

Leokadia Oręziak

Liberalizacja przez Polskę przepływu kapitałów w obrocie z zagranicą a sytuacja w bilansie płatniczym

International Journal of Management and Economics 4, 58-71

1998

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Leokadia Oręziak

Katedra Finansów Międzynarodowych

LIBERALIZACJA PRZEZ POLSKĘ PRZEPIYU KAPITAŁÓW W OBRODIE Z ZAGRANICĄ A SYTUACJA W BILANSIE PŁATNICZYM

Uwagi wstępne

Jedną z podstawowych cech funkcjonujących obecnie międzynarodowych rynków finansowych jest swobodny przepływ kapitałów między krajami uczestniczącymi w tych rynkach. Niestosowanie praktycznie żadnych ograniczeń w obrocie dewizowym z zagranicą daje podmiotom z poszczególnych krajów możliwość maksymalizowania korzyści płynących z udziału w tych rynkach. Aktualnie możliwość ta dotyczy w największym stopniu krajów wysoko rozwiniętych, które w wyniku procesu liberalizacyjnego, na ogół długotrwałego, zdołały zapewnić pełną wymienialność swych walut.

Wymienialność ta została osiągnięta przez poszczególne kraje w różnym czasie. Nieliczne z nich (Stany Zjednoczone, Szwecja, Szwajcaria, RFN) wysoki stopień swobody przepływu kapitałów zdołały zapewnić już na początku lat 60. Inne kraje, jak Francja czy Włochy, po wprowadzeniu pod koniec lat 50. wymienialności swych walut w zakresie bilansu obrotów bieżących, potrzebowały nawet kilku dziesięcioleci, by wyeliminować wszelkie restrykcje w zakresie obrotów kapitałowych. Długotrwałe utrzymywanie tych restrykcji było skutkiem postrzegania ich jako sposobu na ograniczenie destabilizującego oddziaływania ruchu kapitału na gospodarkę oraz sposobu na utrzymanie stałego kursu waluty.

Dopiero lata 80. stały się okresem intensywnych działań na rzecz wyeliminowania istniejących jeszcze barier w ruchu kapitałów ograniczających swobodę działania sił rynkowych, w tym konkurencję ze strony podmiotów zagranicznych. Działania te okazały się konieczne także z tego względu, że coraz większa skala i różnorodność międzynarodowych transakcji finansowych zaczęły coraz bardziej utrudniać funkcjonowanie administracyjnego systemu ich kontroli.

W przypadku większości krajów Unii Europejskiej liberalizacja przepływu kapitałów była o tyle zadaniem niełatwym, że towarzyszyło jej dążenie do utrzymania walut tych krajów w systemie kursów stałych, jakim był (i jest w dalszym ciągu) Europejski System Walutowy (ESW). Połączenie obu tych celów stało się

możliwe dzięki konsekwentnej polityce ekonomicznej nastawionej na stabilność cen, zdrowy stan finansów publicznych i równowagę płatniczą.

Całkowite zniesienie ograniczeń dewizowych w obrotach między krajami Unii Europejskiej (co miało miejsce w połowie 1994 r., kiedy Grecja, jako ostatni kraj członkowski, zaprzestała stosowania jakichkolwiek barier w obrocie kapitałowym) stało się niejako ukoronowaniem procesu tworzenia trwałych podstaw ekonomicznych dla funkcjonowania w obrębie Unii jednolitego rynku finansowego.

Polska, zmierzając do członkostwa w Unii Europejskiej, musi poważnie brać pod uwagę perspektywę dostosowania się do zasad obowiązujących na tym rynku. Aspiracje naszego kraju odnośnie, do włączenia się w dalszej perspektywie także do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) stwarzają konieczność pomyślnego sfinalizowania w odpowiednim czasie działań mających zapewnić pełną wymienialność złotego.

Traktat z Maastricht zakazuje stosowania przez kraje UE ograniczeń nie tylko we wzajemnych obrotach kapitałowych, ale także w odniesieniu do krajów trzecich. Po uzyskaniu członkostwa w Unii, po pewnym okresie przejściowym (o ile taki okres będzie jeszcze konieczny), Polska będzie musiała się do tego wymogu dostosować. Utrzymywanie ograniczeń dewizowych praktycznie zamknęłoby naszemu krajowi drogę do UGW. Wiadomo bowiem, że waluta tej Unii – euro – ma być jedną z głównych walut międzynarodowych. Po to, by mogła ona tę rolę spełniać, a w szczególności, by mogła skutecznie konkurować z dolarem amerykańskim, kraje członkowskie przyszłej UGW nie będą mogły stosować jakichkolwiek barier w przepływie kapitałów w odniesieniu do świata zewnętrznego.

Czynnikiem mobilizującym Polskę do rozszerzania zakresu wymienialności złotego jest nie tylko perspektywa członkostwa w Unii Europejskiej. Określone zobowiązania dotyczące liberalizacji obrotu kapitałowego z zagranicą wynikają także z udziału naszego kraju w OECD.

Bez względu na to, jakie znaczenie mają czynniki o charakterze instytucjonalnym, związane z członkostwem zarówno w UE, jak i OECD, podstawą do stopniowego, ale konsekwentnego i skutecznego liberalizowania przez Polskę obrotów kapitałowych jest świadomość, że pełna wymienialność złotego pozwoli naszej gospodarce w dłuższej perspektywie na wykorzystanie możliwości rozwoju, wynikających z udziału w gospodarce światowej.

Dojście do tego stanu nie jest wolne od różnych zagrożeń. Do najważniejszych z nich należą zagrożenia dla bilansu płatniczego. Uwidaczniają się one szczególnie wtedy, gdy polityce liberalizacyjnej nie towarzyszy spójna polityka kursu walutowego, polityka pieniężna oraz budżetowa. Przedwczesna pełna liberalizacja obrotów kapitałowych może być źródłem poważnych trudności w bilansie płatniczym, a w rezultacie także w całej gospodarce.

Ryzyko takie występuje w szczególności w odniesieniu do krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym Polski, znajdujących się w okresie transformacji gospodarczej. Kraje te, dążąc do zapewnienia pełnej wymienialności swego pieniądza, muszą pokonać nie tylko przeszkody, jakie zwykle występują przy znoszeniu ograniczeń dewizowych, ale także trudności, z jakimi kraje Europy Zachodniej nie miały praktycznie do czynienia, a dotyczące tworzenia mechanizmów rynkowych oraz infrastruktury rynku finansowego.

Ryzyko to jest tym większe, że tempo znoszenia barier w obrocie kapitałowym przez kraje Europy Środkowej i Wschodniej jest znacznie szybsze, niż to miało miejsce w przypadku krajów UE, jak i innych krajów wysoko rozwiniętych. Z kolei to relatywnie szybkie tempo liberalizacji dewizowej jest przede wszystkim skutkiem braku dających się zaakceptować rozwiązań alternatywnych. Zaakceptowanie możliwości stosowania przez długi czas ograniczeń dewizowych oznaczałoby zgodę na odsunięcie w czasie niezbędnych działań restrukturyzujących gospodarkę, w tym także sektor finansowy. Nie sprzyjałoby też prowadzeniu nastawionej na stabilność cen polityki pieniężnej i budżetowej, jak również ukształtowaniu się kursu walutowego na poziomie odzwierciedlającym rzeczywisty stan gospodarki.

Liberalizacja przepływu kapitałów przez kraje Europy Środkowej i Wschodniej

Otwarcie gospodarki i związany z tym proces odchodzenia od reglamentacji dewizowej stały się kluczowymi elementami przekształceń strukturalnych, jakie zostały podjęte w latach 90. przez kraje Europy Środkowej i Wschodniej. Pozytywny bieg tych przekształceń umożliwił większości krajów tego regionu, w tym Polsce, formalne podjęcie zobowiązań wynikających z art. VIII Statutu MFW, a sprowadzających się do niestosowania, bez zgody Funduszu, restrykcji wobec płatności objętych bilansem obrotów bieżących. W efekcie kraje te znalazły się w grupie ponad 100 krajów świata, które także takich restrykcji nie stosują.

Część z krajów regionu, realizując wspierane przez MFW programy gospodarcze, zliberalizowała też niektóre transakcje w ramach bilansu obrotów kapitałowych, kierując się głównie dążeniem do przyciągnięcia kapitału zagranicznego. Stan ten doprowadził do powstania w tych krajach nieznanego uprzednio problemu, jaki może czasami stwarzać nadmierny napływ kapitału z zagranicy, w szczególności kapitału krótkoterminowego. Kapitał ten odgrywał dotychczas znaczącą rolę w ogólnym strumieniu funduszy kierowanych do omawianych krajów, a podstawowym motywem jego lokowania w tych krajach była (i jest w dalszym ciągu) korzystna dla inwestorów różnica stóp procentowych. Z czasem

neutralizowanie ujemnego oddziaływania napływu tego kapitału na sytuację wewnętrzną w poszczególnych krajach poprzez środki polityki pieniężnej stawało się coraz trudniejsze. W efekcie doprowadziło w części z tych krajów do uelastycznienia stosowanego systemu kursu walutowego (Polska, Czechy), zwiększającego stopień niepewności realizowanych transakcji dewizowych i podwyższającego ryzyko ewentualnych spekulantów.

Jakkolwiek w poszczególnych krajach miały miejsce dość intensywne dyskusje na temat wprowadzenia barier w odniesieniu do napływu kapitału krótkoterminowego, to jedynie w nielicznych przypadkach zdecydowano się zastosować to rozwiązanie. I tak np. w Czechach wprowadzona została możliwość obciążania zagranicznych inwestorów obowiązkiem dokonywania określonej wielkości nieoprotentowanych depozytów. Z kolei, jednym ze sposobów na ograniczenie napływu kapitału zastosowanym przez władze monetarne na Węgrzech było wprowadzenie obowiązku odczekania kilku miesięcy przez zagranicznego kredytodawcę przed przekazaniem dewiz w przypadku kredytu finansowego powyżej określonej kwoty.

W praktyce jednak kraje Europy Środkowej i Wschodniej, mimo dokonanych posunięć liberalizacyjnych, stosują zdecydowanie większe ograniczenia w odniesieniu do odpływu kapitału niż do jego napływu.

Stosunkowo największe szanse na skuteczne eliminowanie w nieodległej przyszłości ograniczeń w przepływie kapitałów mają te kraje Europy Środkowej i Wschodniej, które odnotowują stałą poprawę wskaźników makroekonomicznych, w tym obrazujących stan równowagi zewnętrznej. Do takich krajów zdają się należeć m.in. Węgry, gdzie w ostatnich latach obserwuje się wyraźne zmniejszanie się relacji deficytu bilansu obrotów bieżących do PKB. Relację tę udało się obniżyć z 9,5% w 1994 r., do 5,6% w 1995 r. i 3,8% w 1996 r. Znaczącej poprawie sytuacji w bilansie obrotów bieżących towarzyszyły korzystne tendencje w dziedzinie napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz portfelowych. Pod koniec 1996 r. rezerwy dewizowe osiągnęły na Węgrzech poziom ok. 10 mld USD, co stanowiło równowartość około 7-miesięcznego importu. Wyniki te stały się możliwe m.in. dzięki dyscyplinie budżetowej i spadkowi płac realnych, na który złożyła się dewaluacja forinta i wzrost cen urzędowych¹.

W przypadku Węgier nie można jednak pomijać faktu, że obsługa zadłużenia zagranicznego, stanowiącego 49,6% PKB, jest aktualnie dość dużym obciążeniem dla gospodarki tego kraju. W 1996 r. koszty z tego tytułu wyniosły 19,7% PKB, a w 1997 r. mają stanowić 17,3% PKB. W przypadku Polski sytuacja w tej dziedzinie przedstawia się znacznie bardziej korzystnie, gdyż w 1997 r. obsługa zadłużenia zagranicznego ma wynieść 1% PKB.² Wynika to jednak przede wszystkim z tego, że umowy z wierzycielami dotyczące restrukturyzacji długu naszego kraju przewidują największe płatności dopiero po 2000 r.

Proces znoszenia przez Polskę ograniczeń w przepływie kapitałów

Nie wdając się w szczegółową analizę przebiegu realizowanego od 1989 r. procesu znoszenia przez Polskę ograniczeń dewizowych³, należy wskazać, że liberalizacja obrotów kapitałowych została rozpoczęta przez nasz kraj stosunkowo niedawno. Istotne znaczenie miało tu, wydane na podstawie ustawy Prawo dewizowe z dnia 2 grudnia 1994 r., zarządzenie Ministra Finansów z 16 stycznia 1996 r. w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych oraz jego nowelizacje dokonane 22 marca 1996 r., 29 kwietnia 1996 r. oraz 22 grudnia 1996 r.⁴

Wśród kluczowych dla przepływu kapitału postanowień zarządzenia Ministra Finansów z 16 stycznia 1996 r. należy wymienić:

– Wprowadzenie możliwości nabywania przez rezydentów akcji i udziałów w spółkach, których siedziba znajduje się w krajach OECD, a także w krajach, z którymi Polska ratyfikowała umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji. Wprowadzone zostało jednocześnie ograniczenie, że nabywany pakiet papierów powinien być na tyle duży, by uprawniać do co najmniej 10% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (lub udziałowców). Tak sformułowane warunki ograniczyły potencjalny krąg zainteresowanych lokowaniem funduszy w zagraniczne akcje i udziały tylko do większych inwestorów.

– Zezwolenie na przekaz walut obcych do krajów OECD oraz innych krajów, z którymi Polska ratyfikowała umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji, w celu nabycia lub utworzenia oddziału lub przedsiębiorstwa, jak również nabycia nieruchomości położonej za granicą w związku z prowadzoną tam działalnością gospodarczą. Postawiony został warunek, że łącznie wydatki na te cele, wraz ze wskazanymi wyżej wydatkami na akcje i udziały, nie mogą przekroczyć 1 mln ECU.

– Umożliwienie podmiotom gospodarującym nabywania bez zezwolenia, na łączną kwotę nie przekraczającą 1 mln ECU, dopuszczonych do publicznego obrotu obligacji i innych skarbowych papierów wartościowych, jak również obligacji przedsiębiorstw, emitowanych przez podmioty z krajów OECD, przy czym okres wykupu tych papierów musi być dłuższy od 1 roku. Ograniczenie tego prawa tylko do podmiotów gospodarujących oznaczało w dalszym ciągu brak dostępu do tych lokat dla inwestorów będących osobami fizycznymi.

– Zezwolenie krajowym osobom fizycznym na przekazywanie za granicę walut obcych celem nabycia dla siebie nieruchomości położonych za granicą, o łącznej wartości nie przekraczającej 50 tys. ECU.

– Zezwolenie podmiotom gospodarującym na zaciąganie od osób zagranicznych pożyczek w walutach wymiennalnych o terminie spłaty wynoszącym co najmniej 5 lat, pod warunkiem nawiązania między stronami trwałych stosunków gospodarczych, przejawiających się w szczególności wywieraniem przez

pożyczkodawcę skutecznego wpływu na zarządzanie przedsiębiorstwem prowadzonym przez pożyczkobiorcę. Na analogicznych warunkach podmiotom gospodarującym zezwolono też na udzielanie pożyczek osobom zagranicznym.

Przedstawione wyżej zmiany zapoczątkowały w sposób widoczny liberalizację eksportu kapitału. Mimo dość dużych rygorów, którymi zostało obwarowane korzystanie z nowych uprawnień, można wprowadzone zmiany uznać za istotne z punktu widzenia znoszenia restrykcji kapitałowych, zważywszy na fakt stosowania przez Polskę tych restrykcji przez poprzednie pół wieku.

Kontynuując podjęty kierunek liberalizacji, w ramach nowelizacji omawianego zarządzenia dokonanej 22 marca 1996 r., zniesiono m.in. ograniczenia kwotowe w odniesieniu do inwestycji bezpośrednich i portfelowych realizowanych przez rezydentów w krajach OECD, ograniczono restrykcje dotyczące udzielania i zaciągania pożyczek w stosunkach z nierezydentami. Nierezydentom (z krajów OECD i krajów, z którymi Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji) stworzono możliwość sprzedaży w Polsce, w ramach określonego rocznego limitu, emitowanych przez nich i dopuszczonych do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i powierniczych, akcji spółek oraz papierów dłużnych o terminie wykupu nie krótszym niż 1 rok.

Kolejne zmiany wprowadzone 29 kwietnia 1996 r. do zarządzenia Ministra Finansów w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych dotyczyły zwiększenia swobody zaciągania i udzielania pożyczek oraz kredytów przez rezydentów w związku z zawieraniem przez nich z nierezydentami umowami dotyczącymi obrotu towarami, usługami i prawami na dobrach niematerialnych.

Znacznie szerszy zakres miała nowelizacja omawianego zarządzenia dokonana 22 grudnia 1996 r. (z mocą obowiązującą od 4 lutego 1997 r.). Osoby krajowe uzyskały niemal pełną swobodę inwestowania w dopuszczone do publicznego obrotu w krajach OECD oraz innych krajach, z którymi Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji, papiery wartościowe, zarówno udziałowe, jak i dłużne. Swoboda ta jest nieco limitowana przez obowiązek dokonywania tych zakupów za pośrednictwem krajowych biur maklerskich, obowiązek informowania NBP o zakupach przekraczających 50 tys. ECU połączony z koniecznością odczekania 3 miesięcy przed wykonaniem przekazu za granicę, jak również istnieniem górnego pułapu inwestycji, który w odniesieniu do jednej osoby wynosi 1 mln ECU. W kwocie tej musi się także zmieścić ewentualna inwestycja we wskazanych krajach dokonywana przez osoby krajowe w akcje i udziały w spółkach, nieruchomości związane z prowadzoną za granicą działalnością gospodarczą oraz przeznaczona na nabycie lub utworzenie oddziału bądź przedsiębiorstwa.

Osoby krajowe mogą też bez zezwolenia dewizowego udzielać nierezydentom pożyczek i kredytów w walutach wymiennalnych, przy czym termin ich spłaty nie

może być krótszy niż rok od dnia zawarcia umowy, a spłata powinna nastąpić w walucie wymiennej.

Powyższe działania liberalizacyjne w dużej mierze były następstwem dostosowywania się Polski do członkostwa w OECD. Szerzej zaś biorąc, stanowiły ważny element działań realizowanych w procesie transformacji gospodarki.

Znoszenie ograniczeń w przepływie kapitałów a sytuacja w bilansie płatniczym

Proces włączania się Polski (podobnie, jak i innych krajów, nie tylko Europy Środkowej i Wschodniej) w międzynarodowy rynek finansowy poprzez sukcesywne eliminowanie ograniczeń w przepływie kapitału powinien być ściśle związany z osiągnięciem dającej się trwale utrzymać dobrej sytuacji ekonomicznej kraju. W przeciwnym razie gospodarka nie będzie sobie radzić z różnymi potencjalnymi wstrząsami, mającymi swoje źródło na rynkach zagranicznych.

Z analizy przeprowadzonej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy po mającym miejsce w 1995 r. meksykańskim kryzysie finansowym wynika, że kryzys ten odbił się najbardziej na sytuacji krajów określanych jako wschodzące rynki, których gospodarka charakteryzuje się jedną lub kilku słabościami, takimi jak duży deficyt bilansu obrotów bieżących, duży deficyt budżetowy, nadmierne zadłużenie zagraniczne, zniekształcony poziom kursu walutowego, słabo rozwinięty system bankowy. Kraje odznaczające się silniejszą gospodarką w znacznie mniejszym stopniu zostały dotknięte kryzysem meksykańskim. MFW wyraża pogląd, że w dającej się przewidzieć przyszłości można oczekiwać znaczącego napływu netto kapitału na wschodzące rynki z uwagi na fakt, że inwestorzy instytucjonalni w krajach uprzemysłowionych w dalszym ciągu będą realizować politykę dywersyfikacji swych portfeli.⁵

Odnosząc się do kwestii liberalizacji transakcji w ramach bilansu obrotów kapitałowych, MFW podkreśla, że liberalizacja taka wymaga istnienia w danym kraju dobrze rozwiniętego systemu bankowego oraz odpowiednich regulacji dotyczących nadzoru nad nim. Fundusz wskazuje także, że ryzykowne byłoby finansowanie kapitałem krótkoterminowym długoterminowego rozwoju kraju.⁶

Także z innych analiz wynika, że niespełnienie wskazanych wyżej wymogów odnośnie do stanu gospodarki może być w warunkach swobodnego przepływu kapitałów przyczyną poważnych kryzysów walutowych.⁷ Potwierdza to m.in. przykład kryzysu walutowego w Tajlandii w ostatnim okresie. Istnieje zgodność co do tego, że w sposób znaczący przyczynił się do niego słaby nadzór nad bankami oraz innymi instytucjami finansowymi, które poważnie zadłużyły się w dolarach amerykańskich na rynku międzynarodowym. Uzyskane w ten sposób środki zostały ulokowane w dużej mierze w nieruchomościach, jak się okazało w sposób

nierozsądny. Dewaluacja waluty tajlandzkiej (baht), u której której podłoża znalazł się przede wszystkim masowy odpływ kapitałów z Tajlandii w związku z zachwianiem zaufania do tamtejszego systemu finansowego, doprowadziła do upadłości licznej grupy banków, jak i innych instytucji finansowych.

Stosunkowo duża skala kryzysu tajlandzkiego skłoniła MFW, podobnie jak to było w przypadku kryzysu meksykańskiego, do podjęcia „akcji ratunkowej”, zmierzającej do zgromadzenia kwoty ok. 16 mld USD na pomoc dla Tajlandii. Pomoc ta została uwarunkowana podjęciem przez władze tego kraju polityki redukcji deficytu bilansu obrotów bieżących oraz zwiększenia podatków.⁸

W kontekście kryzysu tajlandzkiego zwraca się uwagę na to, że rządy szeregu krajów stosujących system kursu stałego mają tendencję do zbyt długiego utrzymywania określonego poziomu kursu, traktując dewaluację jako porażkę swej polityki. W rezultacie stopniowo podważa to konkurencyjność eksportu, a w dalszej kolejności, poprzez załamanie się systemu kursowego, prowadzi do ogólnego kryzysu zaufania.⁹

Powołana z inicjatywy zgłoszonej w Lyonie w czerwcu 1997 r. przez grupę siedmiu krajów uprzemysłowionych (G-7) grupa robocza, skupiająca przedstawicieli tych krajów oraz krajów określanych jako wschodzące rynki (w jej skład wszedł także przedstawiciel NBP), podjęła próbę określenia zasad, które sprzyjałyby zapewnieniu stabilności wschodzących rynków. Grupa uznała, że korzenie kryzysów finansowych tkwią w słabościach mikroekonomicznych i instytucjonalnych. Zazwyczaj problemy zaczynają się od złego zarządzania instytucjami finansowymi. Słaba kontrola wewnętrzna, nieracjonalnie udzielane kredyty oraz oszustwa prowadzą często do złego stanu aktywów bankowych. Problemy te pogłębia brak odpowiednich regulacji odnośnie systemu nadzoru, co utrudnia identyfikację problemów i zapobieganie im w porę.¹⁰

Warto zauważyć, że wprawdzie zasady obowiązujące w ramach OECD odnośnie do liberalizacji przepływu kapitałów dopuszczają stosowanie klauzul ochronnych, sprowadzających się do czasowego przywrócenia pewnych ograniczeń dewizowych, to raczej należy liczyć się z tym, że walka z kryzysem walutowym wymaga przede wszystkim dokonania radykalnych zmian w polityce pieniężnej i budżetowej, a czasami też w polityce kursowej. Przywracanie barier w obrocie dewizowym jest natomiast ostatecznością. Wiadomo np., że mimo ogromnej skali kryzysu walutowego w 1995 r., Meksyk nie wprowadził ponownie żadnych restrykcji dewizowych.¹¹

Przywracanie zniesionych już restrykcji poważnie podważa zaufanie do władz danego kraju i zmniejsza wiarygodność działań liberalizacyjnych, które byłyby podejmowane w przyszłości. Stwierdzenie to dotyczy także Polski. Wynika z niego potrzeba ostrożnego działania, przewidywania możliwych zagrożeń i przyjęcia założenia o faktycznej nieodwracalności realizowanej liberalizacji.

Rozważając stan gotowości polskiej gospodarki do podejmowania w przyszłości zdecydowanych kroków liberalizacyjnych, należy więc brać pod uwagę wskazane wyżej czynniki, w tym uwarunkowania makroekonomiczne znajdujące swój wyraz także w bilansie płatniczym.

Nawiązując do stwierdzeń zawartych na wstępie, trzeba przyjąć jako oczywiste, że liberalizacja przez Polskę przepływu kapitału musi postępować skutecznie, zważywszy na tendencje liberalizacyjne i deregulacyjne na międzynarodowym rynku finansowym i potrzebę pełnego udziału w nim także polskich podmiotów. Poważne traktowanie uzyskanego już członkostwa w OECD oraz oczekiwanego w Unii Europejskiej też nie pozostawia tu jakiegokolwiek wyboru. Kwestią, na którą kraj nasz może mieć wpływ, jest jedynie tempo dostosowania się do stanu docelowego, na co wskazano już uprzednio. Warto też dodać, że efektywna kontrola przepływu kapitału w obrocie z zagranicą będzie coraz trudniejsza z uwagi na stopniowe włączanie się naszego kraju do jednolitego rynku Unii Europejskiej, gdzie istnieje swobodny przepływ towarów, usług i siły roboczej. Skutecznej kontroli międzynarodowych transakcji finansowych nie sprzyja też szybki rozwój telekomunikacji oraz usług informatycznych.

Trudno też sobie wyobrazić, by przy ciągłym stosowaniu ograniczeń kapitałowych polskie banki mogły w pełni włączyć się w międzynarodowy rynek finansowy i w efekcie rozszerzać swoje możliwości działania, zdobywać umiejętność świadczenia nowych usług. Konieczność poddania się naciskowi ze strony konkurencji zewnętrznej zmuszać będzie polskie instytucje finansowe do ciągłej aktywności i podnoszenia jakości swych usług. Stąd ważne jest, by okres przejściowy, do czasu zniesienia przez Polskę barier w dostępie do rynku wewnętrznego dla zagranicznych instytucji finansowych, a dalej patrząc – do wyeliminowania ograniczeń kapitałowych, został przez krajowe banki, a także inne instytucje finansowe, wykorzystany na niezbędne dostosowania.

Zakładając nieuchronność zniesienia większości restrykcji w przepływie kapitału w nieodległej przyszłości, rysuje się potrzeba rozważenia związanych z tym konsekwencji. Można oczekiwać, że członkostwo w OECD, a także przewidywany udział w UE oraz w NATO, będą pozytywnie rzutować na ocenę ryzyka politycznego i ekonomicznego związanego z inwestowaniem w naszym kraju. To z kolei powinno zaowocować dodatkowym napływem kapitału zagranicznego, a w efekcie zwiększyć oszczędności niezbędne dla finansowania rozwoju gospodarczego.

Jeśli w przyszłości strumień kapitałów lokowanych w Polsce byłby istotnie większy od tego, który kierował się do Polski do tej pory, to ważne byłoby, jaki kształt przybierze polityka dotycząca kształtowania równowagi płatniczej kraju, a w związku z tym także polityka pieniężna i budżetowa oraz polityka kursowa. Pytanie to nabiera w szczególności znaczenia w sytuacji, gdy napływ kapitału

zagranicznego przewyższa jego odpływ, co, jak można oczekiwać, będzie mieć miejsce także w przyszłości.

Marek Dąbrowski wskazuje, że konsekwencją takiej sytuacji jest albo konieczność posiadania ujemnego salda bilansu obrotów bieżących (przy niezmienionych rezerwach dewizowych), albo wzrost rezerw oficjalnych. Ten drugi wariant oznacza wzrost bazy pieniężnej (pieniądza rezerwowego) banku centralnego, czyli kreację dodatkowego pieniądza w gospodarce, co z kolei może wywołać impuls inflacyjny. Zważywszy na niemożność tolerowania przez bank centralny na dłuższą metę inflacyjnego oddziaływania na gospodarkę rosnących rezerw dewizowych, M. Dąbrowski podkreśla konieczność utrzymywania trwałego deficytu w bilansie obrotów bieżących. W przeciwnym razie – jego zdaniem – chęć zrównoważenia tego bilansu, przy niemożności stałego powiększania rezerw dewizowych NBP, musiałaby w praktyce oznaczać konieczność zastopowania napływu kapitału zagranicznego netto (tzn. w rozmiarach przekraczających eksport kapitału z Polski i spłatę zadłużenia zagranicznego). Byłoby to, w jego opinii, rozwiązaniem absurdalnym.¹²

Ustosunkowując się do powyższych stwierdzeń, należałoby zwrócić uwagę na co najmniej cztery kwestie. Po pierwsze, Polska powinna dążyć do osiągnięcia dodatniego salda w bilansie obrotów bieżących. Po drugie, trwałe znaczący napływ kapitału netto do Polski możliwy jest raczej w dłuższej perspektywie, kiedy zmaterializują się pozytywne aspekty uzyskania pełnego członkostwa Polski w Unii Europejskiej, jak i innych organizacjach międzynarodowych. Do tego czasu potrzebna będzie ostrożna polityka, godząca finansowanie istniejącego deficytu bilansu obrotów bieżących oraz potencjalnie większy odpływ kapitału z Polski, w związku z planowanym dalszym znoszeniem ograniczeń dewizowych oraz koniecznością dokonywania coraz większych spłat zadłużenia zagranicznego, z możliwym do osiągnięcia w aktualnych warunkach napływem kapitału zagranicznego i stanem posiadanych rezerw dewizowych. Wskazywałoby to więc na niesłuszną niedocenianą problemu wynikającego z obecnego deficytu bilansu obrotów bieżących.

Trzecią kwestią godną uwagi jest rozważenie skutków nastawienia się na trwałe deficyt w bilansie obrotów bieżących dla przyszłej pozycji Polski w Unii Europejskiej. Z aktualnych danych wynika, że większość krajów UE ma dodatni zarówno bilans obrotów bieżących, jak i bilans handlowy.¹³ Kraje te są otwarte na napływ kapitału zarówno z innych krajów Unii, jak i z krajów trzecich, a nadwyżka obu bilansów nie wydaje się nadmiernie kolidować z polityką pieniężną, jeśli się weźmie pod uwagę to, że większość krajów UE ma bardzo niską stopę inflacji, oscylującą wokół 3% w skali rocznej.

Czwartym zagadnieniem do rozważenia, w kontekście przedstawionej propozycji odnośnie do trwałego utrzymania deficytu bilansu obrotów bieżących, jest

kwestia wspierania eksportu. M. Dąbrowski podważa celowość dążenia do osiągnięcia szybszego tempa eksportu niż importu. Nie rozstrzygając tej kwestii warto się zastanowić, czy nie jest zbyt optymistyczny wariant zakładający, że duży napływ kapitału w przyszłości zrównoważy rysujący się w perspektywie odpływ kapitału wynikający z finansowania deficytu bilansu obrotów bieżących, spłat zadłużenia zagranicznego oraz potencjalny odpływ z Polski kapitału po całkowitej liberalizacji transakcji objętych bilansem kapitałowym.

Na razie trudno przewidzieć, jak będzie się kształtować ten ostatni element. Pewną niewiadomą jest np. możliwa reakcja krajowych osób fizycznych, które mimo przedstawionych wyżej działań liberalizujących transakcje dewizowe, faktycznie w międzynarodowym rynku finansowym uczestniczą w sposób marginesowy. Niełatwo np. obecnie oszacować, jak wielkie będzie zainteresowanie tych osób zakładaniem za granicą rachunków bankowych, kiedy będzie już w tej dziedzinie pełna swoboda.

Ogólnie biorąc, stabilność polskiej gospodarki i stopień bezpieczeństwa systemu bankowego będzie jednym z kluczowych czynników mających wpływ nie tylko na decyzje osób fizycznych co do miejsca trzymywania swych oszczędności i dokonywania inwestycji. Czynnikiem ten będzie też miał podstawowy wpływ na zainteresowanie podmiotów zagranicznych lokowaniem swego kapitału w Polsce, tak krótkoterminowego, jak i długoterminowego.

W odniesieniu do tempa wzrostu eksportu wydaje się, że przy wielu czynnikach niepewnych, związanych z liberalizacją przepływu kapitału, lepiej byłoby, gdyby to tempo było jeśli nie wyższe od tempa wzrostu importu, to przynajmniej bardziej do niego zbliżone niż dotychczas (w 1996 r. eksport wzrósł w stosunku do 1995 r. o ok. 7%, a import o ok. 28%). Zapewniłoby to bardziej trwałą pozycję płatniczą kraju, co wydaje się też być istotne, gdy weźmie się pod uwagę perspektywę obsługi zrestrukturyzowanego zadłużenia zagranicznego. W przeciwnym razie istnieje ryzyko, że przy obecnym tempie zwiększania się deficytu bilansu handlowego rezerwy dewizowe kraju mogą okazać się niewystarczające na pokrycie wszystkich zliberalizowanych dotąd operacji, zarówno bilansu obrotów bieżących, jak i kapitałowych. Mimo że obecny poziom rezerw, stanowiący równowartość ponad 6-miesięcznego importu, uważa się za zadawalający, to brak pewności, że stan ten utrzyma się także w przyszłości.

Dość powszechna jest zgodność, nie tylko w Polsce, co do tego, że dewaluacja pieniądza krajowego w stosunku do walut zagranicznych nie jest najlepszym sposobem na wspieranie eksporterów i poprawę sytuacji w bilansie handlowym. Stąd też na ogół poszukuje się innych rozwiązań, mających, przynajmniej w założeniu, mniejsze ujemne konsekwencje dla gospodarki. Jak wskazano wyżej, doświadczenia innych krajów pokazują, że na ogół decyzje o dewaluacji podejmowane są w ostateczności, kiedy sytuacja kryzysowa jest już bardzo wyraźna.

W tym kontekście warto zauważyć, że nie byłaby rozsądna całkowita rezygnacja przez Polskę już na obecnym etapie przemian z kursu walutowego jako instrumentu przywracania konkurencyjności eksportu. Możliwość ta ciągle istnieje, póki można dysponować pieniądzem narodowym. W Unii Gospodarczej i Walutowej, która ma powstać z początkiem 1999 r., a w której, w dalszej perspektywie, także i nasz kraj chciałby się znaleźć, takiej możliwości już nie będzie. Niektóre kraje UE, poważnie aspirujące do UGW (Włochy, Hiszpania, Portugalia) jeszcze do niedawna dość intensywnie ten instrument stosowały (choć w efekcie spotkały się z zarzutami innych krajów UE o wykorzystywanie tzw. konkurencyjnej deprecjacji do wspierania swego eksportu kosztem eksporterów z innych krajów członkowskich). Mimo to udało im się (po pewnym czasie) spełnić kryterium z Maastricht dotyczące inflacji.

Wszystko to nie oznacza, że deprecjonowanie pieniądza krajowego jest dobrym sposobem na rozwiązanie jakichkolwiek problemów gospodarczych (w przeciwnym razie np. Brazylia czy Argentyna byłyby potęgami gospodarczymi). Wynika z tego tylko to, że w określonej sytuacji dewaluacja może okazać się jedynym praktycznym sposobem na możliwie szybką poprawę sytuacji. W przypadku Polski pełzająca dewaluacja będzie pewnie jeszcze przez jakiś czas występować, by przynajmniej częściowo neutralizować zmniejszanie się konkurencyjności eksportu w związku z występowaniem dość dużej ciągle inflacji. Dostosowania kursu nie są jednak w stanie zastąpić właściwej polityki pieniężnej i budżetowej.

Oczywiste jest ponadto, że wspieraniu eksportu powinny przede wszystkim służyć działania o charakterze strukturalnym, mające na celu poprawę konkurencyjności krajowych eksporterów i stworzenie im warunków prawno-instytucjonalnych ułatwiających dostęp do rynków zagranicznych.

W maju 1997 r. Ministerstwo Gospodarki opublikowało dokument⁴⁴ określający działania, które mają być podejmowane przez państwo dla pobudzenia eksportu. Są to:

- działania systemowe (jak np. rozszerzenie zakresu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa na kredyty obrotowe przeznaczone na zakup materiałów i komponentów do produkcji eksportowej, czy też radykalne zwiększenie skali ubezpieczenia eksportu realizowanego na warunkach kredytowych);

- działania traktatowe (w tym zaktywizowanie działań negocjacyjnych zmierzających do liberalizacji handlu z krajami Europy Wschodniej, Środkowej i niektórymi innymi krajami);

- działania branżowo-sektorowe (realizacja programów restrukturyzacji niektórych sektorów, w tym hutnictwa żelaza i stali, przemysłu okrętowego i farmaceutycznego, ukierunkowana na wzrost międzynarodowej konkurencyjności polskiego przemysłu);

– inne działania (np. rozbudowa systemu gromadzenia i udostępniania informacji o możliwościach handlowych, inwestycyjnych i kooperacyjnych w stosunkach z zagranicą).

Mimo dotychczasowej dość aktywnej realizacji powyższego programu¹⁵, jego efekty mogą być widoczne dopiero w dłuższej perspektywie, stąd też raczej nie należy liczyć, że już w najbliższym czasie wpłyną one na wyraźną poprawę dynamiki eksportu. Z czasem jednak dają one na to szansę, choć oczywiście eliminowanie systemowych słabości polskiego eksportu jest ściśle powiązane z rozwojem gospodarki i od jej stanu w największym stopniu zależy. Promocją eksportu oficjalnego jest tym bardziej istotna, że spadkową tendencję wykazują wpływy z tzw. handlu przygranicznego, które przez dłuższy czas kompensowały znaczną część deficytu obrotów towarowych.

Perspektywa włączania się Polski w międzynarodowy rynek finansowy wydaje się więc być ściśle powiązana z sytuacją w bilansie płatniczym, a ta z kolei w dużej mierze z sytuacją polskiego eksportu.

Podsumowanie

Polska, zabiegając poważnie o członkostwo w Unii Europejskiej, a także chcąc mieć szansę na włączenie się do Unii Gospodarczej i Walutowej, w swej polityce makroekonomicznej musi uwzględniać konieczność zapewnienia w przyszłości swobody przepływów kapitałowych w obrocie z zagranicą. Nastawiając się ponadto w dalszej perspektywie na utrzymanie stabilnego kursu złotego wobec waluty euro, w swej polityce gospodarczej będzie musiała stopniowo przestawiać się na filozofię, którą od dłuższego czasu stara się respektować większość krajów Unii Europejskiej.

Filozofia ta sprowadza się do zdobywania wiarygodności w oczach uczestników międzynarodowych rynków finansowych poprzez konsekwentną politykę antyinflacyjną i zdyscyplinowaną politykę budżetową nastawioną na uzdrowienie finansów publicznych. Tylko w tych warunkach jest możliwe utrzymanie kursów rynkowych walut blisko kursów centralnych przy istnieniu swobodnego przepływu kapitałów. Podważenie tej wiarygodności nie pozostałoby bez wpływu na stan stabilności kursów ich walut i szanse zakwalifikowania się do UGW.

Polska, jakkolwiek jest jeszcze dość daleka od osiągnięcia stanu gospodarki porównywalnego ze stanem gospodarek krajów UE, praktycznie nie ma innego wyboru, jak tylko do tego stanu zmierzać, starając się minimalizować możliwe na tej drodze zagrożenia, w tym także dotyczące bilansu płatniczego.

Przypisy

- ¹ Zob. Hungary's Stabilization and Reform Yield Solid Results, „IMF Survey” July 21, 1997.
- ² Por. A. Stojewska, Problemy z deficytami, „Rzeczpospolita” z 3 czerwca 1997.
- ³ Szerzej na ten temat piszą m.in. J.J.Skoczylas, Polskie prawo dewizowe, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994; K.Orlicz-Falkowska, Prawo dewizowe, Wyd. Kancelaria Prawnicza, Warszawa 1996, M. Wesołowska, Prawo dewizowe, Wyd.Ecostar i Twigger, Warszawa 1997.
- ⁴ Por.. Monitor Polski z 1996 r. nr 6 poz.73; nr 21 poz. 244 i nr 27 poz.290 oraz Monitor Polski z 1997 r. nr 2 poz.11.
- ⁵ Annual Report 1996. IMF, Washington, D.C., s. 28.
- ⁶ Ibidem, s. 29.
- ⁷ Zob. szerzej Range of Indicators May Provide Warning System for Currency Crises, „IMF Survey” August 18, 1997.
- ⁸ Zob. Saving Thailand, „Financial Times” (London) August 13, 1997 oraz Thailand's IMF Solution, „The Wall Street Journal Europe” (Brussels) August 13, 1997.
- ⁹ Por. D. Wessel, Central Bankers Look for Lessons of Thai Crisis, „The Wall Street Journal Europe” (Brussels), September 2, 1997.
- ¹⁰ Zob. New Strategy Aims to Promote Financial Stability in Emerging Markets, „IMF Survey” May 26, 1997.
- ¹¹ Por. R. Ley, Convertibility and Liberalization of Capital Movements, [w:] O. Radzyner, P. Havlik, Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Challenges of EU Integration, Oesterreichische Nationalbank and The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Vienna 1996, s. 85.
- ¹² M.Dąbrowski, Dylematy otwartej gospodarki, „Rzeczpospolita” 22 września 1997.
- ¹³ Por. 1996 Facts through Figures. A statistical portrait of the European Union, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg 1996, s. 16-17 oraz „The Economist” September 13-19th 1997.
- ¹⁴ Zob. Kierunki działań dla pobudzania eksportu, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa, maj 1997 r.
- ¹⁵ Zob. szerzej: Więcej poręczeń i gwarancji, „Rzeczpospolita” z 2 września 1997 r.

POLAND'S LIBERALISATION OF CAPITAL FLOW IN FOREIGN TRADE, AND THE BALANCE OF PAYMENTS SITUATION

(Summary)

One of the basic features of today's financial marketplace is the free flow of capital between participating countries. This is a challenge for Poland in her preparations for entry into the European Union. The author considers the consequences and threats to Poland's balance of payments resulting from that country's liberalisation of capital flow.