

Regulacje rynku walutowego, wymienialności i kursu złotego w latach 1990-2002

Tomasz Kozłowski

Zapoczątkowane u progu ostatniej dekady dwudziestego wieku reformy były krokiem milowym ku gospodarce rynkowej, nowej jakości w powojennej historii systemu nakazowo-rozdzielczego. Jednym z elementów tego procesu był i nadal jest wzrost otwarcia zewnętrznego. Pierwszą oznaką zmian było wejście w życie Ustawy o działalności gospodarczej na początku 1989 r. Znosiła ona państwowy monopol w handlu zagranicznym. Kluczowym jednak wydarzeniem było wprowadzenie wewnętrznej wymienialności złotego od 1 stycznia 1990 r., dającej swobodę dokonywania operacji w handlu zagranicznym¹. W niniejszej pracy zostanie poruszony właśnie ten aspekt zmian w zakresie stopnia powiązania i otwarcia polskiej gospodarki. Jest ona także próbą przedstawienia czynników, które wywarły istotny wpływ na jego ewolucję oraz skutków dokonanych zmian dla podstawowych wielkości, tj. bilansu płatniczego i kursu walutowego.

Wymienialność złotego

W historii wymienialności złotego w latach dziewięćdziesiątych możemy wyróżnić następujące etapy:

- od 1 stycznia 1990 r. do 1 czerwca 1995 r. – system wewnętrznej wymienialności polskiej waluty;
- 1 czerwca 1995 r. – wprowadzenie systemu wy-

mienialności według standardów MFW; od tego czasu następuje znoszenie kolejnych barier i stopniowe wykraczanie poza standardy tej instytucji;

– 18 grudnia 1998 r. – uchwalenie nowej ustawy Prawo dewizowe, która m.in. usankcjonowała zmiany wprowadzone aktami prawnymi niższego szczebla oraz zapewniła zewnętrzną wymienialność złotego.

Uważa się, że wprowadzenie wewnętrznej wymienialności złotego na początku procesu transformacji było krokiem śmiałym. Wszelkie posunięcia w tym zakresie były utrudnione niespotykanym dotąd w historii charakterem przebudowy gospodarki centralnie planowanej w system rynkowy oraz brakiem czasu na dłuższe analizy i przygotowania. Jedynym doświadczeniem, które mogło być wykorzystane przez polskie władze, było uruchomienie wewnętrznej wymienialności jugosłowiańskiego dinara 18 grudnia 1989 r. – na dwa tygodnie przed zapoczątkowaniem reform w Polsce. Jednocześnie stan polskiej gospodarki uzasadniałby wprowadzenie znacznie szerszego zakresu restrykcji². W efekcie nie było pewności, czy wprowadzenie wewnętrznej wymienialności polskiej waluty zakończy się powodzeniem³.

¹ Zob. B. Polzakiewicz: *Otwieranie się gospodarki polskiej w latach 90.* „Ekonomista” nr 2/2000, s. 243-244.

² Gospodarka cechowała się wówczas wysoką inflacją, długotrwałym deficytem w bilansie obrotów bieżących, niskim poziomem rezerw, nieprzekraczającym poziomu 1-1,5-miesięcznych wpływów z importu, oraz bardzo dużym zadłużeniem, którego Polska nie była w stanie obsługiwać.

³ Szerzej o trudnościach i motywach wprowadzenia wewnętrznej wymienialności zob. E. Pietrzak: *Wymienialność złotego.* Warszawa 1996, s. 35-37.

Zakres wewnętrznej wymienialności polskiej waluty określało znowelizowane Prawo dewizowe. Wewnętrzna wymienialność złotego opierała się na kilku podstawowych zasadach⁴:

- Krajowi importerzy mieli wolny dostęp do dewiz niezbędnych do dokonania płatności dotyczących większości transakcji bieżących. Taki stan trwał do końca 1994 r., kiedy zniesiono wszelkie ograniczenia dotyczące transakcji bieżących.

- Do końca 1994 r. władze monetarne nie stosowały ograniczeń w przypadku większości transakcji bieżących nierezydentów. Na początku 1995 r. zniesiono wszelkie ograniczenia.

- Polskie podmioty gospodarcze miały obowiązek odsprzedaży walut uzyskanych z wpływów eksportowych. Stan ten trwał do 9 grudnia 1995 r., kiedy weszła w życie nowelizacja ustawy Prawo dewizowe z dnia 2 grudnia 1994 r. Podmioty te nie mogły ponadto posiadać rachunków walutowych tak w kraju, jak i za granicą.

- Krajowe osoby fizyczne nie były zobowiązane do odsprzedaży walut obcym państwu. Mogły także mieć rachunki walutowe w polskich bankach i w bankach zagranicznych podczas pobytu za granicą. Osoby te były jednak zobowiązane do sprowadzenia walut z zagranicy w ciągu dwóch miesięcy od zakończenia pobytu.

- Daleko idące ograniczenia dotyczyły transakcji kapitałowych z zagranicą.

- Istniał zakaz używania złotego jako waluty fakturowania i płatności w handlu zagranicznym oraz innych transakcjach z zagranicą.

Jak wspomniano, istniały silne ograniczenia dotyczące przepływu kapitału. Jeśli chodzi o jego eksport, to w praktyce istniał zakaz dokonywania tego rodzaju transakcji. Do dokonania inwestycji za granicą konieczne było zezwolenie. Było ono także niezbędne do udzielenia lub zaciągnięcia pożyczki i kredytu⁵.

Jeśli chodzi o import kapitału do Polski w formie inwestycji bezpośrednich i portfelowych, to był on ograniczony w niewielkim stopniu⁶. Ustawodawstwo dewizowe w ogóle nie poruszało kwestii inwestycji bezpośrednich nierezydentów. Można to więc interpretować jako pełne przyzwolenie na nie. Ten rodzaj inwestycji był jednak przede wszystkim regulowany przez ustawę z 14 czerwca 1991 r. o spółkach z udziałem

zagranicznym, w której dokonano daleko idącej liberalizacji w tej dziedzinie. Rozszerzono w niej także zakres liberalizacji obrotów bieżących poprzez umożliwienie transferu zysków za granicę. Inwestycje portfelowe uregulowała ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 r. Umożliwiła ona wywóz papierów wartościowych zarówno przez rezydentów, jak i nierezydentów. Ponadto inwestycje kapitałowe były regulowane przez wiele innych aktów prawnych, ustawy i przepisy niższego szczebla. W 1992 r. nierezydenci uzyskali możliwość nabywania bonów oraz 3-letnich obligacji skarbowych. Główną rolę w ukształtowaniu takiego systemu dewizowego odegrały interesy bilansu płatniczego. Starano się przyciągnąć głównie kapitał inwestujący długofalowo. Istotne były także potrzeby finansowania deficytu budżetu państwa. Na dalszym planie były motywy dotyczące budowania gospodarki otwartej, starającej się o członkostwo w UE i OECD⁷.

Za największą korzyść systemu wewnętrznej wymienialności uważa się jego udział w osiągnięciu stabilizacji gospodarczej. Mechanizm stabilizacyjnego oddziaływania wewnętrznie wymienialnego złotego funkcjonował poprzez:

- umacnianie złotego w jego czterech funkcjach pieniądza, tj. miernika wartości, środka cyrkulacji, środka płatniczego i środka tezauryzacji;

- wymuszanie, przez wewnętrzną wymienialność polskiej waluty dyscypliny fiskalnej i monetarnej;

- politykę kursową – przyjęcie systemu stałego kursu walutowego pozytywnie wpłynęło na stabilizację poziomu cen.

Kolejną korzyścią wewnętrznej wymienialności było to, że wprowadzenie jej stało się istotnym elementem otwierania polskiej gospodarki. Kurs walutowy odzyskał funkcję alokacji zasobów w skali międzynarodowej.

Trzecią korzyścią było to, że od początku transformacji umożliwiono zastosowanie systemu jednolitego kursu walutowego. Usprawniło to mechanizm alokacji zasobów. System taki zapewnia ponadto równe traktowanie podmiotów oraz ułatwia eliminację czarnego rynku dewizowego.

Do wad wprowadzonego rozwiązania należy zaliczyć to, że złoty pozostał walutą ściśle wewnętrzną. Konsekwencją tego było odcięcie powstających w Polsce rynków finansowych od rynków międzynarodowych. Kosztem są utracone korzyści z niedopuszczenia polskiej waluty do obiegu międzynarodowego. Wewnętrzna wymienialność uniemożliwiła ponadto nadanie kursowi złotego charakteru rynkowego zamiast urzędowego. Ograniczało to jego funkcję alokacyjną.

⁴ Zob. szerzej E. Pietrzak: *System dewizowy Polski w latach 1989-1999*. „Bank i Kredyt” nr 4/2000, s. 23-24 oraz W. Małecki: *Rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1996, s. 8-10.

⁵ W stosunku do osób fizycznych istniał bezwzględny zakaz udzielania lub zaciągania pożyczek za granicą. Podmioty gospodarcze mogły natomiast ich udzielić nierezydentom do wysokości 1 mln USD w roku kalendarzowym, ale pożyczka musiała być zwrócona w ciągu roku. Podmioty te mogły zaciągać kredyty za granicą do tej samej wysokości o terminie spłaty nieprzekraczającym 3 lat. Operacje takie musiały dotyczyć sprzedaży (w przypadku udzielenia pożyczki) lub zakupu (w przypadku zaciągnięcia kredytu) dóbr i usług. Szerzej zob. E. Pietrzak: *Wymienialność...*, op.cit., s. 42-43, W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 10-11.

⁶ Ostrem ograniczeniem podlegało nabywanie nieruchomości w Polsce, regulowane odpowiednią ustawą z 1920 r. Zob. E. Pietrzak: *Wymienialność...*, op.cit., s. 43-44, W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 11.

⁷ Na temat regulacji napływu kapitału w systemie wewnętrznej wymienialności zob. szerzej E. Pietrzak: *Wymienialność...*, op.cit., s. 43-47.

Zgodnie ze standardami międzynarodowymi złoty nadal był walutą niewymienialną⁸.

Dnia 1 czerwca 1995 r. weszły w życie zobowiązania Polski dotyczące gotowości przestrzegania wymagań art. VIII Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W ten sposób złoty stał się walutą wymienialną według wymagań tej instytucji. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że fakt ten w praktyce nie przyniósł większych zmian systemu dewizowego. Miał on znaczenie głównie symboliczno-psychologiczne⁹ oraz formalnoprawne. Zmiany zostały dokonane bowiem już wcześniej. Ustawa z 2 grudnia 1994 r. oraz kilka zarządzeń Ministra Finansów, które stanowiły podstawę wniosku do MFW o uznanie wymienialności złotego, wprowadziły zapisy niewiele różniące się od wcześniej obowiązujących. Zdecydowano się bowiem na najbardziej restrykcyjny wariant wymienialności złotego według standardów MFW, polegający na utrzymaniu obowiązku sprowadzania walut do kraju i odsprzedaży ich państwu¹⁰. Można stwierdzić, że o ile przed czerwcem 1995 r. złoty pozostawał oficjalnie niewymienialny, podczas gdy w rzeczywistości zakres jego wymienialności był znaczny, o tyle po tej dacie polska waluta stała się już oficjalnie wymienialna, ale zakres jego wymienialności znacznie odbiegał od tego, który miała większość walut spełniających standardy MFW¹¹. Najważniejszą zmianą wprowadzoną przez nowe ustawodawstwo po 1 stycznia 1995 r. było zniesienie istniejących jeszcze restrykcji wobec transakcji bieżących wszędzie tam, gdzie one jeszcze istniały.

Kolejne zasadnicze posunięcia w kwestii liberalizacji obrotów dewizowych dokonywane były od grudnia 1995 r. do lutego 1997 r. Na mocy nowelizacji ustawy Prawo dewizowe, przeprowadzonej 27 października 1995 r., zniesiono obowiązek odsprzedaży dewiz przez eksporterów, utrzymując nadal obowiązek ich sprowadzania do kraju. Istotą kolejnych posunięć liberalizacyjnych, które przyjęły formę zarządzeń Ministra Finansów, było zmniejszenie asymetrii, istniejącej między możliwościami inwestowania kapitału w Polsce przez nierezydentów a jego lokowaniem poza granicami kraju przez rezydentów. W pierwszym kroku zostały zmniejszone restrykcje wobec rezydentów, dotyczące możliwości nabywania przez nich nieruchomości, przedsiębiorstw i papierów wartościowych za granicą. Umożliwiono także udzielanie i zaciąganie przez krajowe podmioty gospodarcze pożyczek za granicą. Możliwości inwestycji rezydentów za granicą podlegały jednak nadal silnym ograniczeniom. W efekcie polskie re-

gulacje dewizowe nadal nie spełniały standardów OECD, do której to organizacji nasz kraj starał się o przyjęcie. Doprowadziło to do dalszych posunięć. Rozszerzono możliwości udzielania pożyczek i kredytów przez rezydentów nierezydentom i na odwrót. Zniesiono także ograniczenia kwotowe, dotyczące inwestycji bezpośrednich i portfelowych w krajach OECD, a także umożliwiono import kapitału z Polski przez podmioty z tych krajów – w postaci emisji papierów wartościowych. Warunkiem koniecznym przyjęcia Polski do OECD było dokonanie zmian w ustawodawstwie dotyczącym spółek z udziałem kapitału zagranicznego oraz zakupu nieruchomości przez cudzoziemców. Oba akty prawne nie spełniały kryteriów tej instytucji. O ile pierwszy z wymienionych aktów prawnych spełniał już po nowelizacji normy OECD, o tyle ograniczenia, które zostały zachowane w drugim z nich nie pozwalały na wyciągnięcie takiego samego wniosku. Mimo to Polska stała się członkiem Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju.

Na początku 1997 r. złoty był już wymienialny w zakresie znacznie przekraczającym standardy MFW. Od ograniczeń wolne były już obroty bieżące, bezpośrednie inwestycje zagraniczne i znaczna część inwestycji portfelowych między Polską a krajami OECD, duża część obrotów w formie pożyczek i kredytów między rezydentami a nierezydentami. Formę wymienialności złotego, która trwała do grudnia 1998 r., uznaje się za nietypową. Świadczy o tym sprzeczność, która powstała w wyniku znacznej liberalizacji obrotów między Polską a zagranicą, i bardzo wąski zakres zewnętrznej wymienialności złotego. Ponadto deregulacja obrotów dewizowych była oparta na aktach prawnych niższej rangi niż ustawa¹².

Na kolejne posunięcia liberalizujące obrót dewizowy trzeba było czekać dwa lata. 18 grudnia 1998 r. uchwalono nową ustawę Prawo dewizowe. Weszła ona w życie 12 stycznia 1999 r. Kryzysy finansowe i walutowe, które wystąpiły przed jej przyjęciem, spowodowały, że zakres liberalizacji okazał się mniejszy, niż się wcześniej spodziewano. Do najważniejszych zmian wprowadzonych wraz z tą ustawą należą¹³:

- zapewnienie zewnętrznej wymienialności złotego;
- usankcjonowanie na mocy ustawy tego, co było już wcześniej prawnie dozwolone, czyli możliwości dokonywania przez rezydentów transakcji kapitałowych o terminie zapadalności powyżej jednego roku z podmiotami z krajów OECD i tych, z którymi Polska zawarła porozumienia o popieraniu i ochronie inwestycji;

– rozporządzenie Ministra Finansów – rozszerzył możliwość dokonywania tych transakcji na wszystkie kraje świata;

⁸ Na temat korzyści i wad systemu wewnętrznej wymienialności szerzej zob. tamże, s. 50-59.

⁹ Po przerwie trwającej od 1936 r. złoty stał się wymienialny zgodnie ze kryteriami międzynarodowymi. Przełamana została bariera dotycząca zaufania do polskiego pieniądza. Omawiane wydarzenie było sygnałem, że transformacja w Polsce przebiega pomyślnie.

¹⁰ Zob. E. Pietrzak: *System...*, op.cit., s. 25.

¹¹ Zob. W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 15.

¹² Na temat procesu rozszerzania zakresu wymienialności złotego w latach 1995 i 1996 szerzej zob. E. Pietrzak: *System...*, op.cit., s. 25-27.

¹³ Tamże, s. 28.

– wprowadzenie liberalnych regulacji dotyczących transakcji pochodnymi instrumentami terminowymi;

– umożliwienie zakupu przez rezydentów w bankach krajowych dowolnej kwoty walut obcych; nie jest to jednak równoznaczne z zapewnieniem pełnej swobody ich transferu za granicę;

– wprowadzenie dwustopniowego systemu nadzwyczajnych działań w celu przeciwdziałania skutkom nagłych i dużych przepływów kapitału krótkoterminowego;

– dostosowanie terminologii ustawodawstwa dewizowego do standardów MFW, OECD i UE.

Z punktu widzenia kryteriów OECD ograniczenia dewizowe były nadal zbyt restrykcyjne. Umowa z tą organizacją przewidywała, że złoty stanie się w pełni wymienny od początku 2000 r. Do tego jednak nie doszło. Jako argument podawano rosnący deficyt w bilansie obrotów bieżących. Jak pisze E. Pietrzak¹⁴, nie był to odpowiedni argument. Mimo iż rzeczywiście deficyt rósł, to taki argument mógł być dla inwestorów znakiem, że również według rządu stanowi on istotne zagrożenie dla stabilności gospodarki. Bardziej odpowiednim uzasadnieniem byłoby wysunięcie na pierwszy plan niedawnych kryzysów walutowych i finansowych, które nie sprzyjały radykalnym zmianom w zakresie regulacji dewizowych. Obowiązujące nadal ograniczenia dotyczyły¹⁵:

– posiadania przez rezydentów rachunków bankowych poza granicami Polski, z wyłączeniem rachunków otwieranych w czasie pobytu za granicą oraz związanych z dokonywaniem inwestycji bezpośrednich i portfelowych;

– nabywania przez rezydentów papierów wartościowych o terminie wykupu krótszym niż rok oraz pochodnych instrumentów finansowych;

– emitowania i wprowadzania do obrotu przez rezydentów za granicą i nierezydentów w Polsce instrumentów określonych powyżej;

– nabywania w kraju przez nierezydentów krótkoterminowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych; ograniczenie to jednak nie dotyczy papierów skarbowych oraz instrumentów pochodnych oferowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, Polskiej Giełdzie Finansowej oraz Centralnej Tabeli Ofert w Warszawie, a także pewnych papierów wartościowych i instrumentów pochodnych emitowanych przez banki; wobec banków stosuje się normy ostrożnościowe;

– udzielania i zaciągania, z pewnymi wyjątkami, przez rezydentów i nierezydentów kredytów i pożyczek krótkoterminowych;

– przyjmowania przez banki krajowe od nierezydentów lokat terminowych na terminy krótsze, niż 3 miesiące i w kwocie powyżej 500 tys. zł.

Zasadniczo powyższe ograniczenia miały na celu zapobieganie nagłym i dużym przepływom kapitału krótkoterminowego, co mogłoby prowadzić do destabilizacji polskiego systemu finansowego oraz bilansu płatniczego.

Kolejne, dotąd obowiązujące, zmiany w zakresie wymiennalności polskiej waluty zostały wprowadzone wraz z wejściem w życie 1 października 2002 r. nowej ustawy Prawo dewizowe¹⁶. Ten akt prawny zniósł większość dotychczasowych ograniczeń, szczególnie w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej oraz pozostałych, które należą do OECD lub Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Jedyne restrykcje, które jeszcze obowiązują, dotyczą:

– przyjmowania przez rezydentów należności w innych walutach niż waluty wymienne lub polski złoty,

– wywozu i wysyłania za granicę złota lub platyny dewizowej,

– wywozu i wysyłania za granicę krajowych lub zagranicznych środków płatniczych, których wartość przekracza równowartość 10.000 euro.

W odniesieniu do pozostałych krajów istnieją jeszcze dość znaczne restrykcje. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

– nabywanie i zbywanie w kraju przez nierezydentów z tego obszaru oraz zbywanie przez rezydentów w tych krajach papierów wartościowych, jednostek uczestnictwa w funduszach zbiorowego inwestowania oraz wierzytelności i innych praw; ograniczeniom podlega ponadto nabywanie przez rezydentów nieruchomości oraz udziałów w spółkach mających siedzibę w krajach trzecich;

– otwieranie przez rezydentów rachunków w bankach i oddziałach banków mających siedzibę w tych krajach;

– zaciąganie przez rezydentów u nierezydentów z krajów trzecich kredytów lub pożyczek, gdy termin spłaty ponad połowy kwoty kredytu lub pożyczki upływa w ciągu roku od dnia zawarcia umowy; podobne ograniczenie obowiązuje w przypadku udzielania kredytu lub pożyczki nierezydentom przez rezydentów;

– ustanawianie przez rezydentów na rzecz nierezydentów z krajów trzecich zabezpieczeń, które dotyczą wierzytelności przysługujących im od innych nierezydentów;

– przekazywanie przez rezydentów do wskazanych krajów środków płatniczych z przeznaczeniem na podjęcie lub rozszerzenie w tych krajach działalności gospodarczej.

Odstępstwo od wszystkich wymienionych w ustawie restrykcji wymaga uzyskania zezwolenia dewizowego. Podsumowując zmiany dokonane w najnowszej

¹⁴ Tamże, s. 29.

¹⁵ Szerzej zob. E. Sadowska-Cieślak: *Dylematy liberalizacji krótkoterminowych przepływów kapitałowych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 5/2000, s. 26-28.

¹⁶ Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (Dz.U. nr 141, poz. 1178).

ustawie, można stwierdzić, że zniesiono większość dotychczas obowiązujących restrykcji w zakresie obrotów krótkoterminowych. Praktycznie nie istnieją one w odniesieniu do krajów należących do Unii Europejskiej, OECD i Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Należy jednak wskazać na wciąż długą ich listę w odniesieniu do pozostałego obszaru. W efekcie polska waluta nadal nie jest w pełni wymienna.

Obecnie przejdziemy do analizy skutków zmian przepisów prawnych dla bilansu płatniczego. Na początku należy jednak poczynić kilka uwag. Ocena zmian w bilansie płatniczym Polski w okresie transformacji jest utrudniona ze względu na wprowadzane w tym czasie, głównie w 1996 r., zmiany metodologii¹⁷. Dostępne dane, zgodne z obecnie stosowaną, dotyczą okresu od 1994 r. Dane zamieszczone w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej są bardziej szczegółowe niż pochodzące z bilansu płatniczego, dlatego też głównie na nich będzie oparta analiza¹⁸.

Jak wskazano, najwcześniej dokonano liberalizacji w zakresie inwestycji bezpośrednich. Początkowo nie stanowiły one znaczącej pozycji w bilansie płatniczym.

Ze względu na rozmiary bezpośrednich inwestycji za-

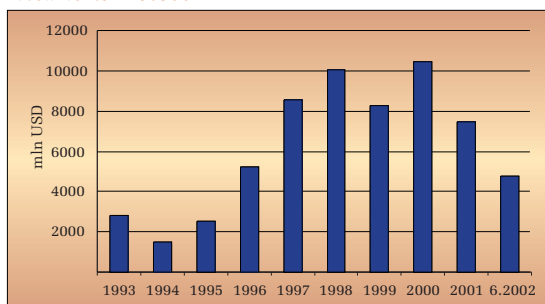
¹⁷ Podstawową zmianą wprowadzoną w 1996 było dostosowanie struktury prezentacyjnej bilansu płatniczego do stosowanej przez MFV. W miejsce pozycji „kapitał długoo- i średnioterminowy” oraz „kapitał krótkoterminowy” wprowadzono kategorię „obroty kapitałowe i finansowe. Wyodrębniono także niesklasyfikowane obroty bieżące, które obejmują transakcje skupu i sprzedaży walut nieobjętych klasyfikacją statystyczną oraz wpłaty i wypłaty walut obcych przez rezydentów z rachunków bankowych. Pozycja ta mówi przede wszystkim o szacunku obrotów handlu przygranicznego. Przed 1996 r. była ona zaliczana do obrotów finansowych w pozycji „Pozostałe kapitały krótkoterminowe”. Kolejną dokonaną zmianą było wprowadzenie kategorii „Oficjalne aktywa rezerwowe” w miejsce „Rezerw oficjalnych brutto”. Pierwsza pozycja, w przeciwieństwie do drugiej, obejmuje jedynie aktywne transakcje repo. Transakcje pasywne zostały przeniesione do pozycji „polskie zobowiązania wobec zagranicy – rachunki bieżące i depozyty”. Inną zmianą, wprowadzoną w 2001 r., było wyodrębnienie – zgodnie z zaleceniami MFV i EBC – „pochodnych instrumentów finansowych”, które wcześniej były wykazywane w pozycji „dochody” oraz „inwestycje portfelowe – papiery dłużne”. W wyniku powyższych operacji zmieniły się te pozycje, do których te nowo wyodrębnione wcześniej były zaliczane.

Na temat zmian wprowadzonych w prezentacji bilansu płatniczego w ciągu lat zob. „Biuletyn Informacyjny NBP”, różne numery.

¹⁸ Należy w tym miejscu wskazać na różnice między danymi prezentowanymi w bilansie płatniczym i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Pierwsza dotyczy przepływów w danym roku. Druga zaś przedstawia nie „strumień”, lecz „zasób”, czyli stan pasywów i aktywów na dany moment. Obliczenie zmiany dla danego okresu daje wynik inny od zamieszczonego w bilansie płatniczym. Przyczyną tego jest sposób zbierania danych statystycznych. Otóż w przypadku bilansu płatniczego pochodzą one z banków mających uprawnienia do dokonywania obrotu dewizowego. Jeśli chodzi o międzynarodową pozycję inwestycyjną, to dane pochodzą także z NBP, GUS i przedsiębiorstw dokonujących obrotów z zagranicą (zob. „Biuletyn Informacyjny NBP” 2002, różne numery). Inną przyczyną mogą być zmiany w relacjach kursowych między walutami, w których nominowane są należności i zobowiązania. Wraz z rzeczywistymi przepływami oddziałują one na ich stan.

¹⁹ Przedstawione tutaj dane pochodzą z Polskiej Agencji Inwestycji Zagranicznych. Różnią się one znacząco od tych publikowanych przez NBP. Według tej instytucji, do 2001 r. w Polsce zainwestowano 41 mld USD. Przyczyną rozbieżności jest sposób zbierania danych. Otóż PAIZ swoje wyniki opiera na zebranych ankietach, informacjach zamieszczanych w mediach, bezpośrednich kontaktach z inwestorami, ambasadami i urzędami wojewódzkimi. Z kolei NBP dokonuje obliczeń na podstawie danych pochodzących od polskich inwestorów bezpośrednich oraz polskich przedsiębiorstw bezpośredniego inwestowania.

Wykres 1 *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*



Źródło: www.paiz.gov.pl

granicznych lata transformacji można podzielić na dwa podokresy¹⁹:

- lata 1990-1994, w których do Polski napłynęło 4.321 mln USD w formie inwestycji bezpośrednich;
- okres od roku 1995 r. do października 2002 r., kiedy napłynęło 57.168 mln USD.

Przeważającą formą inwestycji był zakup udziałów i akcji, choć w ostatnim okresie większego znaczenia nabrały kredyty inwestorów. Uzupełnieniem były aporty rzeczowe.

Głównymi czynnikami ograniczającymi napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski w pierwszej połowie lat 90. były:

- głęboka recesja gospodarcza na początku okresu;
- wysoka inflacja;
- niski poziom infrastruktury, niepewność co do trwałości wprowadzanych rozwiązań systemowych;
- brak stabilności politycznej.

Dynamika bezpośrednich inwestycji zagranicznych rosła wraz z postępującym procesem stabilizowania gospodarki i wchodzeniem jej na ścieżkę dynamicznego wzrostu oraz poprawą działania mechanizmu rynkowego, związaną głównie z tworzeniem rynkowej infrastruktury instytucjonalnej²⁰.

Skala polskich bezpośrednich inwestycji za granicą jest dotąd niewielka (najwyższą wartość, 163 mln USD – według danych bilansu płatniczego, osiągnęła w 1998 r.)²¹. W bilansie płatniczym pozycja ta pojawiła się dopiero w 1996 r., kiedy zniesiono część restrykcji w tym zakresie. Z pewnością jednak, nie istniejąca wtedy asymetria między dopuszczalnością inwestycji nie-rezydentów w kraju i rezydentów poza Polską, lecz szczupłość polskich zasobów kapitału była przyczyną niskiego poziomu zaangażowania polskiego kapitału za

²⁰ Na temat czynników wewnętrznych, wpływających na napływ kapitału zagranicznego w formie inwestycji bezpośrednich, zob. W. Karaszewski, J. Wiśniewski: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce: ich skala, struktura i wpływ na procesy rozwojowe*, „Ekonomista” nr 4/2000, s. 570-571.

²¹ Należy tutaj zwrócić uwagę na to, że dane publikowane przez NBP w bilansie płatniczym różnią się od tych, które służą do obliczenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Przykładowo, w 1998 r. bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce wyniosły wg międzynarodowej pozycji inwestycyjnej 487 mln USD.

Tabela 1 *Inwestycje portfelowe na podstawie bilansu płatniczego (w danym roku)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	do 10.2002
Polskie inwestycje portfelowe za granicą	-624	1	285	248	-130	-551	-90	43	-899
Udziałowe	0	127	-17	56	-42	-173	-23	-67	-259
Dłużne	-624	-126	302	192	-88	-378	-67	110	-640
Zagraniczne inwestycje portfelowe w kraju	0	1.170	-266	1.283	1.830	1.417	2.677	1.066	2.191
Udziałowe	0	233	689	599	954	885	871	-306	-636
Dłużne	0	937	-955	684	876	532	1.806	1.372	2.827

Źródło: dane NBP.

granica. Świadczą o tym dane dotyczące 2001 r., kiedy zdecydowana większość restrykcji była już zniesiona, a odpływ polskich inwestycji bezpośrednich wyniósł zaledwie 63 mln USD.

Przejdziemy teraz do analizy inwestycji portfelowych²². Już w 1994 r. suma ulokowanego w ten sposób kapitału w Polsce wyniosła 8,4 mld USD²³ i nieprzerwanie rosła przez cały omawiany okres, by w 2001 r. osiągnąć 18,9 mld USD (z tego 77% stanowiły inwestycje w papiery dłużne). Tabela 1 przedstawia dane dotyczące zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce i polskich za granicą. Można z niej wnioskować o ich dużej zmienności, zarówno co do skali, jak i znaku. Dotyczy to zarówno zagranicznych lokat w Polsce, jak i polskich za granicą. Kwestia ta nie będzie jednak tutaj szerzej analizowana. Z uwagi na temat artykułu najbardziej istotne są bowiem: skala i struktura tej pozycji. W tabeli 1 widoczny jest dominujący udział, zarówno w napływie, jak i odpływie inwestycji w papiery dłużne.

Na wykresie 2 widoczny jest początkowo dominujący udział zagranicznych inwestycji portfelowych w sektorze rządowym. Wiąże się to z początkowym rozluźnianiem restrykcji w zakresie inwestycji w rządowe

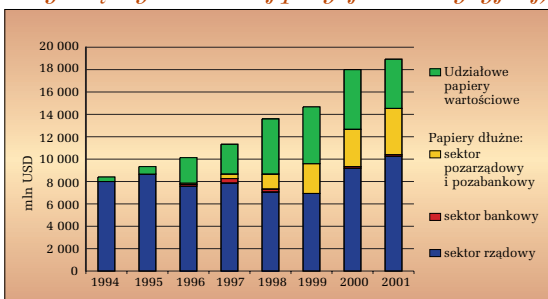
papiery dłużne oraz akcje. Jeszcze w 1994 r. jedyną pozycją w zagranicznych inwestycjach portfelowych były obligacje Brady'ego polskiego rządu. W 1993 r. pojawiły się pierwsze, choć w niewielkiej skali, inwestycje na rynku bonów skarbowych. W 1995 r. wyemitowano po raz pierwszy euroobligacje, na kwotę 250 mln USD. Na koniec 2001 r. inwestycje portfelowe w sektorze rządowym osiągnęły wartość 10.014 mln USD.

Mimo że skala opisanych wyżej inwestycji była największa, to w drugiej połowie lat 90. szczególnie wysoką dynamiką charakteryzowały się inwestycje w papiery dłużne w sektorze pozarządowym i pozabankowym. Wiąże się to zapewne z postępującą liberalizacją prawa dewizowego. Miały miejsce przede wszystkim inwestycje w instrumenty długoterminowe. Inwestycje w papiery o terminie wykupu krótszym niż rok miały charakter szcztakowy. W szczytowym 2000 r. ich suma w portfelu inwestorów zagranicznych wynosiła 101 mln USD, podczas gdy inwestycje długoterminowe osiągnęły 3.265 mln USD. Niska skala napływu inwestycji krótkoterminowych wiąże się z istniejącymi w całym okresie ograniczeniami prawnymi.

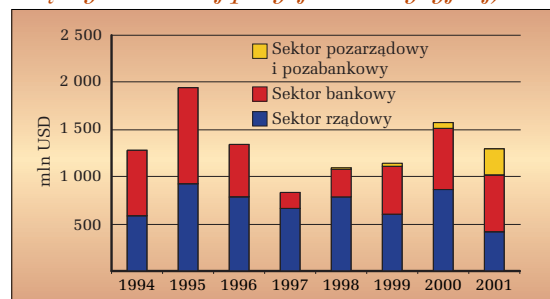
Skala polskich inwestycji portfelowych za granicą jest zdecydowanie mniejsza. Przedstawia je wykres 3. Zaprezentowano na nim nieco inne ujęcie w stosunku do inwestycji nierezydentów. Nie wyodrębniono bowiem inwestycji w papiery udziałowe. Celem tego jest przede wszystkim przedstawienie tendencji rozwojowej polskich inwestycji zagranicznych. Poza tym liberaliza-

²² Prezentacja tej pozycji zostanie przeprowadzona na podstawie szczegółowych danych dotyczących międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, a nie bilansu płatniczego. Dostępne dane dotyczą lat 1994-2001.

²³ Według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Z powodu braku danych dla lat wcześniejszych możliwe było podanie tej wielkości dopiero dla 1994 r.

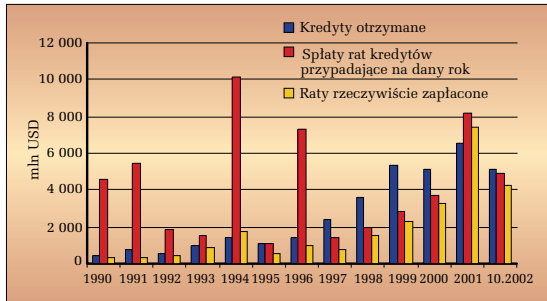
Wykres 2 *Struktura inwestycji portfelowych w Polsce na podstawie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (dane skumulowane, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*

Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 3 *Polskie inwestycje portfelowe za granicą na podstawie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (dane skumulowane, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*

Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 4 Przepływy w zakresie zobowiązań z tytułu kredytów długo- i krótkoterminowych (na podstawie danych bilansu płatniczego)



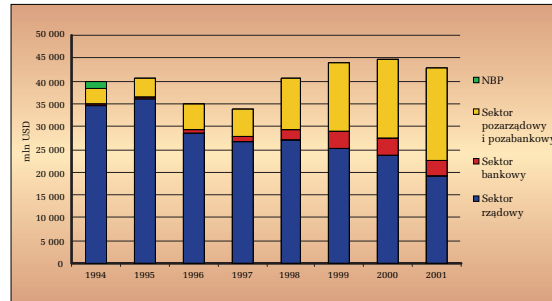
Źródło: jak dla tabeli 1.

cja zarówno transakcji bezpośrednich, jak i pośrednich przebiegała mniej więcej w tym samym czasie.

W 1994 r. na polskie inwestycje portfelowe składały się dłużne długoterminowe papiery wartościowe będące w posiadaniu polskiego rządu i sektora bankowego. Jeśli chodzi o sektor publiczny, to pozycja ta dotyczyła obligacji rządu Stanów Zjednoczonych, będących zabezpieczeniem pod obligacje Brady'ego²⁴. Inwestycje sektora pozarządowego w papiery wartościowe stanowiły znaczącą część sumy całkowitej (w latach 1994 i 1995 ponad połowę – odpowiednio 690 i 1.018 z kwoty 1.287 i 1.937 mln USD) pomimo ich reglamentacji. Dominowały inwestycje w papiery długoterminowe. Wartość inwestycji w instrumenty krótkoterminowe wyniosła średnio w latach 1997-2001 zaledwie 24 mln USD. Wiązało się to oczywiście z silnymi ograniczeniami w tym zakresie, choć ważne były czynniki innej natury, np. wyższa dochodowość papierów krajowych w stosunku do zagranicznych. Jeśli chodzi o inwestycje w akcje, to stanowiły one w każdym roku średnio 33% omawianej tu pozycji²⁵.

Mimo że następowała stopniowa liberalizacja omawianej tutaj kategorii przepływów kapitałowych, trudno wskazać jakąś wyraźną tendencję. Znaczący odpływ polskiego kapitału w ciągu dziesięciu miesięcy 2002 r. może świadczyć o pewnym związku ze zmianami legislacyjnymi, jednak – jak wspomniano – ta kategoria przepływów kapitałowych charakteryzuje się znacznie większą zmiennością w stosunku do inwestycji bezpośrednich (świadczą o tym dane zamieszczone w tabeli 1). Poza tym zasadnicze zmiany, głównie w odniesieniu do transakcji długoterminowych, dokonały się znacznie wcześniej, a skala polskich inwestycji portfelowych utrzymuje się na zbliżonym poziomie. Jako główne czynniki kreujące tę pozycję należy raczej

Wykres 5 Struktura podmiotowa otrzymanych kredytów według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (wartości skumulowane)



Źródło: jak dla tabeli 1.

wskazać atrakcyjność lokat na rynku krajowym w stosunku do odpowiedników zagranicznych.

Kolejną pozycją w przepływach kapitału są kredyty. Wraz z rosnącą liberalizacją w tym zakresie zwiększała się także ich wielkość. Tendencja ta jest wyraźniejsza po stronie pasywów.

Na wykresie 4 wyraźnie zaznacza się duża skala spłacanych kredytów na początku omawianego okresu. Wynikało to z ogromnego zadłużenia zagranicznego Polski²⁶. Była ona głównym źródłem deficytu na rachunku kapitałowym. Należy jednak podkreślić, że zjawisko to miało charakter głównie rachunkowy. Przykładowo, w 1990 r. saldo rachunku kapitału długo- i krótkoterminowego (według ówczesnej nomenklatury) wynosiło -4.153 mln USD, a jednocześnie pozycja „exceptional financing”: 7.755 mln USD. Właśnie ona wskazuje na skalę zobowiązań, z których rząd się nie wywiązał w umownym terminie lub które zostały zrestrukturyzowane. W kolejnych latach pozycja ta malała, a od 1998 r. jest już nawet ujemna²⁷. Płatności te miały w początkowym okresie decydujący wpływ na

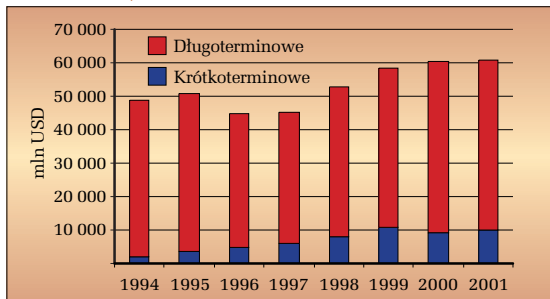
²⁶ Kwestia ta nie będzie szerzej poruszana. Dla przykładu wystarczy tutaj zauważyć, że wymagalne płatności w 1990 r. wyniosły ponad 8,5 mld USD, w tym odsetki ponad 3,9 mld USD. Rezerwy wynosiły przy tym niecałe 4,7 mld USD, co już świadczyło o istniejących trudnościach w spłacie wymagalnych zobowiązań. W roku tym spłacono zaledwie 740 mln USD. Temat polskiego zadłużenia zagranicznego jest szeroko omówiony w pracy W. Czepiel: *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*. „Bank i Kredyt” nr 5/2000.

²⁷ Wykres mógłby sugerować, że jeszcze przynajmniej w 1994 i 1996 r. „Exceptional financing” powinno wykazać znaczącą wartość (w 1996 r. nawet wyższą niż w 1990 r.). Tak jednak nie było. W 1994 r. nastąpiła redukcja zadłużenia wobec wierzycieli skupionych w Klubie Paryskim i Londyńskim. Według obecnie stosowanej metodologii wskazuje na to wartość rachunku kapitałowego, który obejmuje m.in. środki przeznaczone na umorzenie długu (w 1994 r. wyniosła ona 9.214 mln USD). Z kolei w 1996 r. nastąpiła kompensata wzajemnych zobowiązań w ramach tzw. Opcji Zero Plus. Wskazuje na to pozycja „pozostałe należności”. Obejmuje ona m.in. środki na rachunkach bankowych w rublach transferowych, tzw. rachunki likwidacyjne, służące do rozliczenia należności i zobowiązań powstałych w okresie funkcjonowania RWPG. Napływ środków z tytułu pozostałych należności w 1996 r. wyniósł 5.730 mln USD. Na temat przyczyn spadku polskiego zadłużenia w 1994 r. i 1996 r. szerzej zob. odpowiednio „Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 1994 rok”, Warszawa 1995, s. 15 oraz „Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 1996 Rok”, Warszawa 1997, s. 29. Metodologia bilansu płatniczego omówiona jest szeroko w „Biuletynie Informacyjnym NBP”, różne numery.

²⁴ Szerzej na ten temat zob. „Skarbowe Papiery Wartościowe. Raport Roczny” 2000, s. 33-34.

²⁵ Według danych NBP, związanych z bilansem płatniczym. Istnieje tutaj różnica w stosunku do danych publikowanych w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Według niej, inwestycje portfelowe w akcje pojawiły się dopiero w 1998 r.

Wykres 6 Struktura otrzymanych kredytów ze względu na okres spłaty według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (wartości skumulowane)



Źródło: jak dla tabeli 1.

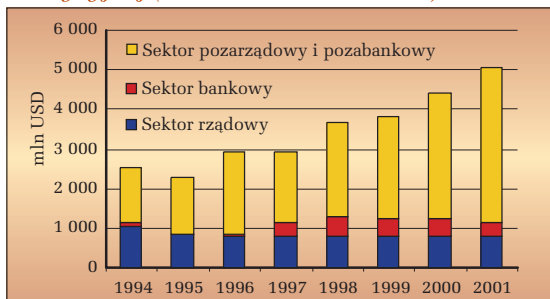
kształtowanie się salda ówczesnego rachunku kapitału długo- i średnioterminowego. Znamiennym przykładem jest grudzień 1991 r. Nominalnie saldo tej pozycji wyniosło -3.421 mln USD. Jednak po wyłączeniu kredytów niespłaconych osiągnęło ono dodatnią wartość, równą 139 mln USD.

W omawianym okresie malało zadłużenie budżetu państwa z tytułu kredytów. W 1994 r. w wyniku porozumień z wierzycielami spadło ono poniżej 35 mld USD, podczas gdy w 1990 r. wynosiło blisko 47 mld USD²⁸. Na wykresie 5 widoczny jest spadek tej pozycji w 2001 r. poniżej 19 mld USD.

Pierwsza połowa lat 90. charakteryzowała się silnymi restrykcjami obrotów prywatnych analizowanej kategorii. Zmniejszanie ich w kolejnych latach doprowadziło do wzrostu ich udziału w całkowitej wartości tej pozycji z blisko 10% w 1994 r. do ponad 55% w 2001 r. Oczywiście wpływ na to miał także spadek zadłużenia publicznego. O skali wzrostu długu publicznego z tytułu otrzymanych kredytów najlepiej świadczą wartości bezwzględne. W 1994 r. wynosiło

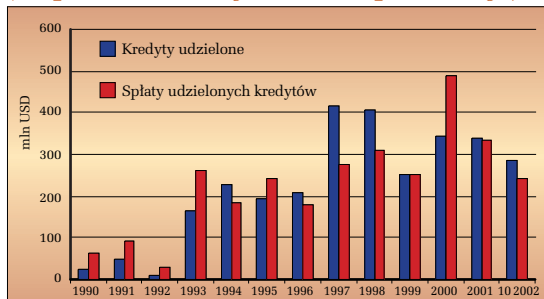
²⁸ Podana wielkość dotyczy zadłużenia w walutach wymienialnych. W 1990 r. Polska miała zadłużenie w wysokości ponad 5 mld USD w rublach transferowych. Na ten temat zob. dane zamieszczone w „Bilanse należności i zobowiązań Rzeczypospolitej Polskiej za 1992 rok”, Tom 1, Warszawa 1992, s. 48.

Wykres 8 Struktura podmiotowa udzielonych kredytów według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (wartości skumulowane)



Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 7 Kredyty długo- i krótkoterminowe (na podstawie danych bilansu płatniczego)



Źródło: jak dla tabeli 1.

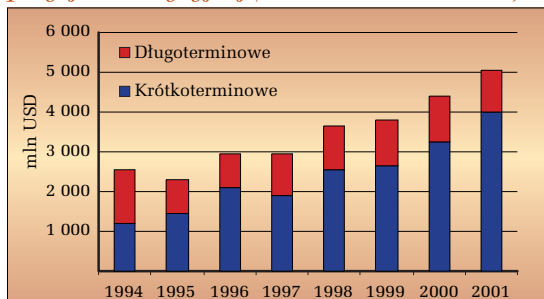
ono 3.959 mln USD, natomiast w 2001 r. 23.878 mln USD (z tego 20.199 mln USD dotyczyło sektora pozabankowego). Była to kwota wyższa od zobowiązań rządowych z tytułu kredytów, które w 2001 r. roku wynosiły 18.987 mln USD.

Najszybciej uwolniono, w pewnym zakresie, udzielanie i zaciąganie kredytów handlowych. Pozostałe transakcje wymagały uzyskania zezwolenia dewizowego. Mimo to udział kredytów kupieckich kształtował się mniej więcej na tym samym poziomie, stanowiącym 1/3 całości zaciągniętych kredytów przez sektor pozarządowy i pozabankowy.

Istotna jest także analiza struktury terminowej spłaty kredytów. Ilustruje to wykres 6.

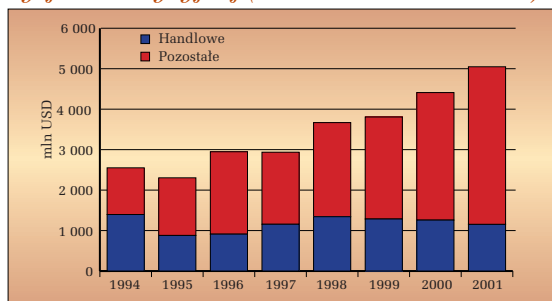
Mimo że w całości kredytów dominowały zobowiązania długoterminowe, nieprzerwanie rósł udział krótkoterminowych. W początkowym okresie dominował udział zobowiązań rządowych. Dlatego bardziej interesujące będzie wskazanie na kształtowanie się pozostałych. Jak wskazano, wzrost ich był ponad sześciokrotny. Rosła także wartość kredytów krótkoterminowych. Ich udział w całości kredytowych zobowiązań prywatnych kształtował się mniej więcej na tym samym poziomie, około 30%. Należy jednak zwrócić uwagę, że na kredyty krótkoterminowe prawie w całości

Wykres 9 Struktura udzielonych kredytów ze względu na okres spłaty według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (wartości skumulowane)



Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 10 *Struktura przedmiotowa udzielonych kredytów według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (wartości skumulowane)*



Źródło: jak dla tabeli 1.

ści składały się zobowiązania handlowe. W 1994 r. wynosiły one 96,4%, a w 2001 r. 98,5%. Wynika to z regulacji prawnych, które najwcześniej zliberalizowały transakcje dotyczące krótkoterminowych kredytów handlowych.

Skala kredytów udzielanych przez stronę polską była w omawianym okresie, w porównaniu z otrzymanymi, wielokrotnie niższa. Rosła jednak w miarę usuwania kolejnych ograniczeń.

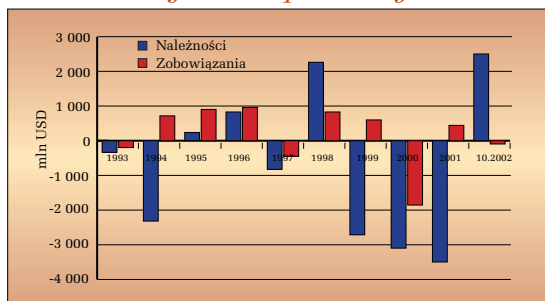
Początkowo bardzo restrykcyjne przepisy w tym względzie miały odzwierciedlenie w bilansie płatniczym. W 1990 r. udzielono kredytów na kwotę 22 mln USD. Najwyższą ich wartość odnotowano w 1997 r. i 1998 r. Osiągnięto wtedy największe postępy w zakresie liberalizacji tej pozycji. W latach 1994-2001 dominował udział sektora pozarządowego i pozabankowego w udzielonych pożyczkach. Składały się na nie przede wszystkim kredyty handlowe. W pozostałej części polskich należności kredytowych dominowały kredyty sektora rządowego. Niewielki udział sektora bankowego, mimo jego wzrostu w drugiej połowie lat 90., należy tłumaczyć względnie wysokim poziomem stóp procentowych w Polsce.

Interesująca jest także struktura terminowa udzielonych kredytów. Na wykresie 9 widoczna jest przewaga kredytów krótkoterminowych, co świadczyłoby o dużej swobodzie w tym zakresie. Jest to mylące, gdyż w całym okresie średnio 96% jej sumy stanowiły kredyty handlowe.

Pozycją, która charakteryzuje się największą zmiennością, są depozyty i lokaty. Ona też najdłużej podlegała ograniczeniom. Pomimo konieczności uzyskania zezwolenia dewizowego rosła dynamicznie, szczególnie po stronie polskich należności za granicą.

Mimo że w pewnych okresach zmniejszały się polskie należności z tego tytułu za granicą, to w większości lat przeważał ich wzrost. W efekcie ich suma osiągnęła w 2001 r. wartość 13.273 mln USD (w 1994 r. było to 7.252 mln USD), z czego blisko 97% stanowiły należności sektora bankowego. Reszta należała do sektora poza-

Wykres 11 *Zmiany w przepływie należności i zobowiązań z tytułu gotówki, depozytów i lokat według bilansu płatniczego*



Źródło: jak dla tabeli 1.

rządowego i pozabankowego. Po stronie zobowiązań w zakresie tej pozycji wzrost nie był tutaj tak imponujący, jak w przypadku polskich aktywów, i pozycja ta osiągnęła w 2001 r. wartość 3.043 mln USD wobec 863 mln USD w 1994 r. Nierezydenci wykorzystują tę pozycję w oczekiwaniu na lokaty w bardziej zyskowne instrumenty²⁹.

Podsumowując powyższe rozważania, należy wskazać na kształtowanie się ogółu polskiego zadłużenia, obejmującego inwestycje portfelowe oraz otrzymane kredyty i pożyczki. Jak widać na wykresie 12, w całym okresie rosła jego skala w sektorze prywatnym, szczególnie pozarządowym i pozabankowym.

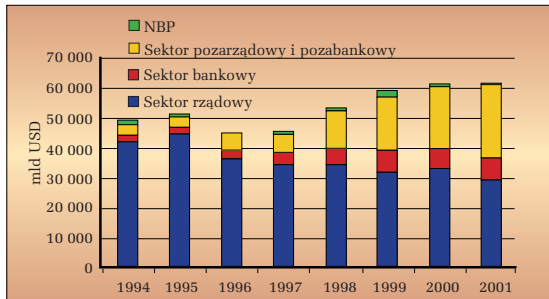
O ile w całości tak ujętego zadłużenia dominowały pasywa długoterminowe, o tyle po wyłączeniu pozycji dotyczących sektora rządowego oraz Narodowego Banku Polskiego struktura terminowa przedstawia się inaczej. Udział pasywów krótkoterminowych kształtował się w przedziale od 50,9% w 1996 r. do 30,1% w 2001 r. W tym okresie notowano jego permanentny spadek, podczas gdy przed 1996 r., od 1994 r. następował jego wzrost. Tak wysoki udział zobowiązań krótkoterminowych może wydawać się dziwny, biorąc pod uwagę istniejące, szczególnie początkowo, silne restrykcje. Analiza ich struktury wszystko jednak wyjaśnia.

Jak widać na wykresie 13, dominowały rachunki bieżące i depozyty. Pomimo istniejących ograniczeń, polegających na wymaganii uzyskania zezwolenia dewizowego, pozycja ta rosła najdynamiczniej. Jak wspomniano, lokaty tego typu miały charakter przejściowy, w oczekiwaniu na bardziej zyskowne inwestycje. Drugą pozycję pod względem wielkości zajmowały otrzymane kredyty i pożyczki handlowe. Tutaj ograniczenia były znoszone najszybciej. Niewielki był udział krótkoterminowych inwestycji portfelowych w sumie ulokowanych środków poniżej 1 roku. Największą wartość osiągnął on w 1997 r. – 5,7%.

Inaczej kształtowała się struktura w przypadku zadłużenia długoterminowego. Tutaj stale rósł udział in-

²⁹ Zob. „Raport Roczny NBP 2001”, Warszawa 2002 Narodowy Bank Polski, s. 146.

Wykres 12 *Struktura podmiotowa zadłużenia zagranicznego (wartości skumulowane według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*



Źródło: jak dla tabeli 1.

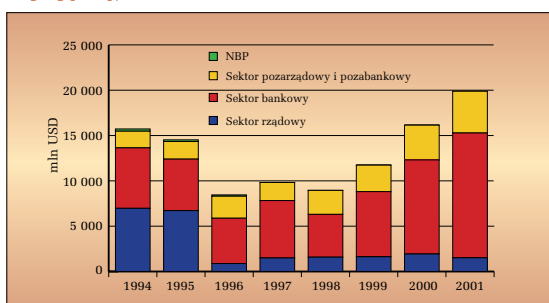
westycji w papiery dłużne. W 1995 r. był on jeszcze zerowy, natomiast w 2001 r. osiągnął poziom 19,8% (mowa jest tutaj o wielkościach skumulowanych).

Przechodząc do analizy polskich aktywów z tytułu kredytów, pożyczek i inwestycji portfelowych, należy stwierdzić, że struktura podmiotowa znacząco różni się od struktury pasywów. Znaczny udział sektora rządowego występował jedynie do 1995 r., z przyczyn już wyżej wskazanych. Na wykresie 14 widoczna jest dominująca rola sektora bankowego w generowaniu polskich należności za granicą.

Analizując wykres 14, dojdziemy do wniosku, że dominującą rolę w rozpatrywanych tutaj aktywach odgrywały pozycje o charakterze krótkoterminowym.

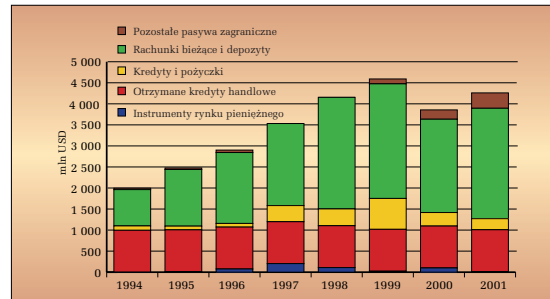
Tak jak w strukturze krótkoterminowych pasywów, także tutaj dominujący udział, szczególnie po 1995 r., miały rachunki bieżące i depozyty. W decydującej mierze dotyczyło to sektora bankowego. Drugą pozycję zajmowały udzielone kredyty handlowe. Udział pozostałych wielkości, tj. krótkoterminowych inwestycji portfelowych, udzielonych kredytów i (od 1996 r.) pozostałych aktywów zagranicznych, nie przekraczał w sumie 4%. Wraz z rosnącym stopniem otwarcia na

Wykres 14 *Struktura podmiotowa polskich należności za granicą (wartości skumulowane, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*



Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 13 *Struktura rodzajowa krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego (wartości skumulowane, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*



Źródło: jak dla tabeli 1.

przepływy kapitału nie wykazywał też tendencji wzrostowej, również pod względem wartościowym.

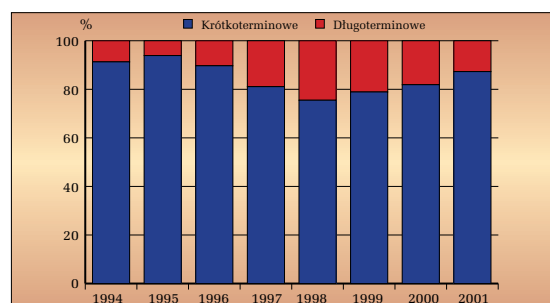
Z analizy można wysnuć jeden, dość istotny wniosek. Pomimo istnienia silnych ograniczeń przepływów kapitału krótkoterminowego już w pierwszej połowie lat 90. miały one duże znaczenie dla kształtowania struktury polskich pasywów i aktywów. Co więcej, zasadniczą rolę w tym procesie odegrały kapitały uważane za najpłynniejsze, czyli gotówka, depozyty bieżące i lokaty. Tak więc konieczność uzyskania zezwolenia dewizowego na dokonanie tego typu operacji nie okazała się wystarczająco silnym ograniczeniem.

Mechanizm kursowy

W latach 90. można wyodrębnić następujące etapy zmian systemu kursu walutowego:

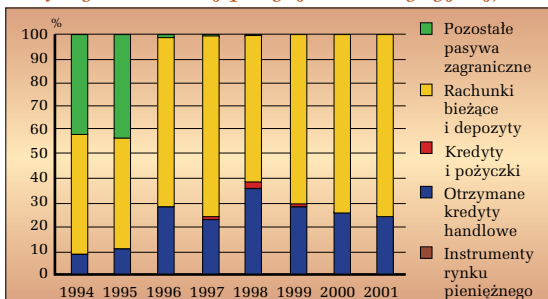
- od początku 1990 r. do października 1991 r. - system sztywnego kursu walutowego;
- od 14 października 1991 r. do połowy maja 1995 r. - system pełzającej dewaluacji złotego;
- od maja 1995 r. do 12 kwietnia 2000 r. - system pełzającego pasma;

Wykres 15 *Struktura terminowa polskich należności z tytułu kredytów pożyczek i inwestycji portfelowych w dłużne papiery wartościowe (dla wartości skumulowanych, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)*



Źródło: jak dla tabeli 1.

Wykres 16 Struktura przedmiotowa polskich dłużnych inwestycji krótkoterminowych (dla danych skumulowanych, według międzynarodowej pozycji inwestycyjnej)



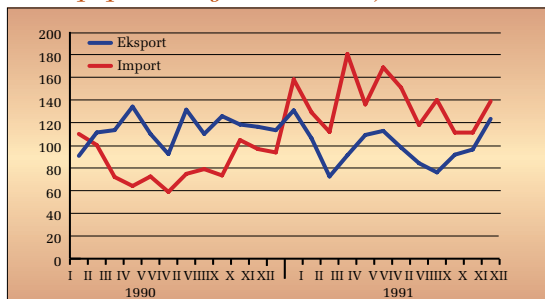
Źródło: jak dla tabeli 1.

– od 12 kwietnia 2000 r. – system płynnego kursu walutowego.

U progu lat 90. wprowadzono system kursu stałego, co było podyktowane koniecznością powstrzymania inflacji, która w grudniu 1989 r. wynosiła 639,6% (mierzona wskaźnikiem cen dóbr konsumpcyjnych, w skali roku). Kurs walutowy miał być tzw. nominalną kotwicą antyinflacyjną. Wprowadzenie takiego systemu kursowego uzasadniano tym, że z jednej strony usztywnienie kursu ograniczy rozwój oczekiwań inflacyjnych, a z drugiej wpłynie pozytywnie na osłabienie presji kosztów. Sztwywny kurs walutowy ustalono na poziomie 9500 zł/USD³⁰. Początkowo był to kurs sztywny względem dolara USA. W celu lepszego odzwierciedlenia powiązań polskiej gospodarki z otocze-

³⁰ W tym czasie kurs czarnorynkowy wynosił około 7500 zł/USD. Skala dewaluacji była tak duża, gdyż obawiano się, że w ramach liberalizacji handlu zagranicznego i ułatwionego dostępu do dewiz mogłoby dojść do masowego ich wykupu i wyczerpania rezerw walutowych. To jednak nie nastąpiło. Powszechne są opinie, że dewaluacja kursu walutowego na tym poziomie była zbyt głęboka. Jako ujemne skutki tak dużego osłabienia wartości złotego podaje się znaczne przekroczenie planowanego na 1990 r. poziomu inflacji oraz silną recesję w sektorach opartych na imporcie półproduktów. O krytyce przyjęcia takiego wyjściowego poziomu kursu walutowego zob. D.K. Rosati: *Polityka kursu złotego w Polsce*. Poznań 2001, s. 9; Z. Polański: *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*. „Ekonomista” nr 1-2/1999, s. 136; W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 25-26.

Wykres 17 Dynamika wolumenu eksportu i importu w latach 1990-1991 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: „Biuletyn Statystyczny”, różne numery z 1990 i 1991 r.

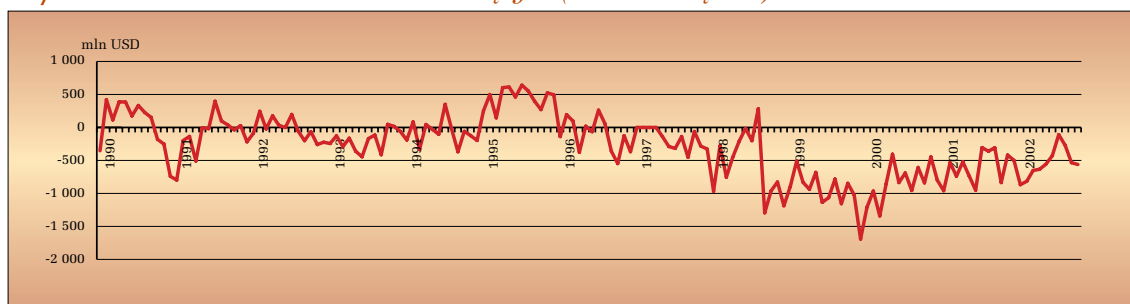
niem zewnętrznym 17 maja 1991 r. wprowadzono w tym zakresie zmiany. Od tego czasu kurs złotego był stały względem koszyka pięciu walut wymiennalnych (dolar USA – 45%, marka niemiecka – 35%, funt sterling – 10%, frank francuski i frank szwajcarski po 5%).

Stały, na poziomie 9500 zł/USD, kurs walutowy utrzymany został aż do tej daty, czyli przez blisko siedemnaście miesięcy. W warunkach sztywnego kursu walutowego i inflacji, o wiele wyższej niż u głównych partnerów, nieuchronnie musiało nastąpić pogorszenie warunków konkurencyjności polskiego eksportu i jej poprawa w imporcie. Znalazło to odzwierciedlenie w obrotach handlowych, co ilustruje wykres 17.

O ile jeszcze w styczniu 1991 r. dynamika eksportu była wysoka (ponad 30%), o tyle w kolejnych miesiącach zaczęła się zmniejszać – już w marcu jego wolumen spadł o blisko 28% w stosunku do marca 1990 r. Jednocześnie już od lipca 1990 r. wolumen importu wykazywał tendencję wzrostową. Czynniki te spowodowały stałe pogarszanie się salda bilansu handlowego.

Rok 1990 zamknął się dodatnim saldem obrotów bieżących w wysokości 716 mln USD. Jednak już w październiku tego roku odnotowano deficyt w tej pozycji. W grudniu wyniósł on już 740 mln USD. Choć mniejszy, wystąpił także w kolejnych miesiącach.

Wykres 18 Saldo bilansu obrotów bieżących (dane miesięczne)*



* Dla lat 1990-1994 dane dotyczą bilansu w walutach wymiennalnych. Przedstawione dane dla tego okresu nie są porównywalne z danymi dla lat następujących. Różnica polega na włączeniu w kolejnych latach do rachunku obrotów bieżących niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Wcześniej były one zaliczane do rachunku kapitału krótkoterminowego.

Dla września i października 2002 r. dane wstępne.

Źródło: dane NBP.

Tabela 2 Wskaźniki miesięcznej dewaluacji złotego

Data (od)	Wskaźnik miesięcznej dewaluacji (%)
14.10.1991	1,8
27.08.1993	1,6
13.09.1994	1,5
30.11.1994	1,4
16.02.1995	1,2
8.01.1996	1
26.02.1998	0,8
17.07.1998	0,65
10.09.1998	0,5
25.03.1999	0,3

Źródło: „Raport Roczny NBP”, różne lata.

W efekcie, wraz ze zmianą sposobu ustalania kursu walutowego podjęto decyzję o dewaluacji polskiej waluty o 14,4% w stosunku do dolara USA³¹. Poprawa konkurencyjności spowodowała pozytywne zmiany w zakresie dynamiki wolumenu eksportu i salda bilansu obrotów bieżących.

Zmiana warunków makroekonomicznych skłoniła władze do wprowadzenia kolejnych dostosowań w zakresie kursu walutowego. W przypadku inflacji nastąpiła istotna stabilizacja. Spadła ona z 294,1% w pierwszym półroczu 1990 r. do 40,1% w pierwszym półroczu następnego roku (zmiana w stosunku do półrocza poprzedzającego). Nie można jednak było uznać tego wyniku za cel ostateczny. Jednocześnie, jak wskazano, silnie oddziaływały czynniki pogarszające równowagę zewnętrzną. Pomimo okresowej poprawy w 1991 r. odnotowano deficyt obrotów bieżących w wysokości 1.359 mln USD. Wiadomo, że przy wyższej dynamice cen w kraju w stosunku do głównych partnerów gospodarczych, w celu przywrócenia konkurencyjności konieczne byłyby okresowe dewaluacje złotego. W związku z tym wprowadzono rozwiązania, których celem było zachowanie (w pewnym zakresie) funkcji kursu walutowego jako „nominalnej kotwicy”, jednocześnie przeciwdziałającego zbyt niemu pogorszeniu w zakresie konkurencyjności eksportu. Tym rozwiązaniem było wprowadzenie w październiku 1991 r. systemu kursu pełzającego, polegającego na tym, że złoty był poddawany codziennej dewaluacji wobec koszyka pięciu walut³². W terminologii międzynarodowej ten system kursowy określa się mianem „pełzającego zaczepu wzglę-

dem z góry określonej skali” (*pronounced crawling peg*)³³. Początkowo miesięczne tempo dewaluacji ustalono na 1,8%. Było ono powiązane ze zmianami inflacji, ale niższe od jej poziomu. W całym okresie istnienia systemu kursu pełzającego wraz ze spadkiem dynamiki inflacji dokonywano okresowej korekty stopy miesięcznej dewaluacji (patrz tabela 2). W końcowym okresie, tj. od marca 1999 r., wynosiła ona już tylko 0,3%. Jednocześnie posługiwano się narzędziem skokowej dewaluacji polskiej waluty, której (oprócz tej z maja 1991 r.) dokonano także 28 lutego 1992 r. – o 12% – i 27 sierpnia 1993 r. – o 8%. Narzędzia te, tj. codzienna deprecjacja i okresowa dewaluacja, miały na celu przeciwdziałanie pogarszaniu równowagi zewnętrznej. Ówczesnie obowiązujący mechanizm kursu walutowego służył także wewnętrznej stabilizacji. Należy go zaliczyć do grupy systemów kursów stałych. Decydującą rolę w jego ustalaniu nadal odgrywały bowiem władze monetarne. Z pewnością jednak rola „nominalnej kotwicy” znacznie zmalała.

W tym okresie podjęto próby stworzenia międzybankowego rynku walutowego. W końcu 1991 r. zezwolono bankom komercyjnym na ustalanie kursu we wzajemnych transakcjach w przedziale $\pm 2\%$ w stosunku do kursu średniego NBP³⁴.

Wykres 19 przedstawia salda obrotów kapitałowych z wyłączeniem inwestycji bezpośrednich. Tak zdefiniowane przepływy wywierają znaczący wpływ na kurs walutowy w krótkim okresie. One też miały istotny wpływ na zmiany w polityce kursowej³⁵. W pierwszej połowie lat 90., ze względu na obowiązujący system kursowy i duże ograniczenia mobilności kapitału, ich wpływ był znikomy, w przeciwieństwie do drugiej części omawianego okresu, kiedy następowała stopniowa liberalizacja w tych dziedzinach. Należy tutaj przypomnieć, że dla pierwszych lat okresu transformacji wskazane na wykresie wielkości są w dużej części „wirtualne”³⁶.

Stopniowe otwieranie polskiej gospodarki na przepływy kapitałowe, wraz z uregulowaniem międzynarodowej sytuacji płatniczej, i związany z tym spadek ryzyka pozwoliły zagranicznym podmiotom skorzystać z bardzo wysokiego oprocentowania skarbowych papierów wartościowych. Średnia rentowność 3-miesięcznych bonów skarbowych w końcu 1994 r., już po uwzględnieniu oczekiwanej dewaluacji, wynosiła

³¹ Zob. E. Pietrzak: *Wymienialność...*, op.cit., s. 61.

³⁴ Zob. B. Polszakiewicz: *Otwieranie...*, op.cit., s. 245, Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 141.

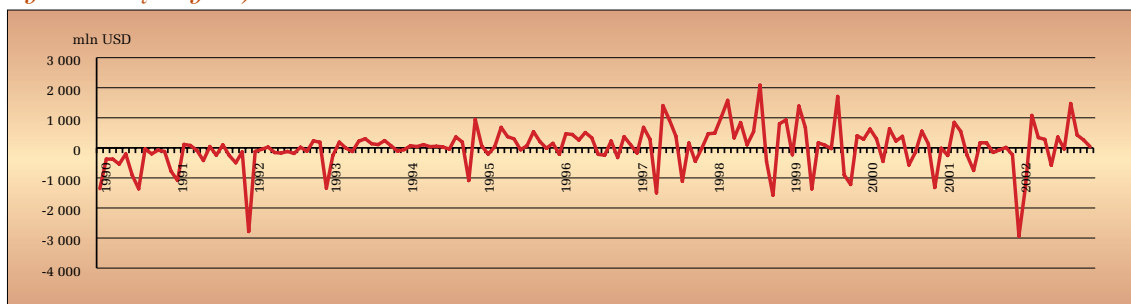
³⁵ Nie zdecydowano się tutaj na wyłączenie kredytów o terminie wymagalności powyżej 1 roku. Istnieją dwie podstawowe różnice między nimi a inwestycjami bezpośrednimi. Prędzej czy później będą one musiały zostać spłacone, natomiast inwestycje bezpośrednie niekoniecznie odpłyną. Kredyty długoterminowe, tak jak pozostałe, stanowią składnik zadłużenia. Jego wielkość była jednym z parametrów przy podejmowaniu decyzji dotyczących reżimu kursowego. Inwestycje bezpośrednie są brane pod uwagę przy obliczaniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, która stanowi zestawienie zagranicznych aktywów i pasywów danego kraju. Jednak powszechnie są one uznawane za najbardziej bezpieczne i pożądane.

³⁶ Problem ten był już poruszony wyżej.

³¹ Zob. B. Polszakiewicz: *Otwieranie...*, op.cit., s. 245, D.K. Rosati: *Polityka...*, op.cit., s. 9-10, Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 139-140, W. Malecki: *Rynek...*, op.cit., s. 27.

³² System stałego kursu walutowego jest jak najbardziej pożądany w okresie silnych zakłóceń na rynku pieniężnym danego kraju. W miarę redukcji inflacji do poziomu umiarkowanego korzyści ze stosowania takiego rozwiązania zanikają. W związku z tym bardziej pożądane staje się wprowadzenie elastyczniejszych form systemu kursu walutowego. Na temat przyczyn zmiany systemu kursowego zob. E. Rzeszutek: *Kurs rynkowy złotego w procesie transformacji gospodarki*, „*Ekonomista*” nr 4/1996, s. 454 oraz Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 140.

Wykres 19 Salda przepływów kapitałowych z wyłączeniem inwestycji bezpośrednich (dla danych miesięcznych*)



* Dla września i października 2002 r. dane wstępne.

Źródło: dane NBP.

w walucie obcej 9-10%, tj. o 3-4 punkty procentowe powyżej stopy LIBOR. Dysparytet ten przyciągnął kapitał finansowy³⁷. Jak widać na wykresie 19, praktycznie już od czerwca 1993 r. utrzymywało się dodatnie saldo wyżej zdefiniowanych przepływów kapitałowych. Rósł także wolumen bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Jednocześnie saldo bilansu obrotów bieżących, po uwzględnieniu tzw. handlu przygranicznego, było dodatnie. Istniała silna presja na aprecjację złotego. Następował szybki wzrost rezerw zagranicznych. Wynikało to z interwencji podejmowanych przez bank centralny, który był zobowiązany do obrony ustalonego kursu. W ciągu 1995 r. wzrosły one z 6 mld USD do blisko 15 mld USD. W związku z tym podjęto decyzję o zmianie systemu kursu walutowego. Celem wprowadzonego 16 maja 1995 r. systemu pełzającego pasma było zwiększenie ryzyka kursowego. Miało to ograniczyć napływ zagranicznego kapitału spekulacyjnego do Polski. Działania te miały na celu zwiększenie ryzyka dla inwestycji krótkoterminowych. Rentowność lokat kapitałowych na polskim rynku, przy wysokiej przewidywalności kursu walutowego, czyniła tego rodzaju inwestycje wysoko atrakcyjnymi³⁸. Temu też służyły kolejne działania w zakresie udziału rynku w kształtowaniu kursu walutowego, jednak nie były to jedyne przyczyny. W teorii ekonomii znane jest pojęcie „niespójnego trój-

kąta rozwiązań systemowych”. Mówi ono m.in., że nie możliwe jest utrzymanie niezależnej polityki pieniężnej przy swobodzie przepływu kapitału i stałym kursie walutowym. Ponieważ – jak już wyżej opisano – od 1995 r. systematycznie rósł zakres liberalizacji przepływów kapitału, konieczne było, wraz z postępowaniem tego zjawiska, uelastycznianie kursu walutowego. W zakresie polityki pieniężnej konieczna była autonomia, gdyż stopa inflacji nadal kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie³⁹.

Początkowo przyjęto pasmo dopuszczalnych odchyłek kursów polskiej waluty od koszyka równe $\pm 7\%$. Punktem odniesienia był kurs centralny, którego sposób obliczania się nie zmienił. Był on więc obliczany codziennie na podstawie ustalonego wskaźnika miesięcznej dewaluacji. W stosunku do wcześniej obowiązujących kursów średnich NBP kursy centralne nie pełniły już funkcji kursów urzędowych. Były one właściwie punktem odniesienia dla kursów rynku międzybankowego. Kursy średnie przestały istnieć, a funkcję kursów urzędowych przejęły kursy *fixingowe*, nazywane również średnimi kursami zamknięcia. Były to kursy, po jakich banki były gotowe zawrzeć transakcję kupna lub sprzedaży walut z NBP. Kurs *fixingowy* pełnił dwojaką funkcję. Po pierwsze, był to kurs, po jakim bank centralny zawierał transakcje z bankami komercyjnymi. Po drugie, był to kurs oficjalny, służący m.in. do ustalania przez NBP tabel kursowych. Należy zaznaczyć, że banki miały swobodę stosowania dowolnych kursów w rozliczeniach z klientami.

Kolejną istotną cechą omawianego systemu kursowego była zmiana sposobu utrzymywania kursu mię-

³⁷ Zob. D.K. Rosati: *Polityka...*, op.cit., s. 11.

Istotnym czynnikiem napływu kapitału w tym okresie był kryzys meksykański. Rozpoczął się on pod koniec roku 1994. Na jego skutek nastąpiła zmiana orientacji inwestorów w kierunku nowych, perspektywicznych rynków. Zob. Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 142.

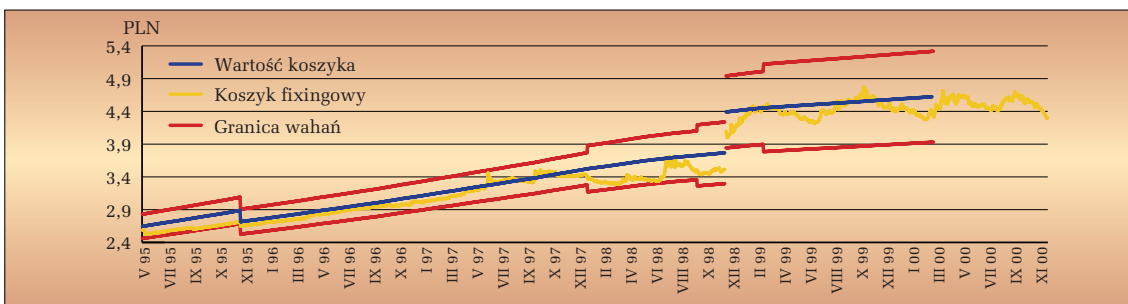
³⁸ Na temat motywów wprowadzenia systemu pełzającego pasma zob. B. Polszakiewicz: *Otwieranie...*, op.cit., s. 246, Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 142-143.

³⁹ Tamże, s. 148-149.

Tabela 3 Stan rezerw oficjalnych brutto i oficjalnych aktywów rezerwowych

Koniec okresu	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	9.2002
Stan rezerw										
oficjalnych	4.281	6.029	14.963	18.033	20.670	27.382	25.494	27.466	26.565	29.265

Źródło: dane NBP.

Wykres 20 *Kurs złotego względem koszyka walut w latach 1995-2000**

* Od 1 stycznia w skład koszyka wchodziło euro (55%) oraz dolar amerykański (45%). 12 kwietnia 2000 r. kurs został upłynniiony.

Źródło: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*, Warszawa 2001, s. 22.

dzybankowego w granicach dozwolonych odchyłań. Do maja 1995 r. realizowano ten cel metodami administracyjnymi, tzn. istniał zakaz stosowania przez banki kursów, które odchyłyby się o więcej niż $\pm 2\%$ od kursu średniego. W nowym systemie NBP dokonywał zakupu lub sprzedaży interwencyjnej na rynku walutowym i w ten sposób kursy były utrzymywane w przedziale dopuszczalnych wahań⁴⁰.

Zmiana systemu kursowego jedynie chwilowo zahamowała napływ kapitału. Po praktycznie zerowym saldzie w czerwcu i lipcu, w sierpniu 1995 r. napływ kapitału, nie licząc inwestycji bezpośrednich⁴¹, wzrósł do około 500 mln USD. Presja w kierunku umocnienia złotego trwała nadal. Oczekiwania aprecjacyjne były silne. Skłaniało to inwestorów do zawierania transakcji spekulacyjnych obliczonych na wzrost kursu walutowego. W efekcie NBP dokonał 22 grudnia 1995 r. kolejnego dostosowania poprzez jednorazową rewaluację kursu złotego względem koszyka walut o 6%.

Po tych decyzjach kurs rynkowy przebiegał w pobliżu kursu centralnego do początku 1997 r., co mogłoby sugerować rzeczywiste dostosowanie tego ostatniego do sytuacji rynkowej. Może temu przeczyć fakt, że w ciągu 1996 r. rezerwy walutowe wzrosły o nieco ponad 3 mld USD. Świadczy to o dalszej, choć na mniejszą już skalę, interwencji banku NBP.

W 1997 r. odchylenie kursu rynkowego od centralnego i – ogólnie – jego zmienność były już większe. W pierwszej połowie roku występowała tendencja do jego aprecjacji, natomiast w drugiej do osłabienia. Wpływ na silne osłabienie złotego w 1997 r. miały: kryzys walutowy w Czechach (maj), powódź w południowo-zachodniej Polsce (lipiec), okres przed wyborami parlamentarnymi (sierpień i pierwsza połowa

września), kryzys w Azji Południowo-Wschodniej (październik-listopad)⁴². Należy także zaznaczyć, że gdy w pierwszej połowie roku kurs rynkowy wykazywał tendencję do aprecjacji (znajdował się on poniżej kursu centralnego), NBP podejmował interwencje w celu utrzymania tego kursu. Tak było w marcu, kiedy przy ujemnym saldzie rachunku bieżącego odnotowano znaczny odpływ kapitału (1.282 mln USD). W takiej sytuacji kurs powinien ulec osłabieniu. Obniżenie kursu było w przybliżeniu równe obowiązującej wtedy stopie dewaluacji (1%). W połączeniu ze spadkiem rezerw walutowych o ponad 1,5 mld USD świadczy to o utrzymywaniu kontroli i stałej interwencji banku centralnego na rynku walutowym. Z kolei w lipcu rzeczywista konieczność obrony kursu z powodu odpływu kapitału, będącego następstwem wyżej przedstawionych zjawisk, spowodowała spadek rezerw o ponad 900 mln USD.

Niedawne jeszcze wydarzenia zewnętrzne oraz nowe, w postaci kryzysu rosyjskiego, kryzysu w Brazylii i rosnącego zadłużenia sektora prywatnego (o czym była mowa powyżej) skłoniły władze monetarne do dalszego upłynniania kursu złotego. Nastąpiło to jeszcze trzykrotnie: w lutym 1998 r. (do $\pm 10\%$), w październiku tego samego roku (do $\pm 12,5\%$) i w marcu 1999 r. (do $\pm 15\%$).

Kolejnym aktem postępującej deregulacji systemu kursowego była rezygnacja, od 7 czerwca 1999 r., z kursu *fixingowego*. Dzięki temu nastąpił znaczny wzrost ryzyka kursowego, co oddziaływało na przepływy kapitałów krótkoterminowych⁴³. Od tego momentu bank centralny zaprzestał interwencji na rynku walutowym, a zmiany w zakresie poziomu rezerw walutowych wynikają ze zmian kursów wzajemnych walut wchodzących w ich skład.

Wreszcie 12 kwietnia 2000 r. Rada Ministrów podjęła, na wniosek Rady Polityki Pieniężnej, decyzję o

⁴⁰ Na temat cech systemu pelżającego pasma szerzej zob. E. Pietrzak: *Wymienialność...*, op.cit., s. 115-121, W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 31-34, Z. Polański: *Polityka...*, op.cit., s. 143, B. Polszakiewicz: *Otwieranie...*, op.cit., s. 246.

⁴¹ Należy zaznaczyć, że jeszcze w tym okresie skala inwestycji bezpośrednich nie była relatywnie duża. W efekcie nie miała ona większego wpływu na kształtowanie się ogółu przepływów kapitału.

⁴² Zob. *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku*. Warszawa 2000 Narodowy Bank Polski, s. 33-34.

⁴³ Zob. B. Polszakiewicz: *Otwieranie...*, op.cit., s. 246, D.K. Rosati: *Polityka...*, op.cit., s. 22.

całkowitym upłynnieniu polskiej waluty. NBP zastrzegł sobie jednak prawo do interwencji na rynku walutowym, choć jasno dano do zrozumienia, że będzie korzystał z tej możliwości jedynie w wyjątkowych sytuacjach⁴⁴.

Rozwój rynku walutowego

Można wyróżnić następujące fazy rozwoju rynku walutowego w Polsce:

- lata 1989-1991, kiedy wykształcił się legalny rynek walutowy, ograniczony jedynie do osób fizycznych;
- lata 1992-1993, w których powstał międzybankowy rynek walutowy;
- początek 1994 r. do maja 1995 r., kiedy ujawniły się instytucjonalne bariery rozwoju rynku walutowego;
- od połowy maja 1995 r. stopniowe usuwanie barier i tworzenie dogodniejszych warunków do rozwoju tego rynku.

Do 1989 r. istniał w Polsce jedynie czarny rynek walutowy. 15 marca tego roku zalegalizowano istnienie rynku prywatnego, tzw. kantorowego. Kurs rynkowy mógł się na nim swobodnie kształtować, w zależności od relacji popytu i podaży. Podmiotami na tym rynku mogły być krajowe i zagraniczne osoby fizyczne. O ile pierwsi mogli zarówno kupować, jak i sprzedawać waluty obce, o tyle drudzy byli uprawnieni jedynie do ich sprzedaży⁴⁵. Do końca 1989 r. różnice pomiędzy kursem kantorowym a kursem oficjalnym były znaczne. Zmieniło się to 1 stycznia 1990 r. wraz z wprowadzeniem wewnętrznej wymiennalności złotego. Mimo że kurs kantorowy kształtował się swobodnie, istniał mechanizm wiążący go z kursem oficjalnym. Polski rząd nieformalnie zobowiązał się bowiem do niedopuszczenia do odchylenia kursu rynkowego od oficjalnego o więcej niż 10%. Istniały dwa narzędzia, które to umożliwiały. Po pierwsze, banki skupowały waluty obce po kursach oficjalnych bez żadnych ograniczeń, co zapobiegało nadmiernemu wzmocnieniu polskiej waluty na rynku kantorowym. Po drugie, bank centralny mógł dokonywać interwencji na tym rynku poprzez sprzedaż walut zagranicznych w sieci kantorów banku PKO BP. Zapobiegało to zbyt dużemu osłabieniu złotego⁴⁶. Pomimo istnienia tego mechanizmu kurs kantorowy trzykrotnie w ciągu 1990 r. odchylił się od kursu oficjalnego o ponad 10%⁴⁷.

Od początku 1990 r. zaczął się rozwijać, choć początkowo bardzo wolno, rynek międzybankowy. Transakcje były bowiem wtedy zawierane sporadycznie.

Miało to kilka przyczyn. Po pierwsze, było zaledwie kilka podmiotów – banków krajowych – mających uprawnienia dewizowe i mogących dokonywać takich transakcji. Poza tym musiały one odsprzedawać bankowi centralnemu wszystkie dewizy odkupione od eksporterów. Obowiązek ten złagodzone w grudniu 1990 r. Od tego czasu banki dewizowe miały przyznane limity walut obcych, proporcjonalne do środków własnych, których nie musiały sprzedawać NBP. Kolejną barierą rozwoju rynku było to, że wszystkie transakcje musiały być zawierane po kursie ustalonym przez tę instytucję. Można więc stwierdzić, że w tym czasie rynek dewizowy ograniczał się jedynie do rynku kantorowego⁴⁸.

Pierwszym impulsem do rozwoju rynku międzybankowego było zarządzenie prezesa NBP z 18 grudnia 1991 r., zezwalające bankom na ustalanie w transakcjach z klientami oraz pomiędzy sobą kursów, które mogły się różnić o $\pm 2\%$ w stosunku do ogłaszanych przez bank centralny. Jednocześnie ograniczenie to nie obowiązywało w przypadku transakcji terminowych⁴⁹.

Kolejne uelastycznienie polegało na odejściu od umów między bankami a NBP, określających limity walut obcych, których banki nie musiały odsprzedawać. Zastąpiono je limitami dopuszczalnego ryzyka walutowego, określonego odpowiednimi relacjami aktywów do pasywów w walutach obcych w stosunku do środków własnych⁵⁰.

Pomimo tych działań międzybankowy rynek walutowy pozostawał płytki. Wskazywały na to niskie obroty. W 1992 r. wynosiły one dziennie 20-30 mln USD. Pod koniec 1993 r. wzrosły do 200 mln USD⁵¹. Innym miernikiem może być rozmiar transakcji, który nie powodowałby jeszcze drastycznej zmiany kursu. Ocenia się, że taką graniczną wielkością w latach 1992-1993 było 30 mln USD⁵². Ułomnością tego rynku było to, że nie spełniał on swojej podstawowej funkcji, którą jest wyznaczanie punktu równowagi, będącego obiektywnym parametrem dla wszelkich decyzji gospodarczych. Przyczyną tego było administracyjne wyznaczanie kursu walutowego, na który rynek międzybankowy nie miał żadnego wpływu. Co więcej, kurs urzędowy miał istotny wpływ na kształtowanie się kursu na rynku międzybankowym. Powodem tego był sposób zawierania transakcji między NBP a bankami dewizowymi. Każdego dnia rano bank centralny ogłaszał swoje kursy dla takich operacji. Różnica między kursami kupna i sprzedaży mieściła się w przedziale około $\pm 0,5\%$, podczas gdy banki komercyjne mogły zawierać transakcje

⁴⁴ Tamże, s. 22.

⁴⁵ Zob. E. Pietrzak: *System...*, op.cit., s. 24, E. Pietrzak: *Wymiennalność...*, op.cit., s. 48, W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 36.

⁴⁶ Tamże, s. 37.

⁴⁷ Zob. E. Pietrzak: *Wymiennalność...*, op.cit., s. 49.

⁴⁸ Szerzej na temat barier rozwoju rynku walutowego na początku lat 90. zob. tamże, s. 64-66.

⁴⁹ Tamże, s. 67.

⁵⁰ Tamże, s. 69.

⁵¹ Zob. W. Małecki: *Międzybankowy rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1993, s. 2, za: W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 41.

⁵² Zob. G. Bialek: *The Polish Zloty Foreign Exchange and Money Market*, masyzynopsis 1994, za: W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 42.

w przedziale $\pm 2\%$ wokół średniego kursu oficjalnego. Ponieważ NBP podawał swoje kursy z góry, przed czasem zawierania transakcji przez banki dewizowe, oczywiste było, że przy nieograniczonym w praktyce dostępie tych podmiotów do środków NBP kursy na rynku międzybankowym muszą się mieścić w przedziale określonym przez bank narodowy⁵³. Jednocześnie przy takim systemie istniała możliwość osiągania zysków na kupnie i sprzedaży walut w transakcjach z NBP. Było to możliwe, ponieważ podawane rano przez tę instytucję kwotowania były ustalane na podstawie relacji kursowych z dnia poprzedniego. W efekcie banki były w stanie obliczyć, jaką walutę warto kupić od NBP, sprzedać na rynku międzynarodowym i w ten sposób uzyskana kontrwalutę odsprzedać bankowi centralnemu. Próbowano temu zaradzić poprzez ograniczenie liczby transakcji z każdym bankiem do jednej dziennie. Mimo to dochodziło do nieformalnych porozumień między bankami, które po dokonaniu odpowiednich transakcji dzieliły się zyskiem. Aby temu zaradzić, rozszerzono liczbę kwotowań, najpierw o jedno, dochodząc z czasem nawet do 45 w ciągu dnia. Rozszerzono także przedział kwotowań z pasma 1-procentowego do 4-procentowego (nastąpiło to w okresie od marca do maja 1995 r.⁵⁴).

Do marca 1995 r. rynek kantorowy nadal funkcjonował jako odrębny w stosunku do bankowego. Jednak w tym czasie dokonano istotnej zmiany. Kantory bankowe zostały przekształcone w kasy bankowe, a kantory prywatne uzyskały dostęp do walut wymiennalnego systemu bankowego. Był to krok w kierunku rozwoju zintegrowanego rynku walutowego w Polsce⁵⁵.

W dniu 16 maja 1995 r. wprowadzono istotne zmiany w systemie kursu walutowego. Jak już wspomniano, bank centralny zobowiązał się do utrzymywania kursu fixingowego metodami rynkowymi, a nie administracyjnymi, w przedziale $\pm 7\%$ w stosunku do kursu centralnego. Posunięcie to znacznie zwiększyło stopień płynności i niezależności rynku międzybankowego, choć w literaturze wskazuje się na niedoskonałości tego systemu, wynikające z pewnej arbitralności ustalania kursu *fixingowego*, oraz sposobu rozliczeń banku centralnego z bankami komercyjnymi⁵⁶.

Innymi posunięciami, wzmacniającymi rynkowy charakter kształtowania kursu złotego w kolejnych latach, były – omawiane już wcześniej – rozszerzenia przedziału dopuszczalnych wahań kursu, a także zmiany zasad *fixingu* w grudniu 1998 r. Ograniczały one możliwość dokonywania transakcji walutowych przez

banki komercyjne z NBP. Wprowadzono bowiem marżę w wysokości 0,006 PLN między kursem kupna i sprzedaży. Wcześniej kurs był jednakowy dla obu rodzajów transakcji. Skrócono również czas składania ofert do NBP, a także ograniczono ich liczbę. Mimo że przedział wahań był już stosunkowo szeroki, jego rzeczywisty poziom pozostawał daleko od jego krańców⁵⁷. W kwietniu 2000 r. nastąpiło całkowite upłynnienie kursu złotego. Od tego czasu kształtuje się on jedynie pod wpływem sił rynkowych.

W ciągu całego omawianego okresu zwiększała się wartość obrotów na rynku walutowym. W latach 1998-2001 średni dzienny ich poziom wzrósł z 1,7 mld USD do 2,6 mld USD. Jeśli uwzględnimy także transakcje, w których uczestniczyły jedynie inne waluty niż złoty, to wielkości te wzrosły odpowiednio z 2,6 do 4 mld USD. Mimo tak znacznych obrotów rynek nadal określa się mianem płytkiego⁵⁸.

Powyższa analiza wskazuje na głębokie zmiany w prezentowanym tutaj aspekcie otwarcia polskiej gospodarki, zarówno pod względem formalnoprawnym, jak i w odniesieniu do rzeczywistych wielkości go charakteryzujących. W związku z celem, którym było i nadal jest dołączenie do grona krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej, proces ten był nieuchronny.

Całkowite w zasadzie otwarcie polskiej gospodarki na przepływy kapitału, pełna elastyczność kursu walutowego i w znacznym stopniu rozwinięty rynek walutowy nie wienczą z pewnością dzieła. Przed naszym krajem stoją kolejne wyzwania. Wielce prawdopodobne jest wstąpienie Polski do Unii Europejskiej⁵⁹. W zakresie rozpatrywanych tutaj zagadnień po akcesji najważniejszym zadaniem będzie przystąpienie do strefy euro. Problem, w jaki sposób i kiedy, był w literaturze już szeroko omawiany. Przedstawiono wiele koncepcji – od szybkiej, jednostronnej euroizacji do wolnego, ostrożnego wejścia do unii walutowej po spełnieniu wielu restrykcyjnych warunków⁶⁰.

⁵³ Zob. Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 roku. Warszawa 1999 Narodowy Bank Polski, s. 31.

⁵⁴ Zob. *Rynek finansowy w Polsce 1998-2001*. Warszawa 2002 Narodowy Bank Polski, s. 66.

⁵⁵ W dniu 13 grudnia 2002 r. zakończono proces negocjacji przedakcesyjnych. Wstąpienie Polski do ugrupowania zależy obecnie jedynie od wyników referendum w naszym kraju i w państwach Piętnastki.

⁶⁰ Zagadnieniu temu poświęcony był numer „Banku i Kredytu” 11-12/2001 r. Inne publikacje z tego zakresu to: P. Backe, C. Wójcik: *Some thoughts about the speed of monetary integration of Central and Eastern Europe EU Accession Countries*. „Bank i Kredyt” nr 7-8/2002; A. Koronowski: *Kształtowanie polskiej polityki kursowej na drodze do UGW*. „Bank i Kredyt” nr 9/2002; K. Lutkowski: *Problemy polityki kursowej na drodze Polski do członkostwa w Unii Europejskiej*. „Euro od A do Z”; „Bank i Kredyt” nr 5/2002; K. Lutkowski: *Szybciej czy bezpieczniej. Termin wejścia do strefy euro zależy przede wszystkim od restrukturyzacji gospodarki i zwiększenia jej konkurencyjności*. „Rzeczpospolita” 19-20 października 2002 r.; E. Rzeszutek: *Polityka kursu złotego – dylematy okresu przedakcesyjnego*. „Bank i Kredyt” nr 7-8/2000; C. Wójcik: *Dylematy polityki kursowej na drodze do członkostwa Polski w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*. „Gospodarka Narodowa” nr 7-8/2001.

⁵³ Kurs średni fluktuował w paśmie czteroprocentowym wokół kursu centralnego, ale w ramach węższej marży kwotowań.

Na temat wpływu banku centralnego na kurs rynkowy w systemie pelżającego kursu walutowego zob. E. Rzeszutek: *Kurs...*, op.cit., s. 464 oraz W. Małecki: *Rynek...*, s. 42-43.

⁵⁴ Tamże, s. 47-49.

⁵⁵ Zob. E. Rzeszutek: *Kurs...*, op.cit., s. 465.

⁵⁶ Na ten temat zob. W. Małecki: *Rynek...*, op.cit., s. 53-57.

Oprócz wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty konieczne jest także zniesienie wielu ograniczeń dotyczących szczegółowych rozwiązań systemowych czy standardów. Wskazanie na ten problem wydaje się istotne, gdyż występuje on również w krajach już należących do

strefy euro i świadczy o trudnościach i długotrwałości procesu tworzenia jednolitego rynku walutowego. Problemy te występują również w krajach już należących do strefy euro i świadczą o trudnościach długotrwałości problemów w tworzeniu jednolitego rynku walutowego⁶¹.

⁶¹ Problem ten omówiono w pracy: M. Janicka: *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego UE – stan obecny i perspektywy*, „Bank i Kredyt” nr 6/2002; K. Marchewka: *Rynek rządowych papierów wartościowych państw*

strefy euro. „Euro od A do Z”, „Bank i Kredyt” nr 9/2002, oraz R. Walkiewicz: *Dlaczego zjednoczona Europa nie chce efektywnego rynku kapitałowego*. „Bank i Kredyt” nr 1/2002.

Literatura

1. P. Backe, C. Wójcik: *Some thoughts about the speed of monetary Integration of Central and Eastern Europe EU Accession Countries*. „Bank i Kredyt” nr 7-8/2002.
2. G. Bialek: *The Polish Zloty Foreign Exchange and Money Market*, maszynopis, 1994. Za: W. Małecki: *Rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1996.
3. W. Czepiel: *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*. „Bank i Kredyt” nr 5/2000.
4. M. Janicka: *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego UE – stan obecny i perspektywy*. „Bank i Kredyt” nr 6/2002.
5. W. Karaszewski, J. Wiśniewski: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce: ich skala, struktura i wpływ na procesy rozwojowe*. „Ekonomista” nr 4/2000.
6. A. Koronowski: *Kształtowanie polskiej polityki kursowej na drodze do UGW*. „Bank i Kredyt” nr 9/2002.
7. K. Lutkowski: *Problemy polityki kursowej na drodze Polski do członkostwa w Unii Europejskiej*. „Euro od A do Z”. „Bank i Kredyt” nr 5/2002.
8. K. Lutkowski: *Szybciej czy bezpieczniej. Termin wejścia do strefy euro zależy przede wszystkim od restrukturyzacji gospodarki i zwiększenia jej konkurencyjności*. „Rzeczpospolita” 19-20 października 2002 r.
9. W. Małecki: *Międzybankowy rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1993, s. 2, za: W. Małecki: *Rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1996.
10. K. Marchewka: *Rynek rządowych papierów wartościowych państw strefy euro*, „Euro od A do Z”. „Bank i Kredyt” nr 9/2002.
11. W. Małecki: *Rynek walutowy w Polsce*. Warszawa 1996.
12. E. Pietrzak: *System dewizowy Polski w latach 1989-1999*. „Bank i Kredyt” nr 4/2000.
13. E. Pietrzak: *Wymienialność złotego*. Warszawa 1996.
14. Z. Polański: *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*. „Ekonomista” nr 1-2/1999.
15. B. Polzakiewicz: *Otwieranie się gospodarki polskiej w latach 90.* „Ekonomista” nr 2/2000.
16. D.K. Rosati: *Polityka kursu złotego w Polsce*. Poznań 2001.
17. *Rynek finansowy w Polsce 1998-2001*. Warszawa 2002 Narodowy Bank Polski.
18. E. Rzeszutek: *Kurs rynkowy złotego w procesie transformacji gospodarki*. „Ekonomista” nr 4/1996.
19. E. Rzeszutek: *Polityka kursu złotego - dylematy okresu przedakcesyjnego*. „Bank i Kredyt” nr 7-8/2000.
20. E. Sadowska-Cieślak: *Dylematy liberalizacji krótkoterminowych przepływów kapitałowych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 5/2000.
21. R. Walkiewicz: *Dlaczego zjednoczona Europa nie chce efektywnego rynku kapitałowego*. „Bank i Kredyt” nr 1/2002.
22. C. Wójcik: *Dylematy polityki kursowej na drodze do członkostwa Polski w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*. „Gospodarka Narodowa” nr 7-8/2001.

Pozostałe źródła i materiały

- „Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 1994 rok”, Warszawa 1995.
„Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 1996 rok”, Warszawa 1997.
„Bilanse należności i zobowiązań Rzeczypospolitej Polskiej za 1992 rok”, Tom 1, Warszawa 1992.
„Biuletyn Informacyjny NBP”, różne numery.
„Biuletyn Statystyczny”, różne numery z 1990 i 1991 r.
„Raport Roczny NBP”, różne lata.
Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (Dz.U. nr 141, poz. 1178).
„Skarbowe Papiery Wartościowe. Raport Roczny” 2000.
„Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 roku”, Warszawa 1999.
„Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku”, Warszawa 2000.
„Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku”, Warszawa 2001.
www.nbp.pl – strona internetowa Narodowego Banku Polskiego.
www.paiz.gov.pl – strona internetowa Polskiej Agencji Inwestycji Zagranicznych.