczała już 80 mld zł. W 2011 r. były to już kwoty powyżej 100 mld zł. Zwiększone emisje bonów, a co za tym idzie – wyższe koszty podstawowych operacji NBP bezpośrednio obciążają wynik finansowy banku centralnego.

## 6. Wpływ napływu środków unijnych na kurs walutowy i politykę kursową w Polsce

Jak wspomniano, przyjęta strategia wymiany środków walutowych bezpośrednio w NBP miała na celu uniknięcie aprecjacyjnego oddziaływania na rynkowy kurs walutowy. Ten kierunek działania MF wsparty został dodatkowo przez NBP, który w kwietniu 2010 r. przeprowadził pierwszą od czasu upłynnienia kursu złotego w 2000 r. interwencję walutową. Była to interwencja mająca na celu osłabienie złotego, która średnioterminowo okazała się skuteczna, ponieważ w okresie następującym po niej zatrzymany został bieżący trend aprecjacyjny polskiej waluty. Jak zwykle jednak, trudno ocenić, na ile była to „zasługa” samej interwencji, a na ile panujących na rynku walutowym warunków. Należy podkreślić, iż interwencja NBP przeprowadzona została w zgodzie z założeniami polityki pieniężnej, a więc nie zakłóciła realizacji celu głównego banku centralnego, jakim jest cel inflacyjny.

W drugiej połowie 2010 oraz w 2011 r. sytuacja na rynku walutowym uległa odwróceniu, co spowodowało stopniową zmianę strategii MF i NBP w kontekście

polityki kursowej. Pod koniec 2010 r. jednym z priorytetów MF było utrzymanie długu publicznego poniżej granicy 55% w relacji do PKB<sup>7</sup>. Spowodowało to wzmożoną aktywność Ministerstwa Finansów na rynku walutowym, ponieważ każde osłabienie kursu złotego przyczynia się do podniesienia wartości zadłużenia wyrażonego w krajowej walucie, co wówczas potencjalnie zagrażałoby progowi 55%. Tym samym celem MF pod koniec 2010 r. stała się obrona przed spadkiem kursu złotego, a nie jak dotychczas, unikanie nadmiernej aprecjacji kursu. Działanie MF polegało wówczas na kumulowaniu środków na rachunku walutowym w NBP i częściowej ich sprzedaży bezpośrednio na rynku międzybankowym pod koniec roku.

Z komunikatów MF wynika, że pod koniec 2010 r. w bankach komercyjnych wymienione zostały środki walutowe w EUR o wartości 1,25 mld EUR [Komunikat w sprawie przeprowadzonych... 31.05.2011], a stan środków walutowych w dyspozycji MF na koniec grudnia 2010 r. spadł do 1,63 mld EUR z 5,25 mld EUR na koniec listopada tego roku [Komunikat w sprawie stanu środków... 15.12.2010 i Komunikat w sprawie stanu środków... 17.01.2011]. Biorąc pod uwagę cel, czas i sposób przewalutowania tych środków, działanie MF można zatem traktować jako swoistą interwencję walutową przeprowadzoną za pośrednictwem BGK w celu umocnienia złotego. Warto podkreślić, że taki sposób wymiany części środków walutowych nie implikuje pojawiania się dodatkowej płynności w systemie bankowym i konieczności jej absorbowania (MF pozyskuje bowiem płynność złotową wycofywaną z obiegu krajowego)<sup>8</sup>.

W 2011 r., na skutek pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach finansowych oraz wzrostu awersji do ryzyka inwestycyjnego, nastąpił odpływ kapitału z segmentu rynków wschodzących na całym świecie. W Polsce doszło do gwałtownego osłabienia złotego, a co za tym idzie – podbicia wskaźnika inflacji. W odpowiedzi na pogarszające się warunki rynkowe w kwietniu MF zadeklarowało zmianę strategii wymiany środków walutowych pochodzących z funduszy pomocowych UE. Zmiana przewiduje sprzedaż środków walutowych bezpośrednio na rynku, nie zaś, jak miało to miejsce do tej pory, w banku centralnym. Jak wspomniano wyżej, już wcześniej MF przeprowadzał sporadycznie takie operacje, od kwietnia 2011 r. zaczęły one mieć jednak charakter systemowy, a co za tym – idzie skala transakcji znacząco wzrosła. Ministerstwo Finansów, w celu wzmocnienia siły swojej deklaracji, zapo-

<sup>7</sup> Jest to drugi próg ostrożnościowy zapisany w Ustawie o finansach publicznych (art. 86, pkt 1 podpkt 2), którego przekroczenie powoduje, że w budżecie na kolejny rok nie można zapisać m.in. wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, waloryzacji rent i emerytur powyżej wzrostu cen, a nawet – sytuacji skrajnej – deficytu budżetu państwa.

<sup>8</sup> Warto dodać, że w grudniu 2010 r. MF wymieniło na rynku tylko część środków walutowych znajdujących się w jego dyspozycji. Pozostała część nadal była wymieniana w banku centralnym. Świadczy o tym choćby fakt, iż pod koniec 2010 r. NBP przeprowadził dwukrotnie operacje dostrajające o charakterze absorbującym płynność sektora bankowego, podczas których wyemitowano bony pieniężne raz z 2-dniowym (8 grudnia) i raz z 3-dniowym (21 grudnia) terminem zapadalności. Można przypuszczać, iż źródłem pojawienia się dodatkowej płynności w złotych było właśnie przewalutowanie zasobów walutowych MF w NBP.

wiedziało także możliwość wymiany na rynku walutowym środków pochodzących z kredytów i emisji zagranicznych w zakresie większym niż dotychczas.

Interwencja słowna MF z kwietnia 2011 r. okazała się krótkoterminowo skuteczna – kurs złotego umocnił się. W długookresowej perspektywie zmiana strategii wymiany środków walutowych oznacza regularną aktywność Ministerstwa Finansów na rynku walutowym za pośrednictwem BGK. Relatywnie duże fundusze trafiające w bieżącym okresie na rachunek MF z UE daje Ministerstwu pokaźną siłę potencjalnego oddziaływania na kurs. Trwała obecność dodatkowego gracza na rynku walutowym może mieć ponadto czysto behawioralne znaczenie, kształtując skłonność do spekulowania na polskim rynku walutowym, wpływając stabilizująco na słabnący w ostatnim czasie kurs złotego. Dodatkowo wymiana euro na rynku, zamiast w NBP, eliminuje podstawowy czynnik wzrostu rezerw walutowych i nadpłynności sektora bankowego. Z danych przedstawionych na rysunkach 2 i 3 wynika, że od kwietnia 2011 r. stan rezerw walutowych ustabilizował się w okolicach 75 mld EUR. Rozmiary absorpcji płynności (emisji bonów pieniężnych NBP) także nie rosną w tempie notowanym przed kwietniem 2011 r.

W drugiej połowie 2011 r. deprecjacja złotego przybrała jednak na sile wskutek działania czynników globalnych, co skłoniło NBP do aktywnego włączenia się do walki w obronie kursu. We wrześniu 2011 r. NBP przeprowadził dwie interwencje walutowe skierowane na umocnienie kursu, zapowiadając możliwość przeprowadzenia kolejnych. Były to pierwsze interwencje w celu umocnienia kursu złotego od połowy lat dziewięćdziesiątych, co samo w sobie czyni je wydarzeniami nadzwyczajnymi. Interwencje tego typu są szczególnie charakterystyczne, bo wiążą się z utratą rezerw walutowych przez bank centralny.

Interwencje NBP okazały się krótkoterminowo skuteczne, ponieważ w ich wyniku doszło do rzeczywistego umocnienia rynkowego kursu złotego. Długofalowo ich powodzenie zależy jednak całkowicie od sentymentu rynkowego związanego z sytuacją w globalnej gospodarce. Notowany w ostatnich latach wzrost rezerw dewizowych Polski, spowodowany w dużej części przez napływ środków z UE, daje jednak NBP relatywnie duży komfort interweniowania. Rezerwy powiększone o środki z Elastycznej Linii Kredytowej MFW wynoszą w Polsce blisko 100 mld EUR, co w relacji do PKB i w porównaniu z innymi krajami jest sumą względnie bezpieczną. Wysoki poziom rezerw jest pod tym względem ważną przesłanką skuteczności interwencji walutowych.

Wrześniowa interwencja przeprowadzona została w sprzyjającej sytuacji, na co składały się następujące uwarunkowania:

- 1) Sprzedaż euro nastąpiła przy wysokim kursie, co przyczynia się do poprawy wyniku operacyjnego NBP, nadwyrężonego w ostatnim czasie przez wysokie koszty sterylizacji nadpłynności w sektorze. Interwencja sama w sobie miała charakter absorbujący nadpłynność.

- 2) Sprzedaż zagranicznych papierów skarbowych, konieczna do sfinansowania interwencji, odbyła się na korzystnych dla NBP warunkach, ponieważ ceny bez-

piecznych papierów dłużnych utrzymywały się na bardzo wysokich poziomach ze względu na globalną awersję do bardziej ryzykownych aktywów.

3) Próba umocnienia kursu złotego nie podważyła konkurencyjności gospodarki, ponieważ kurs pozostawał silnie niedoszacowany przez rynek w okresie poprzedzającym interwencję.

4) Interwencja przeprowadzona została w zgodzie z celem głównym NBP. Sprzedaż walut obcych ma bowiem charakter antyinflacyjny (drenujący krajowy rynek pieniężny).

## 7. Podsumowanie

Napływ funduszy pomocowych z UE nie tylko przyczynił się do poszerzenia możliwości finansowania rozwoju gospodarczego i modernizacji polskiej gospodarki w ostatnich latach, ale także implikował określone konsekwencje na rynku pieniężnym i walutowym. Jedną kwestią jest bowiem temat przyspieszenia wzrostu gospodarczego (temat pominięty w niniejszym opracowaniu), drugą zaś techniczne wyzwania związane z samym przepływem i absorpcją dodatkowych środków walutowych przez krajowy rynek.

Jak przedstawiono w niniejszym artykule, napływ funduszy unijnych miał decydującą rolę w kształtowaniu sytuacji płynnościowej polskiego systemu bankowego, szczególnie w latach 2009-2010. To właśnie za sprawą środków unijnych w latach tych w sektorze bankowym zanotowano rekordowe przyrosty nadpłynności, co z kolei determinowało niespotykany do tej pory w polskich warunkach wzrost emisji bonów pieniężnych NBP w ramach operacji otwartego rynku. Miało to istotny wpływ na koszty operacyjne banku centralnego i jego wynik finansowy.

W okresach relatywnie szybkiego umacniania się złotego (np. lata 2009-2010) sam proces przewalutowania środków w NBP (z pominięciem rynku) powstrzymał dalszą aprecjację kursu. Efekt ten jest trudny do oszacowania (autorzy nie podejmują się tego zadania). Biorąc pod uwagę nie dzienne obroty na polskim rynku walutowym, lecz obroty liczone dla dłuższego horyzontu, efekt ten można jednak ocenić jako raczej umiarkowany: skala rocznego napływu netto środków unijnych równa ok. 1% średniorocznych obrotów na polskim rynku walutowym. Niezależnie od siły wpływu, był to czynnik działający jednoznacznie przeciw presji aprecjacyjnej.

W okresach relatywnej słabości złotego (np. 2011 r.), silny strumień napływu środków unijnych pozostawił w rękach MF (rachunek walutowy) i NBP (rezerwy walutowe) znaczący bufor kursowy. Innymi słowy napływ środków z UE wpłynął na powiększenie możliwości oddziaływania na kurs ze strony NBP i MF poprzez rosące zasoby służące jako asumpt do interwencji walutowych. Przemyślana strategia interwencji (interwencje przy różnych poziomach kursu, brak określonego benchmarku uruchamiającego interwencje, unikanie prób przeciwdziałania silnym trendom rynkowym) wraz z powiększonym arsenalem rezerw zwiększa szanse na sku-



teczne zarządzanie kursem<sup>9</sup>. Jak już wspomniano, sam fakt obecności na rynku polskiego banku centralnego zmienia postrzeganie układu ryzyk na rynku, oddziałując na skłonność do spekulacji wśród inwestorów.

Dotychczasowe interwencje NBP i MF okazały się skuteczne, jednak ich efekty – z samej natury rzeczy – krótkoterminowe. Zaangażowanie większych kwot przez NBP i MF może przynosić powodzenie w punktowym korygowaniu kursu. Polskie władze gospodarcze nie mają jednak szans w starciu z szerokim trendem rynkowym. Niestety, ostatnia fala osłabienia złotego spowodowana została właśnie poprzez oddziaływanie czynników globalnych. W drugiej połowie 2011 r. złoty tracił równo z innymi walutami rynków wschodzących, np. indyjską rupią, brazylijskim realem, meksykańskim peso czy randem RPA. W trzecim kwartale 2011 r. skala deprecjacji wyniosła około 15%. Głęboka i ogólnoswiatowa tendencja deprecjacyjna stanowi w tym kontekście siłę nie do zatrzymania dla pojedynczych banków centralnych świata, nawet tych dysponujących pokaźnymi środkami rezerwowymi.

W neutralnych warunkach rynkowych efektywne kierowanie kursem złotego jest jednak możliwe. Napływ środków z UE pozostanie jeszcze na kilka lat czynnikiem powiększającym rezerwy dewizowe znajdujące się w dyspozycji MF i NBP, a co za tym idzie – także i możliwości oddziaływania na kurs. Warto podkreślić, patrząc na prognozę wielkości transferów do Polski w następnych latach – czynnik ten będzie jednak systematycznie wygasał.

## Literatura

- Alard C., Choueiri N., Schadler S., Van Elkan R., *Macroeconomic effect of EU Transfers in New Member States*, IMF Working Paper WP/08/223, September 2008.
- Dealing with the Macroeconomic Impact of Scaling Up Aid*, Conference of African Ministers of Finance, „Financing for Development. From Commitment to Action in Africa”, 21-22 maja 2006, Abuja, Nigeria.
- Edwards S., Savastano M.A., *Exchange Rates in Emerging Economics: What do We Know? What do We Need to Know?*, Working Paper Series 7228, NBER 1999.
- EU Budget 2009. Financial Report, Publications Office of the European Union, Luxembourg 2010, s. 75-78.
- Eurostat, Regional Statistics, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- Gupta S., Powell R., Yang Y., *Macroeconomic Challenges of Scaling Up Aid to Africa. A Checklist for Practitioners*, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2006.
- Komunikat w sprawie przeprowadzonych przez Ministerstwo Finansów transakcji rynkowych w 2010 r., Ministerstwo Finansów, 31.05.2011.
- Komunikat w sprawie stanu środków walutowych oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem zagranicznym Skarbu Państwa, Ministerstwo Finansów, 15.12.2010.
- Komunikat w sprawie stanu środków walutowych oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem zagranicznym Skarbu Państwa, Ministerstwo Finansów, 17.01.2011.
- The Macroeconomics of Managing Increased Aid Inflows: Experiences of Low-Income Countries and Policy Implications, Policy Development and Review Department, August 8, 2005.

<sup>9</sup> Więcej na temat możliwości stabilizowania kursu w: [Edwards, Savastano 1999].

- Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007.
- Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP. Raport roczny 2010, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Skumulowane przepływy finansowe między RP a UE w 2005 r i kolejne, Ministerstwo Finansów.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Zaleski J., Wojtasiak-Terech A., Tomaszewski P., Zembaty M., *Wpływ realizacji inwestycji finansowanych z funduszy unijnych na kształtowanie się głównych wskaźników dokumentów strategicznych – Narodowego Planu Rozwoju i Narodowej Strategii Spójności oraz innych wybranych wskaźników makroekonomicznych na poziomie krajowym i regionalnym za pomocą modelu krajowego i modeli regionalnych HERMIN*, Wrocławska Agencja Rozwoju Regionalnego, Wrocław 2008.
- Zmiany w ustawie o finansach publicznych a wdrażanie Funduszy Europejskich, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, 2.01.2010.

## **EU TRANSFERS AND THEIR IMPACT ON MONETARY POLICY AND EXCHANGE RATE IN POLAND AFTER 2004**

**Summary:** In the recent years, owing to the European Union transfers, Poland has gained an additional financial source for modernization and economic growth. At the same time, the financial aid inflows have influenced Polish money and currency market. The aim of the article is to research 1) whether the EU transfers should be taken into account by the National Bank of Poland while policy making and 2) whether they can serve as a tool of exchange rate managing. Together with the EU funds inflows, new challenge has appeared that is how to facilitate and absorb them within domestic money market. EU transfers have played an important role in the increase of the banking sector liquidity stance in Poland. Moreover, the process of conversion itself has been treated by the Polish monetary and fiscal authorities as an instrument of controlling the exchange rate fluctuations.

**Keywords:** EU funds, monetary policy, exchange rate.