



Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego

**Warunki prowadzenia działalności eksportowej
w latach 2005-2006
w aspekcie wpływu kursu walutowego
na rentowność eksportu**

Warszawa, luty 2006 r.

Spis treści

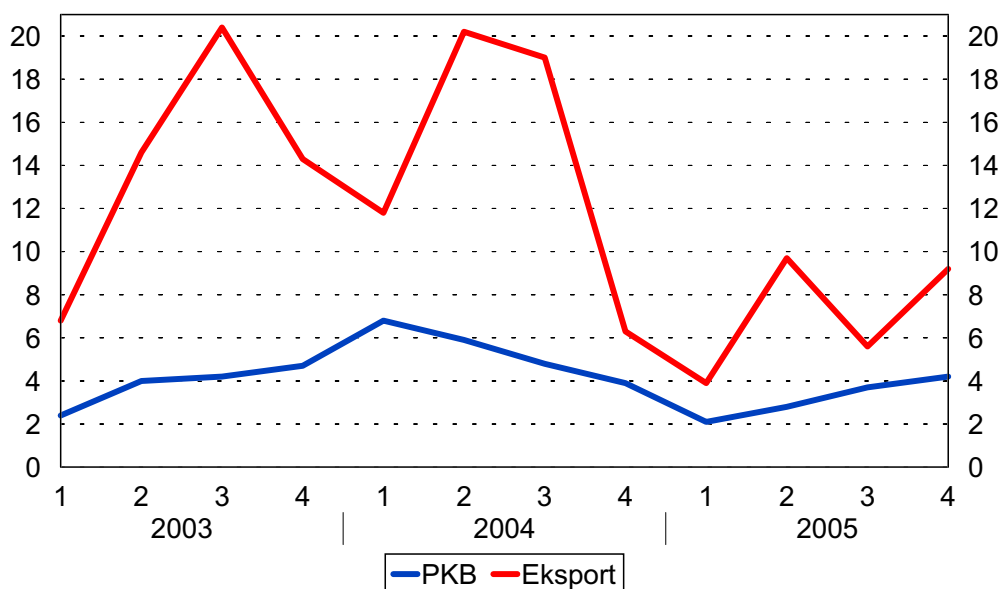
	Strona
1. Ranga eksportu jako czynnika wzrostu gospodarczego	3
2. Skala aprecjacji kursu złotego	4
3. Zmiany rentowności eksportu na tle zmian kursu złotego wobec euro i dolara	7
3.1. Analiza według działów przemysłu przetwórczego	8
3.2. Analiza według wielkości firmy	11
3.3. Zmiany rentowności a kurs złotego	12
3.4. Liczba pracujących w przedsiębiorstwach eksportujących	14
3.5. Możliwości finansowania inwestycji w przedsiębiorstwach eksportujących	15
4. Oddziaływanie kursu walutowego na wielkość eksportu w ocenach przedsiębiorstw eksportujących	16
5. Analiza zmienności kursu złotego oraz możliwości zabezpieczania się eksporterów przed ryzykiem kursowym	18
6. Kursowy próg rentowności i kurs trwałej opłacalności eksportu	20
7. Wpływ polityki pieniężnej i fiskalnej na poziom kursu walutowego	24
8. Podsumowanie	27

1. Ranga eksportu jako czynnika wzrostu gospodarczego

Osiągnięcie wysokiego tempa wzrostu PKB stało się w ostatnich latach w Polsce trudnym zadaniem. Decyduje o tym niska dynamika popytu krajowego. Wynika ona zarówno ze skromnego tempa wzrostu konsumpcji jak i z niewielkiej skłonności przedsiębiorstw do inwestowania. Wysokie bezrobocie powoduje, że rynek krajowy stracił impet i pogorszyły się jego perspektywy rozwojowe. Z drugiej strony, niskie tempo wzrostu PKB sprawia, że popyt na pracę rośnie tylko nieznacznie. Jedynym czynnikiem wyrrywającym gospodarkę z tego błędnego koła jest eksport.

W latach 2003-2005 dynamika eksportu stale przewyższała dynamikę PKB (wykres 1.1). Szczególnie wysokie, dwucyfrowe tempo wzrostu eksportu występowało w okresie do trzeciego kwartału 2004 roku. W 2005 roku ta przewaga eksportu została zachowana, ale jej skala wyraźnie zmniejszyła się. Istnieje poważna obawa, że w 2006 roku siła naszej ekspansji eksportowej może ulec dalszemu osłabieniu.

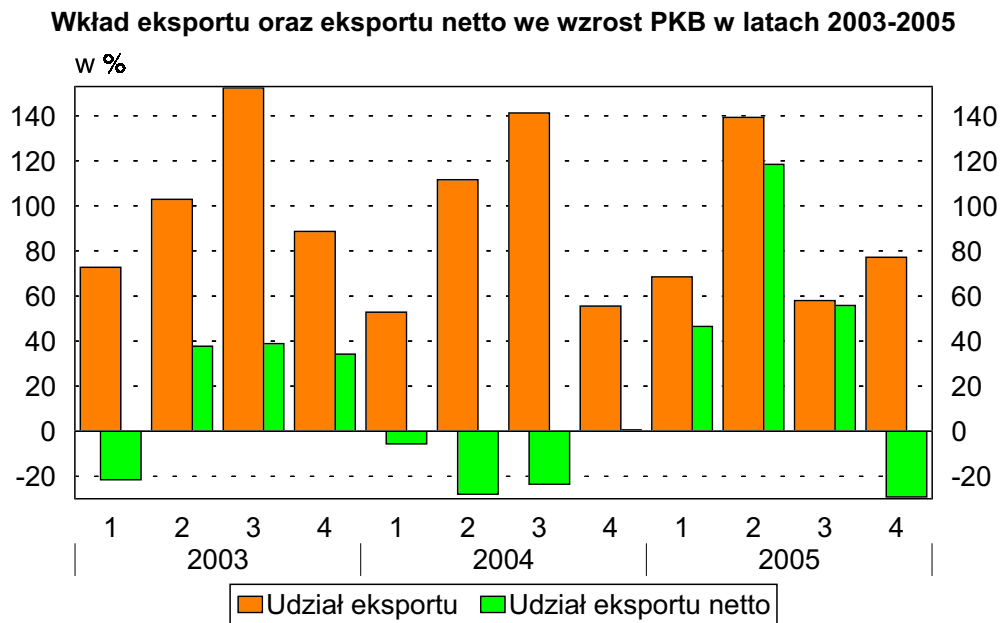
Wykres 1.1
Tempo wzrostu eksportu i PKB w latach 2003-2005 (roczne stopy wzrostu w %)



Stworzyłoby to istotne zagrożenie zarówno dla dynamiki wzrostu gospodarczego jak i sytuacji na rynku pracy. W ostatnich trzech latach eksport miał decydujący wpływ na stopę wzrostu PKB (wykres 1.2). Jego wkład w ten wzrost sięgał przeciętnie aż 90%. Także w

ujęciu netto (tj. po pomniejszeniu o import) ranga eksportu jako czynnika podtrzymującego koniunkturę w gospodarce narodowej do końca trzeciego kwartału 2005 roku była wysoka.

Wykres 1.2



2. Skala aprecjacji kursu złotego

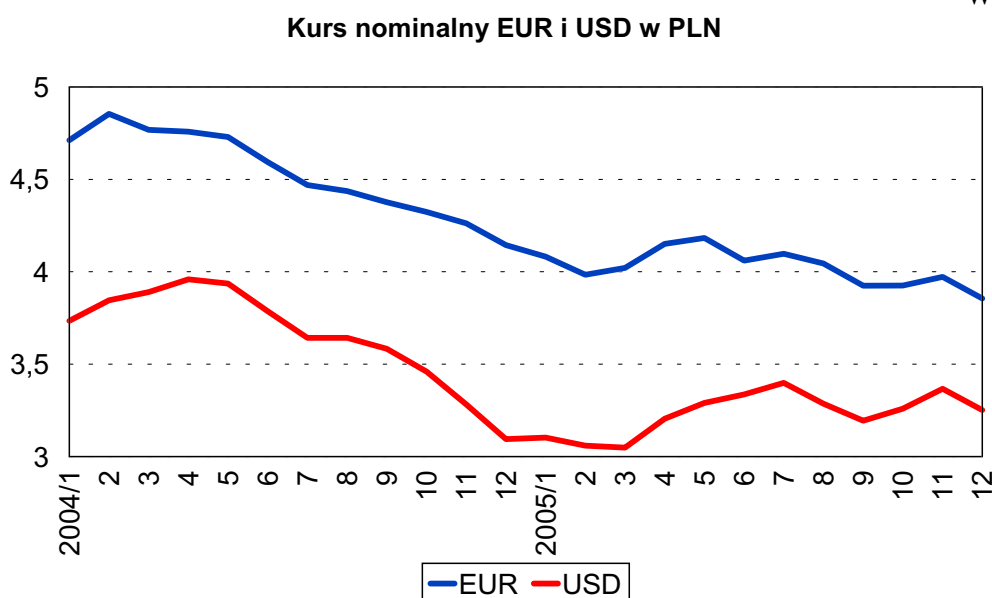
Kurs złotego wykazywał w ostatnich dwóch latach silną tendencję do aprecjacji. W 2005 r. w porównaniu do 2004 r. w stosunku do euro złoty zaprecjonował się o 12,6%, a w stosunku do dolara o 13%. Aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego (NEER) wyniosła 12,7%. W grudniu 2005 r. w porównaniu ze styczniem 2004 r. złoty był silniejszy w stosunku do euro o 22,2%, a w stosunku do dolara o 14,9% (wykres 2.1).

O zmianach konkurencyjności cenowej eksportu przesądzają zmiany realnego efektywnego kursu złotego (REER)¹. Realny kurs złotego, przy danym nominalnym efektywnym kursie walutowym (NEER), kształtuje się odmiennie w zależności od zastosowanego rodzaju deflatora. Powszechnie stosowane są jako deflatory następujące indeksy cenowe: ceny towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), ceny produkcji (PPI),

¹ W konstrukcji REER poza kursem nominalnym uwzględniane są ceny krajowe i ceny zagraniczne, odpowiednio w walucie krajowej i w walutach zagranicznych. REER jest indeksem, wyrażającym – przy danym okresie bazowym - stosunek zmian cen krajowych, przeliczonych na walutę obcą po kursie rynkowym, do zmian cen zagranicznych. Wzrost REER oznacza pogorszenie konkurencyjności cenowej eksportu.

jednostkowe koszty pracy (ULC) oraz ceny eksportowe (EXP). Ze względu na dominujące znaczenie w handlu zagranicznym Polski wymiany z krajami UE, a więc obszaru o stosunkowo stabilnych cenach, zmiany relacji cen – krajowych w złotych i zagranicznych w walutach obcych - dokonują się głównie pod wpływem cen krajowych.

Wykres 2.1



Przy tak silnej nominalnej aprecjacji złotego, jaka wystąpiła w 2005 r., do realnej aprecjacji doszło przy każdym z zastosowanych rodzajów deflatorów (wykres 2.2)². Przy przyjęciu za podstawę 2004 r.:

REER wobec PPI = 1,092,

REER wobec ULC = 1,133,

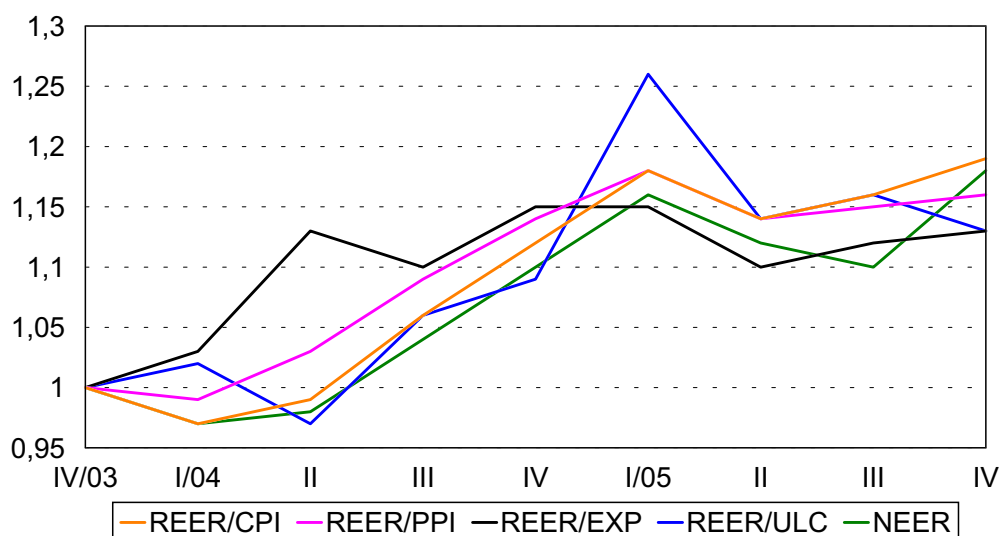
REER wobec EXP = 1,020,

REER wobec CPI = 1,127.

Tak więc w skali roku kurs realny deflowany cenami eksportu wykazał 2% aprecjację, a cenami producenta 9% aprecjację. Przy deflacji przy użyciu jednostkowych kosztów pracy i cen konsumenta REER nie odbiegał od NEER, a więc w obydwóch przypadkach odnotowano 13% aprecjację.

² Do sporządzenia rysunku wykorzystane zostały szeregi pochodzące z NBP.

Kurs złotego (IV kwartał 2003 r.=1)



Należy podkreślić, że w 2005 r. uległa załamaniu – obserwowana w trzech poprzednich latach – tendencja do równoległego wzrostu relacji krajowych cen eksportowych (EXP) do zagranicznych EXP oraz spadku relacji krajowych jednostkowych kosztów pracy (ULC) do zagranicznych ULC. Jest to równoznaczne – w tej części, w której stanowi efekt spadku krajowych cen eksportowych oraz wzrostu krajowych jednostkowych kosztów pracy – z pogarszaniem się w 2005 r. opłacalności eksportu w wyniku równoległego obniżenia przychodów oraz podwyższenia kosztów.

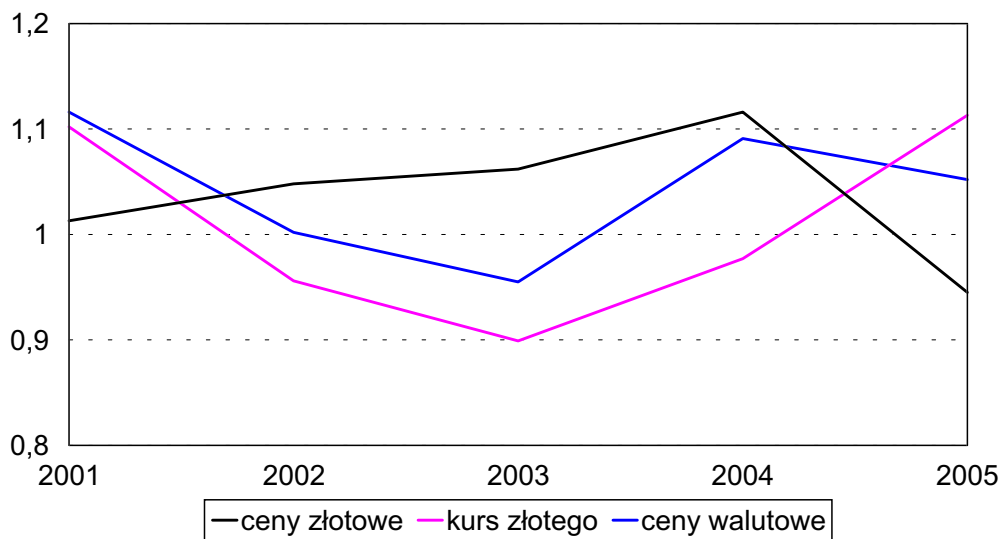
Można sądzić, że ten czynnik poprawy konkurencyjności eksportu, którym w poprzednich latach był spadek jednostkowych kosztów pracy, już wygasł. Wynika to stąd, że możliwości głębokiej redukcji zatrudnienia i hamowania wzrostu płac dzięki wysokiemu bezrobociu są wyczerpywane, a perspektywy wzrostu wydajności pracy przy niewielkich inwestycjach – wątpliwe.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że obserwowany w 2005 r. spadek cen w naszym eksporcie w wyrażeniu złotowym wynikał z aprecjacji złotego, gdyż ceny w wyrażeniu walutowym nadal wykazywały wzrost, aczkolwiek już nie tak silny, jak w 2004 r. Na wykresie 2.3 – w oparciu o szeregi NEER oraz cen w eksporcie towarów i usług w wyrażeniu złotowym pochodzące z OECD – pokazana została szacunkowa dynamika cen eksportowych w wyrażeniu walutowym (dynamika cen złotych została skorygowana dynamiką

nominalnego efektywnego kursu złotego). Szacuje się, że w 2005 r. ceny złotowe w eksporcie spadły o 5,5%, pomimo 5,2% wzrostu cen walutowych. Próby kompensowania ubytku wpływów wynikających z aprecjacji złotego wzrostem ceny walutowej w eksporcie mogą jednak spowodować utratę konkurencyjności cenowej, zwłaszcza jeśli proces ten będzie trwał dłużej.

Wykres 2.3

**NEER, zmiany cen w eksporcie towarów i usług
w wyrażeniu złotowym i w wyrażeniu walutowym
(rok poprzedni=1)**



3. Zmiany rentowności eksportu na tle zmian kursu złotego wobec euro i dolara

W 2005 r. nastąpiło wyraźne pogorszenie sytuacji finansowej eksporterów w Polsce. Spadek rentowności uzyskiwany przez te przedsiębiorstwa był powszechny tzn. wystąpił w zdecydowanej większości branż i we wszystkich klasach firm, biorąc pod uwagę ich wielkość.

Dane o sytuacji finansowej eksporterów pochodzą z badania prowadzonego systematycznie przez Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego od 1994 r. Podstawową zaletą tego monitoringu jest to, że badanie nie ma charakteru wycinkowego, odnoszącego się do danej branży, czy regionu lub też do wybranej losowo grupy przedsiębiorstw, ale obejmuje wszystkie firmy eksportujące w Polsce, które zatrudniają powyżej 49 osób.

Ostatnie, dostępne dane obejmują I-III kwartał 2005 r. W okresie tym było w Polsce 7287 eksporterów, zatrudniających powyżej 49 osób, z czego 5458 podmiotów (74,9%) działało

w przemyśle przetwórczym. Wśród eksporterów z tej sekcji dominowały przedsiębiorstwa średnie (75,9%), zatrudniające od 50 do 249 osób. Na 5458 przedsiębiorstw eksportujących z przemysłu przetwórczego było 1724 podmiotów, w których udział eksportu w przychodach ogółem wynosił powyżej 50%. Na tę podgrupę, nazwaną przedsiębiorstwami silnie zorientowanymi na eksport, przypadało ponad 70% całego eksportu przemysłu przetwórczego.

3.1. Analiza według działów przemysłu przetwórczego

W pierwszych trzech kwartałach 2005 r. sytuacja finansowa ogółu badanych eksporterów z przemysłu przetwórczego pogorszyła się w porównaniu do analogicznego okresu z roku poprzedniego. Podstawowy wskaźnik rentowności obrotu brutto zmniejszył się z 8,4% w I-III kwartale 2004 r. do 6,5% w I-III kwartale 2005 r. (tablica 3.1). W tym samym czasie analogiczny wskaźnik dla ogółu nieeksporterów z przemysłu przetwórczego nie zmienił się. Sugeruje to wyraźnie, że warunki sprzedaży w eksporcie pogorszyły się. Jak wykazuje dalsza analiza, zjawisko to było powszechne i dotyczyło wszystkich trzech, wyodrębnionych pod względem wielkości, klas firm i prawie wszystkich branż. Spadek rentowności w przypadku eksporterów nie mógł być związany z koniunkturą na rynku krajowym, gdyż wtedy odczuliby to przede wszystkim nieeksporterzy.

Na 23 działy przemysłu przetwórczego w 19 przypadkach nastąpiło pogorszenie wskaźnika rentowności brutto, co obrazuje, jak poważna jest to sytuacja. Regres był największy w działach: produkcja metali³, produkcja sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych, zagospodarowanie odpadów, produkcja drewna i wyrobów z drewna, produkcja maszyn i aparatury elektrycznej, produkcja odzieży (wykres 3.1). W niektórych działach spadek rentowności był stosunkowo niewielki, ale wystąpił z już bardzo niskiego poziomu. Taka sytuacja miała miejsce w przypadku działów produkcji pozostałego sprzętu transportowego⁴ (spadek z 2,1% do 1,8%) i produkcji maszyn biurowych i komputerów (z 2,1% do 1,6%).

³ Dział ten obejmuje m.in. hutnictwo żelaza i stali.

⁴ W tym dziale znajduje się m.in. przemysł stoczniowy

Tablica 3.1

Zmiany rentowności obrotu brutto eksporterów w poszczególnych działach przemysłu przetwórczego między I-III kwartałem 2004 r. i I-III kwartałem 2005 r. (w %)

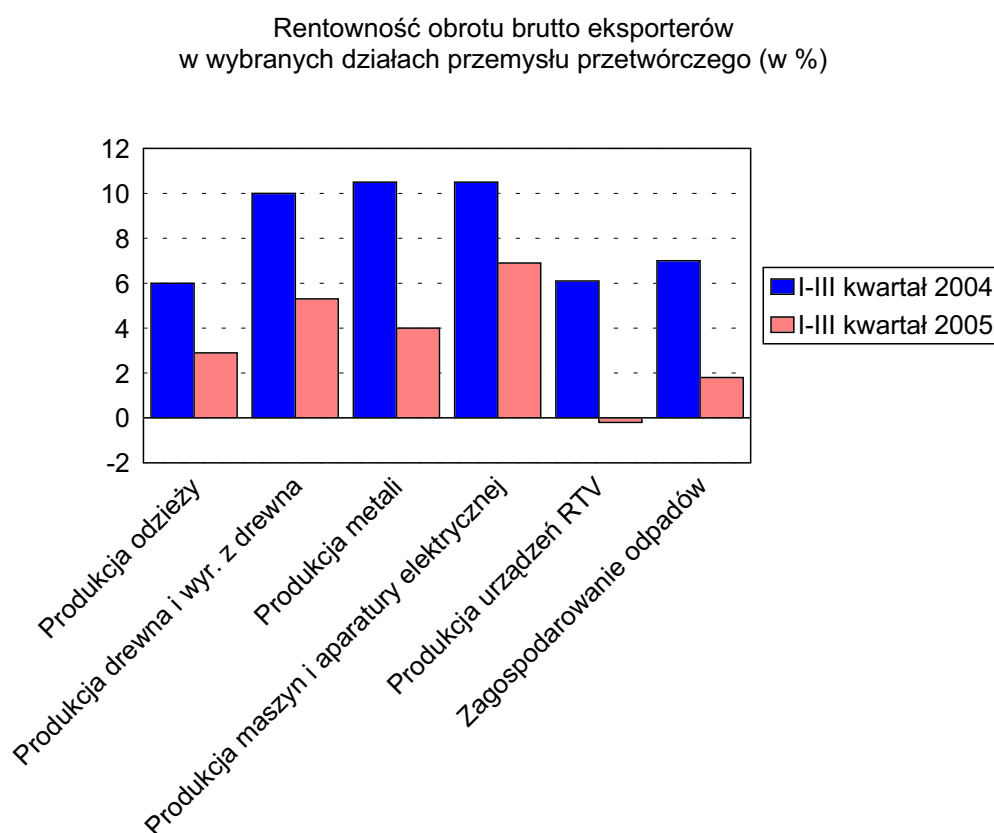
Wyszczególnienie	Rentowność I-III kwartał 2004 (A)	Rentowność I-III kwartał 2005 (B)	Różnica w pkt proc. między wskaźnikiem rentowności w okresie (B) i (A)
Eksporterzy ogółem	8,4	6,5	-1,9
Produkcja artykułów spożywczych i napojów (dział 15)	5,9	5,0	-0,9
Produkcja wyrobów tytoniowych (16)	1,4	2,1	0,7
Włókiennictwo (17)	6,8	4,4	-2,4
Produkcja odzieży (18)	6,0	2,9	-3,1
Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skór (19)	6,2	6,4	0,2
Produkcja drewna i wyrobów z drewna (20)	10,0	5,3	-4,7
Produkcja masy włóknistej, papieru i wyrobów z papieru (21)	11,0	8,1	-2,9
Działalność wydawnicza, poligrafia (22)	7,4	10,4	3
Wywarzanie koksu, produktów rafinacji ropy naftowej (23)	13,0	10,1	-2,9
Produkcja wyrobów chemicznych (24)	9,1	8,9	-0,2
Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych (25)	8,8	6,6	-2,2
Produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych pozostałych (26)	13,2	10,3	-2,9
Produkcja metali (27)	10,5	4,0	-6,5
Produkcja metalowych wyrobów gotowych (28)	9,4	7,2	-2,2
Produkcja maszyn i urządzeń (29)	7,6	5,6	-2
Produkcja maszyn biurowych i komputerów (30)	2,1	1,6	-0,5
Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej (31)	10,5	6,9	-3,6
Produkcja urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyj. (32)	6,1	-0,2	-6,3
Produkcja instrumentów medycznych, pre czyzyjnych i optycznych (33)	7,5	6,3	-1,2
Produkcja pojazdów mechanicznych (34)	6,8	7,0	0,2
Produkcja pozostałego sprzętu transportowego (35)	2,1	1,8	-0,3
Produkcja mebli; pozostała działalność nie sklasyfikowana (36)	7,5	5,9	-1,6
Zagospodarowanie odpadów (37)	7,0	1,8	-5,2

Źródło: IKCHZ

Pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw eksportujących z przemysłu przetwórczego było szczególnie wyraźne w przedsiębiorstwach silnie zorientowanych na eksport. Na 18 działów tej sekcji, dla których dostępne są wyniki, tylko w jednym przypadku (produkcja pojazdów mechanicznych) nastąpiła poprawa w zakresie rentowności brutto (tablica 3.2). Poprawa ta była zresztą minimalna i wyniosła zaledwie 0,1 pkt proc.

W 16 działach wyniki pogorszyły się, a w jednym nie uległy zmianie. W tym ostatnim przypadku chodzi o produkcję pozostałego sprzętu transportowego. Rentowność brutto eksporterów z tego ostatniego działu, obejmującego m.in. przemysł stoczniowy, utrzymała się na bardzo niskim poziomie 0,6%. Spadek rentowności był największy w działach obejmujących: działalność wydawniczą i poligrafię; produkcję sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych; produkcję maszyn i urządzeń; produkcję maszyn i aparatury elektrycznej; produkcję odzieży. Obniżenie rentowności było szczególnie dotkliwe dla eksporterów sprzętu rtv, dla których omawiany wskaźnik zmniejszył się z 7,2% do 1%.

Wykres 3.1



W niektórych branżach spadek opłacalności produkcji eksportowej byłby znacznie poważniejszy, gdyby nie fakt, że spora część materiałów, czy komponentów jest sprowadzana z zagranicy. W warunkach zwyżkującego złotego oznacza to tańszy import, co łagodzi w pewnym stopniu ujemny wpływ zmniejszających się przychodów z eksportu. W takiej sytuacji jest np. przemysł motoryzacyjny (dział 34). Jednak dla przedsiębiorstw, w których wartość eksportu jest wyższa niż wartość importu, ostateczny efekt aprecjacji jest negatywny.

Tablica 3.2

Zmiany rentowności obrotu brutto w przedsiębiorstwach silnie zorientowanych na eksport w poszczególnych działach przemysłu przetwórczego między I-III kwartałem 2004 r. i I-III kwartałem 2005 r. (w %)

Wyszczególnienie	Rentowność I-III kwartał 2004 (A)	Rentowność I-III kwartał 2005 (B)	Różnica w pkt proc. między wskaźnikiem rentowności w okresie (B) i (A)
Przedsiębiorstwa silnie zorientowane na eksport ogółem	8,1	6,2	-1,9
Produkcja artykułów spożywczych i napojów (dział 15)	6,2	5,7	-0,5
Włókiennictwo (17)	8,0	5,5	-2,5
Produkcja odzieży (18)	5,6	2,3	-3,3
Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skór (19)	5,5	3,0	-2,5
Produkcja drewna i wyrobów z drewna (20)	8,3	6,2	-2,1
Produkcja masy włóknistej, papieru i wyrobów z papieru (21)	17,4	8,5	-8,9
Produkcja wyrobów chemicznych (24)	8,1	7,0	-1,1
Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych (25)	10,7	8,3	-2,4
Produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych pozostałych (26)	9,8	7,5	-2,3
Produkcja metali (27)	5,0	2,6	-2,4
Produkcja metalowych wyrobów gotowych (28)	9,2	7,6	-1,6
Produkcja maszyn i urządzeń (29)	10,4	5,7	-4,7
Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej (31)	11,7	7,2	-4,5
Produkcja urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyj. (32)	7,2	1,0	-6,2
Produkcja instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych (33)	9,5	6,4	-3,1
Produkcja pojazdów mechanicznych (34)	6,7	6,8	0,1
Produkcja pozostałego sprzętu transportowego (35)	0,6	0,6	0
Produkcja mebli; pozostała działalność nie sklasyfikowana (36)	7,8	5,8	-2

Źródło: IKCHZ

3.2. Analiza według wielkości firmy

O tym, że pogorszenie rentowności u eksporterów z przemysłu przetwórczego było w 2005 r. powszechne, świadczy także fakt, że zjawisko to nastąpiło we wszystkich trzech, wyodrębnionych według wielkości zatrudnienia, klasach firm (tablica 3.3). Największy regres wystąpił w odniesieniu do podmiotów bardzo dużych i firm średnich. W I-III kwartale 2005 r., w przemyśle przetwórczym, rentowność brutto dla eksporterów spadła o 2,3 pkt. proc. w przedsiębiorstwach bardzo dużych, o 2 pkt. proc. w podmiotach średnich.

Dominująca wśród naszych eksporterów grupa podmiotów średnich (od 50 do 249 osób), licząca 4145 firm, zanotowała spadek rentowności brutto z 7,4% w pierwszych 3 kwartałach 2004 r. do 5,4% w okresie styczeń-wrzesień 2005.

Tablica 3.3

Zmiany rentowności obrotu brutto eksporterów w poszczególnych klasach firm między I-III kwartałem 2004 r. a I-III kwartałem 2005 r. (w %).

Wyszczególnienie	Rentowność I-III kwartał 2004 (A)	Rentowność I-III kwartał 2005 (B)	Różnica w pkt proc. Między wskaźnikiem rentowności w w okresie (B) i (A)
Eksporterzy ogółem	8,4	6,5	-1,9
Firmy średnie (od 50 do 249 osób)	7,4	5,4	-2
Firmy duże (250-1000)	7,6	6,4	-1,2
Firmy bardzo duże (powyżej 1000)	9,5	7,2	-2,3

Źródło: IKCHZ.

3.3. Zmiany rentowności a kurs złotego

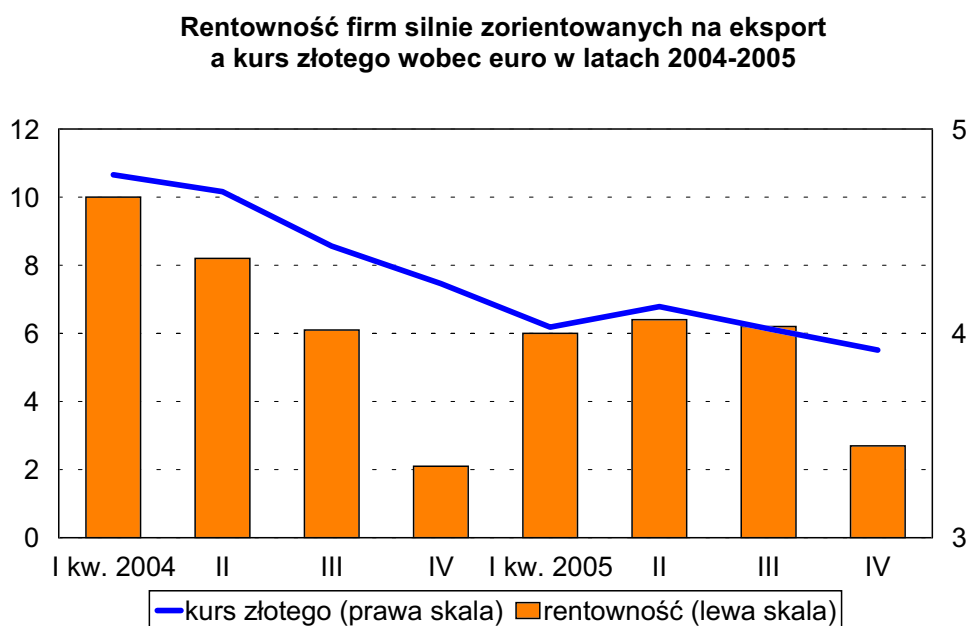
Główną przyczyną spadku rentowności przedsiębiorstw eksportujących w 2005 r. był wzrost kursu złotego, który niekorzystnie wpłynął na opłacalność eksportu. Średni kurs euro, w której to walucie fakturowane jest ok. 70% polskiego eksportu, obniżył się z 4,6327 zł w I-III kwartale 2004 r. do 4,0608 zł w I-III kwartale 2005 r., tj. o 12,3%. Podobne zjawisko miało miejsce w odniesieniu do dolara USA. Średni kurs tej waluty wyrażony w zł obniżył się z 3,7802 w I-III kwartale 2004 r. do 3,2141 w I-III kwartale 2005 r., tj. o 15%.

Zależność między poziomem kursu walutowego a rentownością wykazywaną przez eksporterów wystąpiła szczególnie wyraźnie w kolejnych kwartałach 2005 r. (wykres 3.2, tablica 3.4). W II kwartale tego roku niewielkie osłabienie kursu złotego spowodowało natychmiastowy wzrost rentowności. Odwrotna sytuacja wystąpiła w III kwartale: aprecjacja złotego doprowadziła do spadku rentowności.

Dostępne dane dotyczące sytuacji finansowej firm eksportujących kończą się na III kwartale 2005 r.. Z całą pewnością można stwierdzić, że od tego czasu nastąpił dalszy i znacznie poważniejszy niż w III kwartale, spadek rentowności tych firm. Spowodowane to było co najmniej trzema czynnikami. Po pierwsze, IV kwartał 2005 przyniósł dalszą aprecjację złotego w stosunku do euro (por. tablica 3.4). Po drugie, począwszy od listopada 2005 r. nastąpiło drastyczne ograniczenie eksportu rolno-spożywczego do Rosji w wyniku zakazu sprzedaży polskiego mięsa i produktów roślinnych w tym kraju. Wreszcie bardzo ważnym czynnikiem jest to, że - jak wykazują wyniki dotychczasowych badań IKCHZ - w IV kwartale zwykle występuje

wyraźna tendencja do pogorszenia rezultatów finansowych firm, związana z praktyką księgowania (w przedsiębiorstwach, w okresie sporządzenia bilansu, następuje urealnienie należności)⁵. W rezultacie szacujemy, że w IV kwartale 2005 rentowność brutto ogółu podmiotów eksportujących z przemysłu przetwórczego nie przekroczy 3%. W wielu branżach można spodziewać się ujemnej rentowności w tym okresie. Dalszy spadek opłacalności eksportu wystąpił w styczniu 2006 r. w związku kontynuacją trendu umacniania się złotego.

Wykres 3.2



Tablica 3.4

Rentowność eksporterów z przemysłu przetwórczego a kurs złotego w latach 2004 - 2005.

Wyszczególnienie	Kurs euro w złotych	Rentowność obrotu brutto eksporterów ogółem	Rentowność obrotu brutto przedsiębiorstw silnie zorientowanych na eksport
I kwartał 2004	4,7763	7,5	10,0
II kwartał 2004	4,6935	9,3	8,2
III kwartał 2004	4,4268	8,4	6,1
IV kwartał 2004	4,2431	5,2	2,1
I kwartał 2005	4,0303	6,2	6,0
II kwartał 2005	4,1314	6,8	6,4
III kwartał 2005	4,0223	6,5	6,2
IV kwartał 2005	3,9180	3,0 (szacunek)	2,7 (szacunek)

Źródło: IKCHZ i szacunki własne.

⁵ Zjawisko wyraźnego spadku rentowności u eksporterów w IV kwartale w porównaniu z III kwartałem wystąpiło we wszystkich pięciu latach (2000-2004), poprzedzających 2005 r.

Należy zdawać sobie sprawę, że podawane przez nas wyniki dotyczą wyłącznie przedsiębiorstw średnich, dużych i bardzo dużych. Gdyby uwzględnić małe firmy (zatrudniające poniżej 50 osób), wskaźniki rentowności dla ogółu eksporterów byłyby odpowiednio gorsze. Z innych badań prowadzonych w IKCHZ wynika bowiem, że wskaźniki rentowności podmiotów małych są – z reguły - gorsze niż podmiotów średnich i dużych. I tak np. w 2004 r. rentowność obrotu brutto eksporterów wyniosła: 5,2% w przedsiębiorstwach zatrudniających od 10 do 49 osób wobec 5,5% w firmach zatrudniających od 50 do 249 osób i 7,4% w podmiotach zatrudniających powyżej 249 osób⁶. Z kolei w 2003 r. wskaźniki te kształtowały się w wysokości odpowiednio: 1,4%, wobec 3,2% i 3,1%⁷.

3.4 Liczba pracujących w przedsiębiorstwach eksportujących

Pogorszenie się sytuacji finansowej eksporterów może wzmocnić presję na redukcję zatrudnienia. Taka sytuacja wystąpiła już latach 2000-2002, kiedy to wzrost kursu złotego, a potem jego stabilizacja na wysokim poziomie przyczyniły się do pogorszenia kondycji firm eksportujących i znacznego spadku zatrudnienia w sektorze eksportowym. Powtórzenie się tej tendencji obecnie może doprowadzić do zahamowania (a nawet do odwrócenia) występującego, od początku 2004 r., procesu powolnego spadku bezrobocia.

Należy zdawać sobie sprawę z tego, że w przemyśle przetwórczym udział zatrudnionych w przedsiębiorstwach eksportujących jest znaczny. W I-III kwartale 2005 r. na 1614,5 tys. pracujących w przemyśle przetwórczym – w firmach średnich i dużych - aż 1363 tys. pracujących przypadało na przedsiębiorstwa eksportujące, w tym 506 tys. na podmioty silnie zorientowane na eksport. Należy liczyć się z tym, że właśnie pracownicy zatrudnieni w tych ostatnich przedsiębiorstwach będą najbardziej narażeni na ewentualne zwolnienia w przypadku dalszego spadku opłacalności eksportu. Dotyczy to zwłaszcza tych branż, z których eksporterzy już po trzech kwartałach 2005 r. wykazywali stosunkowo niską rentowność (por. dane z tablicy 3.2). Chodzi tu o następujące działy:

- produkcja odzieży - liczba pracujących w przedsiębiorstwach silnie zorientowanych na eksport wyniosła w I-III kwartale 2005 r. 31,9 tys.;
- produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skór - liczba pracujących 4,9 tys.;

⁶ „Analiza i ocena sytuacji finansowej małych i średnich przedsiębiorstw, w tym eksporterów na rynek Unii Europejskiej i na pozostałe rynki w roku 2004 i w pierwszym półroczu 2005”, opracowanie na zamówienie Ministerstwa Gospodarki i Pracy, IKCHZ, Warszawa, listopad 2005.

⁷ „Sytuacja finansowa małych i średnich przedsiębiorstw, w tym eksporterów na rynek krajów Unii Europejskiej i na pozostałe rynki w roku 2003 i w pierwszym półroczu 2004”, opracowanie na zamówienie Ministerstwa Gospodarki i Pracy, IKCHZ, Warszawa, listopad 2004.

- produkcja metali - liczba pracujących 10,2 tys.;
- produkcja urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych - szacuje się, że liczba pracujących wyniosła 15-20 tys.;
- produkcja pozostałego sprzętu transportowego - liczba pracujących 31,5 tys.;
- produkcja artykułów spożywczych i napojów - liczba pracujących 16,8 tys.;
- włókiennictwo - liczba pracujących 15,1 tys.;
- produkcja mebli - liczba pracujących 76 tys.;
- produkcja maszyn i urządzeń - liczba pracujących 34,6 tys.

W sumie, w sektorze eksportowym, potencjalnie zagrożonych jest ok. 240 tys. miejsc pracy.

3.5. Możliwości finansowania inwestycji w przedsiębiorstwach eksportujących

Gorsza kondycja finansowa zmniejsza możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych w przedsiębiorstwach eksportujących. Jak wiadomo, w Polsce jest to główne źródło finansowania nakładów na środki trwałe: w 2004 r. na środki własne przypadało 71,4% nakładów inwestycyjnych, a na kredyt bankowy zaledwie 11,8%⁸. W wysoko rozwiniętych krajach Unii Europejskiej proporcje te są odwrotne, a podstawą finansowania rozwoju firm jest kredyt bankowy.

Możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych dobrze pokazuje wielkość cash flow (amortyzacja + zysk netto). Udział cash flow w przychodach ogółem zmniejszył się w przedsiębiorstwach eksportujących przemysłu przetwórczego z 10,5% w I-III kwartale 2004 r. do 8,9% w I-III kwartale 2005 r., w tym w przedsiębiorstwach silnie zorientowanych na eksport z 10,4% do 8,7%. W tej ostatniej grupie firm wskaźnik ten obniżył się najwięcej w działach:

- produkcja masy włóknistej, papieru i wyrobów z papieru (z 20,5% do 13,4%),
- produkcja sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych (z 8,5% do 2,4%),
- produkcja maszyn i urządzeń (z 12% do 7,7%),
- produkcja maszyn i aparatury elektrycznej (z 13,4% do 9,3%),
- produkcja metali (z 8,3% do 5,3%)
- oraz produkcja instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych (z 12,5% do 9,5%).

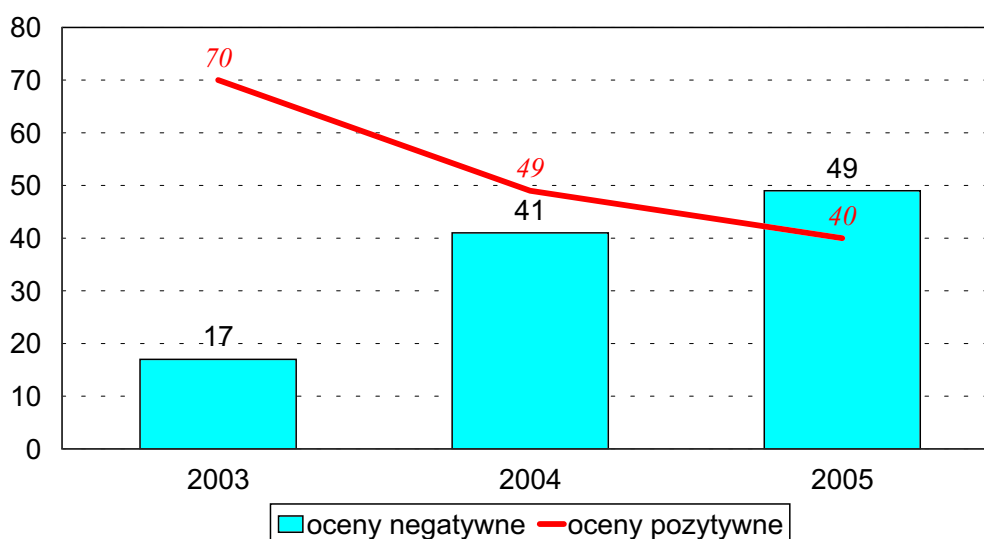
4. Oddziaływanie kursu walutowego na wielkość eksportu w ocenach przedsiębiorstw eksportujących

Od 12 lat Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego prowadzi badania ankietowe na temat działalności eksportowej polskich przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego. W październiku każdego roku ankietę kierowaną jest do 600 losowo wybranych eksporterów. Losowanie odbywa się przy zastosowaniu generatora liczb losowych i w sposób zapewniający każdemu podmiotowi jednakowe prawdopodobieństwo trafienia do próby. Za każdym razem wstępna kontrola próby wylosowanych podmiotów wykazywała reprezentatywność dobranej próby. Reprezentatywność ta upoważnia nas do rozciągania wyników badań na całą populację eksporterów.

W końcu ubiegłego roku połowa eksporterów wyraziła negatywne opinie na temat wpływu kursu walutowego na wielkość ich eksportu w 2005 r. Eskalacja niezadowolenia obserwowana jest już od 2004 r., w którym nastąpiło drastyczne pogorszenie się nastroju eksporterów pod tym względem. O ile w 2003 r. negatywne oceny pod adresem kursu walutowego formułowało zaledwie 17% ankietowanych przedsiębiorstw, to w 2004 r. już 41%. Tak więc największe, jak dotychczas, niezadowolenie odnotowano w 2005 r.. Z badań ankietowych IKCHZ wynika, że łącznie w latach 2004-2005 co trzeci eksporter zmienił swoje zdanie na temat wpływu kursu walutowego z pozytywnego na negatywne, powodując tym samym, że obecnie co drugi eksporter wyraża swoje krytyczne zdanie na ten temat (wykres 4.1).

Wykres 4.1

Wpływ kursu walutowego na eksport wg ocen przedsiębiorstw
(% ankietowanych)



⁸ Joanna Kotowicz-Jawor, „Dlaczego nie inwestują?”, Gazeta Bankowa z 14 lutego 2005 r.

W 2003 r. grupa przedsiębiorstw niezadowolonych z kursu walutowego była niewielka i najczęściej należały do niej małe firmy, z niewielkim udziałem eksportu w produkcji (do 10%) i eksportujące na rynki pozaunijne. A zatem można przyjąć, że były to przedsiębiorstwa relatywnie słabe, z trudem radzące sobie z konkurencją na dalekich rynkach zagranicznych.

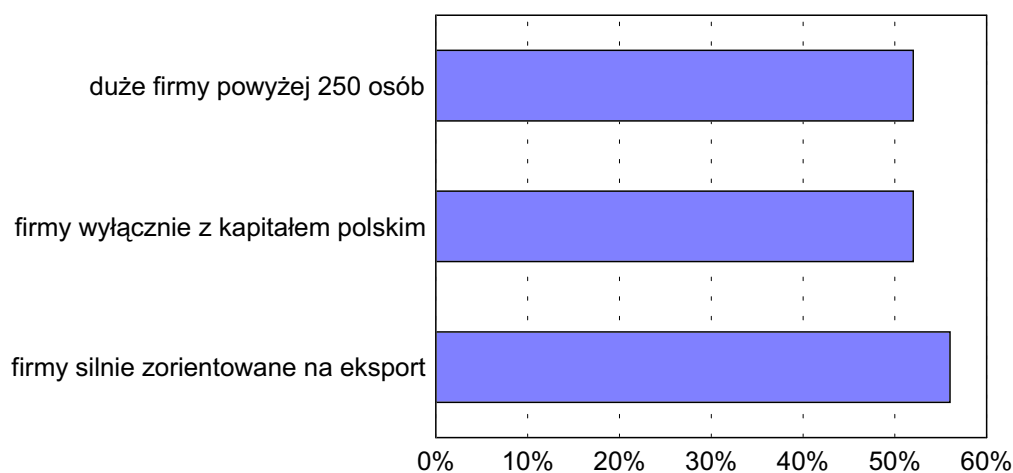
W 2004 r. sytuacja zaczęła wyglądać bardziej niepokojąco, ponieważ zmianami kursowymi dotknięte zostały głównie przedsiębiorstwa bardziej zorientowane na eksport (nawet do 50% udziału eksportu w produkcji), eksportujące poza UE oraz całkowicie krajowe pod względem struktury kapitału (czyli bez udziału kapitału zagranicznego).

To co obserwujemy obecnie wygląda już zdecydowanie niedobrze, ponieważ w roku 2005 z powodu kursu walutowego cierpiały najczęściej firmy, które są filarem polskiego eksportu tj. firmy duże, z kapitałem wyłącznie polskim i silnie zorientowane na eksport tj. eksportujące więcej niż połowę swojej produkcji (wykres 4.2).

Można zatem stwierdzić, że w polskim eksporcie pojawiła się bardzo niebezpieczna tendencja, polegająca na tym, że negatywnym wpływem kursu walutowego dotykane są w coraz większym stopniu przedsiębiorstwa o fundamentalnym znaczeniu dla polskiego eksportu. Nie trzeba przypominać, że to właśnie one „ciągnęły” wzrost gospodarczy naszego kraju w ostatnich latach i że nie widać nikogo, kto mógłby je w tej roli z dnia na dzień zastąpić. W tej sytuacji prognozy 4% tempa wzrostu gospodarczego na najbliższe lata są poważnie zagrożone.

Wykres 4.2

**Kto najczęściej odczuwał negatywny wpływ kursu walutowego w 2005 r.?
(% danej kategorii firm)**



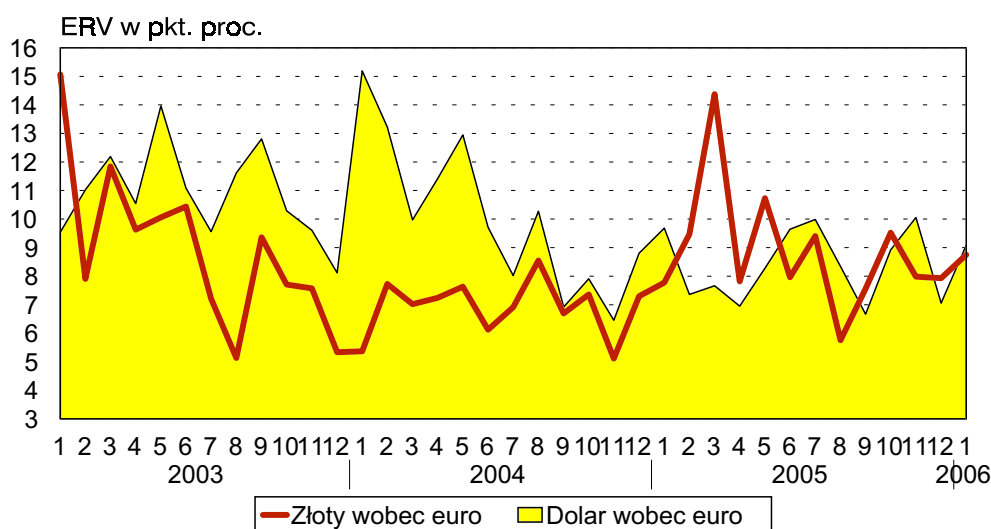
5. Analiza zmienności kursu złotego oraz możliwości zabezpieczenia się eksporterów przed ryzykiem kursowym w świetle badań ankietowych IKCHZ

Oprócz aprecjacji złotego poważnym problemem dla prowadzenia działalności eksportowej jest znaczna zmienność kursu waluty krajowej. Znaczne i częste wahania kursu złotego zwiększają ryzyko w działalności bieżącej oraz utrudniają planowanie finansowe. Mają również negatywny wpływ na skłonność do inwestowania.

Zmienność kursu złotego zarówno wobec euro jak i wobec dolara była w ostatnich latach wysoka i, co gorzej, w 2005 roku wyraźnie się zwiększyła. Wskazują na to wyliczenia przeprowadzone w IKCHZ przy wykorzystaniu metodologii stosowanej przez Europejski Bank Centralny (ECB) w raportach o konwergencji. Miarą tej zmienności, oznaczonej jako ERV (Exchange Rate Volatility), jest odchylenie standardowe rocznej stopy zmian kursu wyznaczonej na podstawie obserwacji bieżących zachowań tego kursu. Jak wynika z wykresu 5.1, zmienność kursu złotego wobec euro wyniosła w marcu 2005 roku aż 15 pkt. proc. i - choć na początku 2006 roku była mniejsza, osiągając 9 pkt. proc. - to jednak była nadal wyraźnie większa niż w ciągu 2004 roku. Warto przy tym podkreślić, że zmienność kursu złotego wobec euro była w ostatnim roku na ogół wyższa niż zmienność kursu dolara wobec euro, co oznacza, że polskie firmy eksportujące do strefy euro musiały się zmagać z większą zmiennością ceny własnej waluty niż firmy z Eurolandu eksportujące do krajów strefy dolarowej.

Wykres 5.1

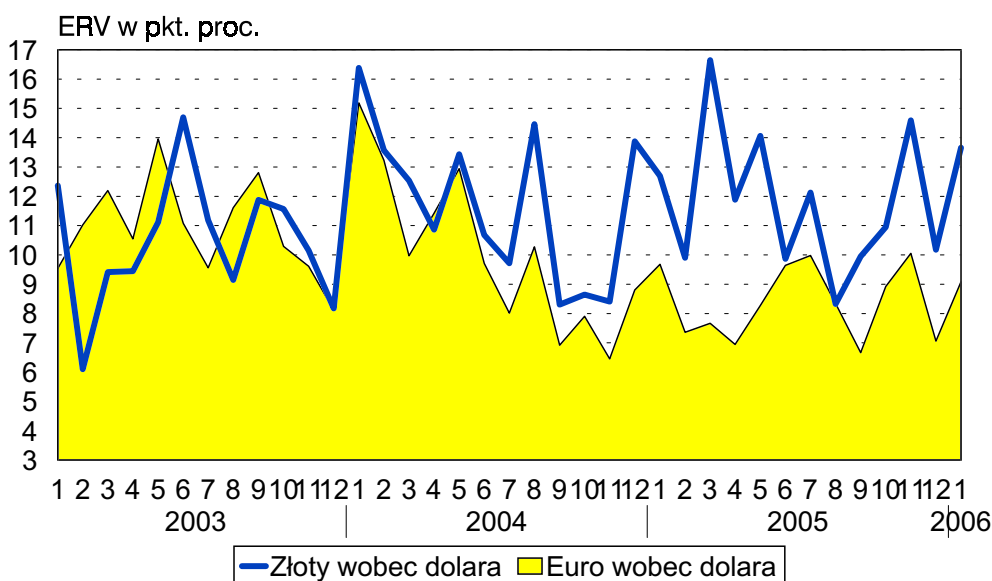
Zmienność kursu złotego wobec euro na tle zmienności kursu dolara wobec euro w latach 2003-2005



Jeszcze gorzej z punktu widzenia zmienności kursu złotego kształtuje się sytuacja polskich firm eksportujących do strefy dolarowej. Wskaźnik ERV zmienności kursu złotego wobec dolara utrzymuje się na poziomie dwucyfrowym i z reguły przekracza poziom zmienności kursu euro wobec dolara (wykres 5.2).

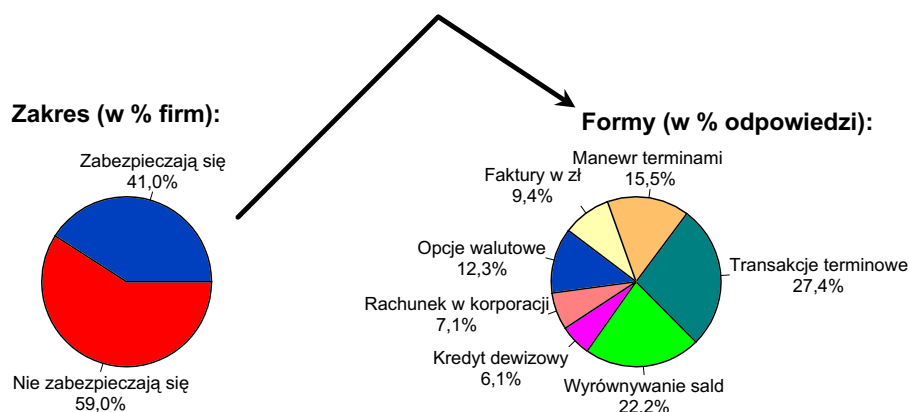
Wykres 5.2

Zmienność kursu złotego wobec dolara na tle zmienności kursu euro wobec dolara w latach 2003-2005



Eksporтерom często stawiany jest zarzut, że nie zabezpieczają się przed ryzykiem kursowym. Z badań ankietowych prowadzonych przez IKCHZ wynika jednak, że ponad 40% firm eksportujących stosuje jakąś formę zabezpieczeń (wykres 5.3). Wśród dużych przedsiębiorstw (tj. zatrudniających 250 i więcej osób) odsetek zabezpieczających się wynosi prawie 60%. Co więcej, stopniowo maleje znaczenie prostych metod typu wyrównywanie sald należności i zobowiązań w walutach obcych czy manewrowanie terminem płatności, a rośnie waga takich instrumentów jak transakcje terminowe i opcje walutowe. Trzeba przy tym podkreślić, że istotną barierą w korzystaniu z tych instrumentów jest ich relatywnie wysoka cena (co wiąże się ze skalą zmienności kursu złotego) i na ogół zbyt krótki z punktu widzenia potrzeb eksporterów - bo nie przekraczający 6 miesięcy - termin transakcji zabezpieczających, dostępnych na krajowym rynku finansowym.

**Zakres i formy zabezpieczanie się eksporterów przed ryzykiem kursowym
(wyniki badania ankietowego IKCHZ z października 2005 roku)**



Eksporтеры muszą zatem ponosić znaczne koszty zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym bądź narażać się na straty z tytułu niekorzystnych zmian kursu walutowego. Tymczasem inni uczestnicy rynku, tacy jak importerzy czy podmioty gospodarcze i osoby fizyczne zaciągające kredyty w walutach obcych, mają w ostatnim okresie do czynienia (praktycznie bez ryzyka) ze znacznymi zyskami z tytułu zmian kursu złotego. Zachodzi więc w tych warunkach, realizowana poprzez rynek walutowy, redystrybucja dochodów na niekorzyść eksporterów.

6. Kursowy próg rentowności i kurs trwałej opłacalności eksportu wg badań ankietowych IKCHZ

W ramach przeprowadzonego w końcu ubiegłego roku przez IKCHZ badania ankietowego producentów – eksporterów z przemysłu przetwórczego, ankietowanym przedsiębiorstwom zadano m.in. następujące pytania:

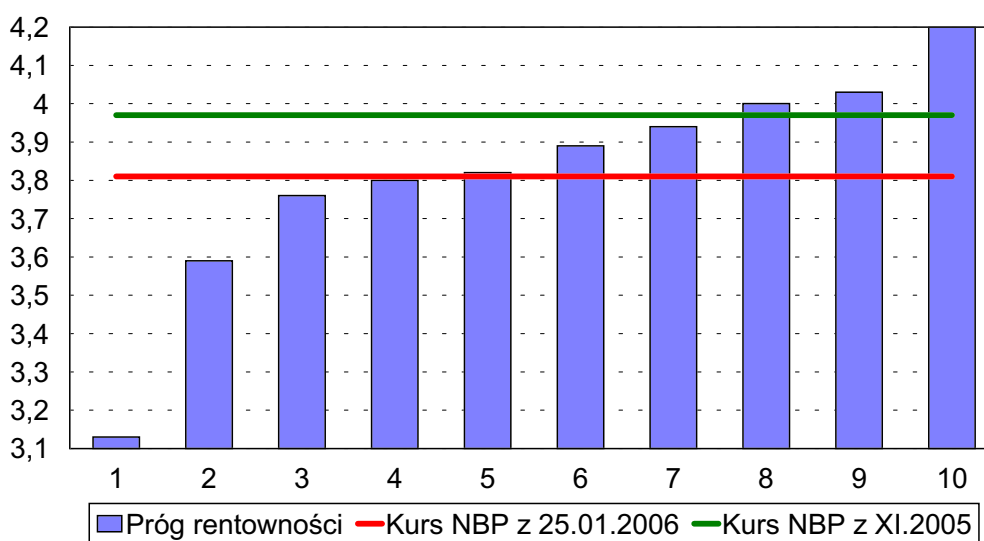
- przy jakim poziomie kursu złotego względem euro (lub w przeliczeniu na euro) eksport Waszej firmy przestaje być opłacalny?
- jaki kurs złotego wobec euro (lub w przeliczeniu na euro) zapewniłby trwałą opłacalność Waszego eksportu w okresie najbliższych kilku lat poprzedzających zastąpienie złotego przez euro?

W oparciu o udzielone przez respondentów odpowiedzi, kursowy próg bieżącej rentowności eksportu można ustalić na poziomie średnio 3,82 zł/euro. Rozkład odpowiedzi w poszczególnych grupach decylowych (obejmujących po 10% respondentów w każdej) wskazuje, że przy kursie obowiązującym w okresie przeprowadzenia badania (średnio 3,9721 zł/euro w listopadzie 2005 r.) eksport był nieopłacalny dla 30% ankietowanych przedsiębiorstw. Był to odsetek wyższy niż przed rokiem (20% według badania z końca 2004 r.) i przed dwoma laty (10% w końcu 2003 r.)⁹, co wskazuje na systematyczne pogarszanie się bieżącej opłacalności działalności eksportowej.

Do dalszego, dramatycznego pogorszenia sytuacji w tym zakresie doszło pod wpływem silnej aprecjacji złotego na przełomie lat 2005/2006. Notowany ostatnio kurs złotego (3,8115 zł/euro według tabeli kursów średnich NBP z 25.01.2006 r.) kształtował się już poniżej przeciętnego kursowego progu bieżącej rentowności eksportu, ustalonego na podstawie naszych badań (3,82 zł/euro). Przy takich relacjach kursowych nieopłacalny stał się eksport co drugiego polskiego przedsiębiorstwa (wykres 6.1).

Wykres 6.1

**Kursowy próg bieżącej rentowności eksportu wg grup decylowych
(w zł za 1 euro)**



Wzmocnienie złotego wywiera szczególnie niekorzystny wpływ na rentowność eksportu firm dużych i średnich, wykazujących wysoki stopień specjalizacji eksportowej, eksportujących głównie poza UE oraz firm z kapitałem wyłącznie polskim. Przy kursie

⁹ Por. *Warunki działania sektora handlu zagranicznego w 2004 roku oraz prognoza obrotów handlowych Polski na lata 2004-2005, Wyniki jedenastego badania ankietowego eksporterów*, IKCHZ, Warszawa, grudzień 2004, s.31.

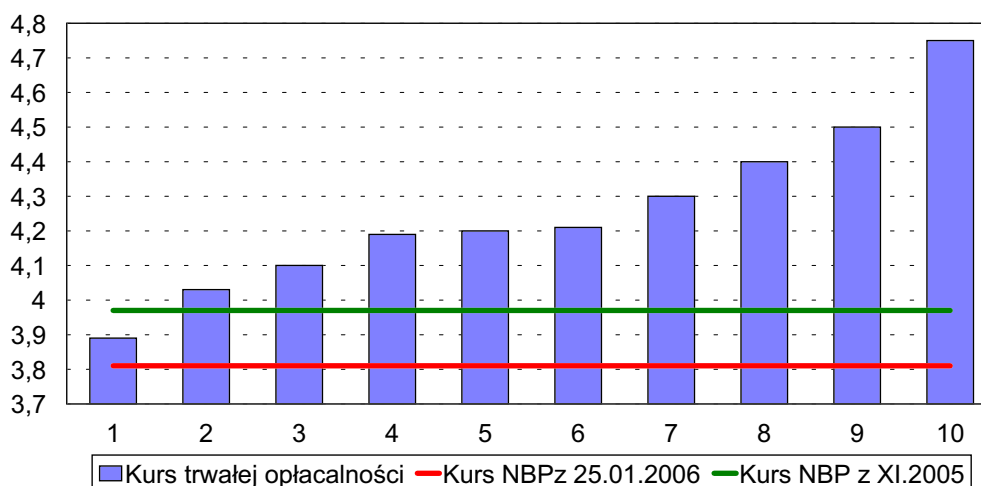
wynoszącym 3,90 zł/euro (lub w przeliczeniu na euro), eksport przestaje być opłacalny dla 36% ogółu ankietowanych przez nas firm, w tym dla:

- 40% firm dużych (zatrudniających ponad 249 osób) i 38% firm średnich (zatrudniających 50-249 osób) - w porównaniu z 20% firm małych (zatrudniających do 49 osób);
- 41% firm z większościowym udziałem eksportu w sprzedaży - w porównaniu z 30% firm, w których eksport stanowi do 10% sprzedaży;
- 47% firm eksportujących głównie na rynki pozaunijne - w porównaniu z 34% firm eksportujących głównie do UE;
- 39% firm bez udziału kapitału zagranicznego - w porównaniu z 28% firm z kapitałem zagranicznym, których znacząca część realizuje dostawy eksportowe w ramach sieci korporacji transnarodowych (dla firm działających w specjalnych strefach ekonomicznych odsetek ten wynosi zaledwie 17%).

Jeszcze bardziej alarmujące niż w odniesieniu do bieżącej rentowności sprzedaży eksportowej są efekty wzmocnienia złotego z punktu widzenia możliwości zapewnienia trwałej opłacalności eksportu (wykres 6.2). Według odpowiedzi ankietowanych przez nas przedsiębiorstw, opłacalność taką zapewniałby w najbliższych kilku latach kurs na poziomie średnio 4,26 zł/euro. Kurs poniżej 4 zł/euro gwarantuje trwałą opłacalność eksportu znikomemu odsetkowi firm (jego poziom 3,8115 zł/euro z 25.01.2005 r. uznaje pod tym względem za zadowalający tylko 2,2% respondentów).

Wykres 6.2

**Kurs trwałej opłacalności eksportu wg grup decylowych
(w zł za 1 euro)**



Podsumowując wyniki naszych badań:

- przy notowanym ostatnio kursie złotego w stosunku do euro, dla około połowy polskich przedsiębiorstw eksport przestaje być opłacalny;
- trwałą rentowność eksportu kurs ten zapewnia jedynie bardzo wąskiej grupie (około 2%) firm.

Na zagrożenia dla eksportu i krajowej produkcji związane ze zmianami kursowymi wskazuje również monitoring sektora przedsiębiorstw, prowadzony przez Narodowy Bank Polski. Jego wyniki za IV kwartał 2005 r.¹⁰ wykazują, że:

- wzrósł znacznie odsetek przedsiębiorstw deklarujących, że kurs walutowy spadł poniżej granicy, którą firmy uznają za wartość minimalną z punktu widzenia opłacalności eksportu - w przypadku kursu euro z 22% w III kwartale 2005 r. do 38% w IV kwartale, a w przypadku kursu dolara odpowiednio z 19% do 34%;
- IV kwartał 2005 r. był piątym z kolei, w którym problem kursu walutowego pozostawał na pierwszym miejscu wśród barier, które w perspektywie najbliższych 6 miesięcy mogą niekorzystnie wpłynąć na sytuację ekonomiczną firmy;
- sytuacja na rynku walutowym ma negatywny wpływ na decyzje przedsiębiorców odnośnie do zatrudnienia – częściej planują zredukować zatrudnienie i rzadziej je zwiększać firmy eksportujące, które zgłaszają, że kurs walutowy przekroczył próg, poniżej którego eksport przestaje być opłacalny;
- rzeczywisty kurs euro w IV kwartale 2005 r. spadł po raz pierwszy od 2002 r. poniżej kursu granicznego niekorzystnego z powodu większej konkurencyjności produkcji importowej, co oznacza, że import zaczął zagrażać krajowym producentom; poniżej granicy, przy której produkty importowane mogą wypierać produkcję krajową ze względu na bardziej atrakcyjną cenę kształtował się również kurs dolara w stosunku do złotego.

W komentarzu do wyników monitoringu NBP stwierdza, że aprecjacja złotego wymusiła działania przedsiębiorstw na rzecz ograniczenia kosztów i zwiększenia efektywności, jednak nie mają już one zapewne możliwości dalszej znaczącej redukcji kosztów działalności.

¹⁰ *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2005*, Narodowy Bank Polski, Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych, Warszawa, s. 68-72.

7. Wpływ polityki pieniężnej i fiskalnej na poziom kursu walutowego

Słabość prowadzonej od lat kilkunastu w Polsce polityki ekonomicznej wynika przede wszystkim z wielości centrów decyzyjnych i braku właściwej koordynacji między nimi. W warstwie funkcjonalnej natomiast jest bezpośrednim następstwem nieprawidłowej *policy mix* – złej kombinacji polityki fiskalnej i monetarnej. Ta pierwsza już dawno straciła swój aktywny, strategiczny wymiar i sprowadza się do szukania pokrycia dla coraz to nowych wydatków w budżecie Państwa. Z kolei wobec niekonsekwentnych poczynań rządu oraz wadliwych rozwiązań legislacyjnych polityka pieniężna urosła do roli podstawowego regulatora produkcji i jej podziału. Co gorsza, w warunkach luźnej i często przypadkowej polityki fiskalnej oraz swoistej fobii antyinflacyjnej władz monetarnych nabrała ona nadmiernie restrykcyjnego charakteru, niepotrzebnie hamując wzrost gospodarczy.

W dziedzinie walutowej od kwietnia 2000 r. polityka kursowa opiera się na kursie w pełni upłynnionym, co przy wzmożonym napływie do kraju dewiz z racji wysokich stóp procentowych w Polsce powoduje silną tendencję do aprecjacji kursu złotego. Dłuższe utrzymywanie się tej tendencji może doprowadzić do stopniowego pogorszenia sytuacji w bilansie obrotów bieżących (zwiększenia skali nierównowagi zewnętrznej) poprzez osłabienie międzynarodowej konkurencyjności polskiej gospodarki (siły eksportowej kraju), co będzie tożsame z utratą wielu miejsc pracy i potencjalnego wzrostu. Należy temu przeciwdziałać także poprzez zmienioną politykę kursową.

Rząd jak dotąd nie podejmował próby wymuszenia na RPP ponownego usztywnienia kursu złotego, nie korzystając od lat ze swych ustawowych uprawnień do współkształtowania zasad ustalania kursu walutowego (w trybie art. 24 ustawy o NBP). Mogłoby to nastąpić na warunkach obowiązujących w ramach ERM2 i polegać na wprowadzeniu pasma dopuszczalnych wahań kursu złotego względem euro w granicach +/-15% od kursu centralnego, czyli parytetowego, który należałoby ustalić na poziomie korzystnym dla polskiego sektora eksportowego.

Sterowanie kursem walutowym jest trudną sztuką, którą bank centralny może opanować jedynie poprzez praktykę interwencji na rynku walutowym. Tymczasem NBP nie podejmuje żadnych interwencji walutowych od roku 1998. Wyjściem z patowej sytuacji musi być odejście od nadmiernie restrykcyjnej polityki pieniężnej oraz praktycznie wyłącznego koncentrowania się banku centralnego na walce z - często wyimaginowanym - zagrożeniem inflacyjnym.

W warstwie instrumentalnej i funkcjonalnej antyinflacyjna działalność NBP od lat sprowadza się głównie do manipulowania stopami procentowymi. Tymczasem skuteczność stosowania stóp procentowych jako panaceum na bolączki gospodarcze jest mocno ograniczona wszędzie tam, gdzie występuje usztywnienie wydatków i popytu na kredyt. Dotyczy to np. kredytowania zaopatrzenia i obrotu w sferze przedsiębiorstw, finansowania podstawowej konsumpcji gospodarstw domowych czy sztywnych wydatków publicznych.

Stopa procentowa ma bezpośredni związek z kursem waluty krajowej. W ujęciu modelowym dysparytet krajowej i zagranicznych stóp procentowych jest traktowany jako premia dla posiadaczy waluty z racji różnicy między krajową i zagraniczną inflacją. Wyższa inflacja w kraju w porównaniu z zagranicą prowadzi bowiem w normalnych warunkach do deprecjacji (dewaluacji) waluty krajowej. Wyższy poziom krajowej stopy procentowej stanowi z jednej strony rekompensatę strat z tego tytułu, a z drugiej hamulec procesów inflacyjnych. W Polsce mamy od kilku lat do czynienia z nienormalną sytuacją, w której mimo szybko spadającej i okresowo całkiem niskiej - nawet według standardów międzynarodowych - inflacji utrzymują się niczym nieuzasadnione, nienaturalnie wysokie stopy procentowe tak w wymiarze nominalnym, jak realnym¹¹. Jest to naszym zdaniem podstawowa przyczyna silnej wzrostowej tendencji kursu złotego zagrażającej dalszemu rozwojowi polskiego eksportu.

Co więcej, wysoki poziom krajowych stóp procentowych decyduje o skali i kierunkach aktywności inwestycyjnej, powodując jej znaczne osłabienie i zniekształcenie poprzez zwiększone zainteresowanie raczej inwestycjami finansowymi niż rzeczowymi. Stopa procentowa stanowi bowiem uniwersalną normę efektywności podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych, która jest w Polsce sztucznie zawyżana przez niewłaściwą politykę pieniężną.

Poza wpływem na procesy realne i poziom inflacji stopy procentowe wpływają również na kształtowanie się obrotów bieżących i finansowych z zagranicą. W szczególności, zbyt duży dysparytet krajowych i zagranicznych stóp procentowych prowadzi do niepotrzebnie wysokich płatności na rzecz zagranicy oraz niebezpiecznego uzależnienia od obcego kapitału portfelowego (spekulacyjnego). Poziom krajowych stóp procentowych wpływa bowiem na koszty finansowania długu publicznego współokreślając w ostatecznym

¹¹ Na początku 2006 r. polskie stopy procentowe są realnie najwyższe wśród krajów wschodzących rynków (por. zestawienie „Emerging markets” londyńskiego „The Economist”), jak też w porównaniu z krajami rozwiniętymi, gdzie krótkookresowe stopy realne pozostają blisko albo nawet nieco poniżej zera. Mimo obniżki stopy podstawowej NBP w końcu stycznia o 25 pb w Polsce wciąż występuje przestrzeń do dalszych obniżek rzędu 150 – 175 pb.

rozrachunku rentowność emitowanych papierów skarbowych. Dlatego też poważne wątpliwości musi budzić teza, iż tendencję do aprecjacji złotego wywołują przede wszystkim próby Ministerstwa Finansów finansowania długu publicznego zagranicznymi emisjami papierów skarbowych i przychodami z tytułu wyprzedazy (prywatyzacji) majątku Skarbu Państwa na rzecz inwestorów zagranicznych, co skutkowało sprzedażą części uzyskanych środków walutowych na krajowym rynku finansowym¹².

Należy ponadto zauważyć, że w warunkach pełnej liberalizacji obrotu kapitałowego i coraz mniejszego ryzyka rynkowego zwiększony popyt inwestorów zagranicznych na walutę polską jest spowodowany zbyt wysoką rentownością instrumentów złotych, będącą skutkiem błędnej polityki pieniężnej. Dopóki będzie się utrzymywał istotny dysparytet rentowności porównywalnych instrumentów krajowych i zagranicznych, dopóty należy liczyć się ze wzmożonym napływem walut obcych do Polski z tytułu zakupów portfelowych zagranicznych inwestorów. Warto również podkreślić, że wysokie koszty sterylizacji pozostają w bezpośrednim związku z polityką wygórowanych stóp procentowych.

Przy określonym mechanizmie transmisji zmiany wysokości stóp procentowych do gospodarki¹³, zarówno zmiany częste, ale małe, jak też dłuższy brak jakichkolwiek zmian mogą mieć procykliczne znaczenie, a reakcje podmiotów gospodarujących przez nie wywołane niekoniecznie muszą być zgodne z oczekiwaniami banku centralnego. W Polsce od ponad dziesięciu lat znajduje to swój wyraz w zaskakująco dużej luce popytowej w gospodarce przy jednoczesnym utrzymywaniu się ogólnej nadpłynności sektora bankowego tak strukturalnej, jak i operacyjnej. Osiągnięcie niskiej inflacji jest wprawdzie ważne dla wszystkich podmiotów gospodarujących, ale nie powinno przesłaniać innych celów polityki gospodarczej takich jak wysokie tempo wzrostu gospodarczego czy walka z bezrobociem.

Dla dobra całej gospodarki potrzebne jest zatem ustanowienie sprawnego systemu współpracy między NBP i Ministerstwem Finansów. W długim okresie zyskają na tym nie tylko eksporterzy, ale wszyscy uczestnicy życia gospodarczego.

¹² Od 2000 roku funkcjonuje w NBP specjalny rachunek walutowy rządu (obecnie Ministerstwa Finansów), na który wpływają waluty z różnych tytułów. Gros tych środków służy obsłudze długu zagranicznego. Nieznaczna część jest skupowana przez NBP w ramach co roku ustalanego limitu. W 2005 roku Ministerstwo Finansów sprzedało część uzyskanych środków walutowych na rynku wewnętrznym dla obsługi długu krajowego.

¹³ Polskie władze monetarne szacują okres od momentu podjęcia decyzji o zmianie wysokości stóp procentowych do wystąpienia najsilniejszego jej wpływu na inflację na około sześć kwartałów, co wydaje się stanowczo zbyt długim okresem reakcji w warunkach szybko zmieniającej się gospodarki. Por. „Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku”, NBP RPP, Warszawa 2005, s. 4.

8. Podsumowanie

Przedstawiona przez nas analiza wpływu kursu walutowego na warunki prowadzenia działalności eksportowej w latach 2005-2006 pozwala sformułować następujące ważne wnioski końcowe:

- W ostatnich trzech latach eksport miał decydujący wpływ na tempo wzrostu PKB w Polsce. Jego wkład w ten wzrost sięgał średnio 90%. W ujęciu netto (tj. bez importu) ranga eksportu jako czynnika podtrzymującego koniunkturę w gospodarce narodowej także była wysoka.
- W 2005 r. odnotowano ponad 13% aprecjację realnego efektywnego kursu złotego (stosując jako deflator jednostkowe koszty pracy). Aprecjacja ta jest równoznaczna z pogorszeniem się konkurencyjności cenowej eksportu. Jak pokazują nasze badania, dalszy spadek jednostkowych kosztów pracy nie jest już możliwy i szansa na rekompensatę strat poniesionych z tytułu obniżonej konkurencyjności eksportu nie istnieje. Wynika to stąd, że możliwości redukcji zatrudnienia i hamowania wzrostu płac poprzez wysokie bezrobocie są wyczerpane, a perspektywy wzrostu wydajności pracy przy niewielkich inwestycjach – mocno wątpliwe.
- Aprecjacja kursu złotego była główną przyczyną spadku rentowności i wyraźnego pogorszenia się sytuacji finansowej przedsiębiorstw eksportujących przemysłu przetwórczego. Spadek rentowności w tych przedsiębiorstwach był powszechny tzn. wystąpił w zdecydowanej większości branż. W trzech pierwszych kwartałach 2005 r. rentowność obrotu brutto zmniejszyła się prawie o 2 pkt proc. w stosunku do analogicznego okresu 2004 r. Pogorszenie sytuacji finansowej było szczególnie wyraźne w przedsiębiorstwach silnie zorientowanych na eksport. Na 18 działów tej kategorii firm tylko w dwóch nie nastąpiło pogorszenie się wskaźnika rentowności brutto.
- Pogorszenie rentowności eksporterów nastąpiło we wszystkich trzech, wyodrębnionych według wielkości zatrudnienia, klasach firm. Największy regres wystąpił w podmiotach bardzo dużych (o 2,3 pkt. proc.) i średnich (o 2 pkt. proc.). Dalsze pogarszanie się sytuacji finansowej eksporterów zwiększy presję na redukcję zatrudnienia. Szacujemy, że obecnie w sektorze eksportowym przemysłu przetwórczego zagrożonych jest ok. 240 tys. miejsc pracy.
- Na skutek gorszej kondycji finansowej polskich eksporterów zmniejszyły się ich możliwości finansowania inwestycji. Jak wiadomo, w Polsce – inaczej niż w wysoko rozwiniętych

krajach Unii Europejskiej, gdzie podstawą finansowania rozwoju firm jest kredyt bankowy – środki własne są głównym źródłem finansowania nakładów inwestycyjnych.

- Z badań ankietowych IKCHZ wynika, że w 2005 r. na poziom kursu walutowego jako barierę rozwoju narzekał co drugi ankietowany eksporter. Negatywne opinie pod adresem kursu walutowego najczęściej formułowały firmy, które są filarem polskiego eksportu tj. duże przedsiębiorstwa, firmy z kapitałem wyłącznie polskim i firmy silnie zorientowane na eksport. W tej sytuacji prognozy ponad 4% tempa wzrostu gospodarczego na najbliższe lata są poważnie zagrożone.
- W 2005 roku zmienność kursu złotego wyraźnie zwiększyła się, powodując, że eksporterzy musieli ponosić znaczne koszty zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym bądź narażać się na straty z tytułu niekorzystnych zmian kursu walutowego. Natomiast inni uczestnicy rynku tacy jak importerzy czy podmioty gospodarcze i osoby fizyczne zaciągające kredyty w walutach obcych, odnotowują w ostatnim okresie znaczne zyski z tytułu zmian kursu złotego. W tych warunkach mamy więc do czynienia z redystrybucją dochodów na niekorzyść eksporterów, realizowaną poprzez rynek walutowy.
- Z badań ankietowych IKCHZ wynika, że przy notowanym ostatnio kursie złotego w stosunku do euro, dla około połowy polskich przedsiębiorstw eksport przestaje być opłacalny, a trwałą rentowność eksportu kurs ten zapewnia jedynie bardzo wąskiej grupie firm (około 2%). W oparciu o udzielone przez respondentów odpowiedzi, kursowy próg bieżącej rentowności eksportu można ustalić na poziomie średnio 3,82 zł/euro. Trwałą opłacalność eksportu w najbliższych kilku latach zapewniłby kurs na poziomie średnio 4,26 zł/euro.
- Zmiany kursowe zagrażają nie tylko wzrostowi eksportu, ale także zwiększaniu produkcji krajowej. Wskazuje na to kwartalny monitoring sektora przedsiębiorstw prowadzony przez Narodowy Bank Polski, w którym m.in. stwierdza się, że aprecjacja złotego wymusiła działania przedsiębiorstw na rzecz ograniczenia kosztów i zwiększenia efektywności, jednak przedsiębiorstwa te nie mają już możliwości dalszej znaczącej redukcji kosztów swojej działalności.
- Słabość prowadzonej od kilkunastu lat w Polsce polityki ekonomicznej wynika przede wszystkim z wielości centrów decyzyjnych i braku właściwej koordynacji między nimi. W warstwie funkcjonalnej natomiast jest bezpośrednim następstwem nieprawidłowej *policy mix* – złej kombinacji polityki fiskalnej i monetarnej. Ta pierwsza już dawno straciła swój aktywny, strategiczny wymiar i sprowadza się do szukania pokrycia dla

coraz to nowych wydatków w budżecie Państwa. Z kolei polityka pieniężna urosła do roli podstawowego regulatora produkcji i jej podziału. Co gorsza, w warunkach luźnej i często przypadkowej polityki fiskalnej oraz swoistej fobii antyinflacyjnej władz monetarnych nabrała ona nadmiernie restrykcyjnego charakteru, niepotrzebnie hamując wzrost gospodarczy. W Polsce mamy od kilku lat do czynienia z nienormalną sytuacją, w której mimo szybko spadającej i okresowo całkiem niskiej – nawet według standardów międzynarodowych – inflacji utrzymują się niczym nieuzasadnione, nienaturalnie wysokie stopy procentowe tak w wymiarze nominalnym, jak realnym. Jest to naszym zdaniem jedna z podstawowych przyczyn silnej wzrostowej tendencji kursu złotego zagrażającej dalszemu rozwojowi polskiego eksportu.

- Dla dobra całej gospodarki potrzebne jest ustanowienie umocowanego prawnie systemu współpracy między NBP i Ministerstwem Finansów, skutkującego wypracowaniem metod i instrumentów kształtowania korzystnego dla gospodarki kursu złotego. W długim okresie zyskają na tym nie tylko eksporterzy, ale wszyscy uczestnicy życia gospodarczego.