

Celowość i skuteczność kontroli przepływu kapitałów a warianty polityki kursowej*

Marek Andrzej Dąbrowski

Uwagi wprowadzające

Lata 90. były okresem rosnącej mobilności kapitału, który w poszukiwaniu coraz wyższych stóp zwrotu oraz w celu zdywersyfikowania portfela aktywów przekraczał granice coraz większej liczby państw. Zjawisko to przybrało szczególne rozmiary w odniesieniu do gospodarek wschodzących, które przeżywając okres wysokiego wzrostu dawały inwestorom szansę osiągnięcia pokaźnych zysków, umożliwiając im jednocześnie dywersyfikację portfela aktywów. Napływ kapitału do gospodarek wschodzących przynosił korzyści nie tylko inwestorom zagranicznym, ale także samym gospodarkom, wspierając procesy wzrostu wymagające odpowiedniego zaplecza kapitałowego, którym te kraje zazwyczaj nie dysponowały. Taka sytuacja dawała gospodarkom wschodzącym wymierne korzyści, ale z drugiej strony stawiała je w położeniu, w którym coraz więcej zależało od oceny międzynarodowych rynków finansowych, zwłaszcza gdy chodzi o stabilność makroekonomiczną gospodarki. Negatywna ocena ze strony inwestorów zagranicznych narażała kraj na niebezpieczeństwo wybuchu kryzysu walutowego, a w konsekwencji na wytracenie gospodarki ze ścieżki szybkiego wzrostu gospodarczego i niestabilność makroekonomiczną.

Opisany powyżej scenariusz zrealizował się w wielu krajach (w Meksyku w 1994 r., w Czechach, Indonezji, Korei Południowej, Malezji i na Filipinach w 1997 r., w Rosji w 1998 r., w Brazylii w 1999 r. i w Argentynie w 2001 r.), unaoczniając zagrożenia, jakie

niosą ze sobą przepływy kapitału. Ożywiło to na powrót dyskusję, którą toczono wcześniej, nad skutkami spekulacji na międzynarodowych rynkach finansowych. W szczególności pojawiło się ponownie niezwykle ważne pytanie o zasadność wprowadzenia pewnych ograniczeń w przepływie kapitałów, które dawałyby możliwość kontrolowania skali i natężenia tego zjawiska. Osobną sprawą, choć równie ważną, zwłaszcza z punktu widzenia polityki gospodarczej, stała się skuteczność konkretnych sposobów ograniczenia przepływów kapitału. Co prawda, każde z tych pytań dotyczy innego etapu analizy, ale bez trudu można zauważyć, że dopiero pozytywna odpowiedź na pierwsze z nich pozwala sensownie zadawać pytanie drugie. Oba te pytania muszą być analizowane w nieco szerszym kontekście, obejmującym rozwiązania w zakresie reżimu kursu walutowego i polityki kursowej, gdyż tylko wtedy można otrzymać całościowy obraz problemu.

Niniejsze opracowanie zostało poświęcone próbie znalezienia odpowiedzi na postawione powyżej pytania w odniesieniu do sytuacji gospodarczej Polski. Po drugiej części, w której omówiono podstawowe kwestie terminologiczne, przedstawione zostały stanowiska przyjmowane w teorii w odniesieniu do celowości kontroli przepływu kapitałów (część trzecia) i jej skuteczności (część czwarta). Obie części zawierają również wyniki prowadzonych badań empirycznych w tym zakresie oraz analizę odnoszącą się do możliwości przyjęcia pewnych rozwiązań w warunkach polskich przy uwzględnieniu perspektywy członkostwa w Unii Europejskiej, a później w Unii Gospodarczej i Walutowej, na koniec przedstawiono wnioski wypływające z niniejszego opracowania.

* Niniejszy artykuł stanowi zmodyfikowaną wersję opracowania przygotowanego w ramach projektu PCZ 003-17, finansowanego przez KBN, a realizowanego przez INE PAN.

Zagadnienia terminologiczne

Zgodnie z terminologią przyjętą przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), a stosowaną także przez Narodowy Bank Polski (NBP), na przepływ kapitałów składają się: inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe oraz pozostałe inwestycje (takie jak pożyczki handlowe, kredyty bankowe, lokaty i rachunki bieżące).

Przepływy tych kapitałów mogą być poddawane różnym formom kontroli. Instrumenty służące do kontroli przepływu kapitałów dzieli się według różnych kryteriów. Jeden z najczęściej stosowanych podziałów tych instrumentów jest oparty na kryterium kierunku przepływu kapitałów. Wyróżnia się środki kontroli odpływu kapitałów i środki służące do kontroli ich napływu. Innym kryterium jest zakres kontroli, która może być całościowa lub selektywna. Kolejne kryterium podziału to zakres stosowania mechanizmów rynkowych w ograniczaniu przepływów – rozróżnia się tu instrumenty ilościowe (np. nieprzekraczalne pułapy) oraz rynkowe (np. nieoprocentowane depozyty obowiązkowe). Instrumenty kontroli przepływu kapitałów można także podzielić z uwagi na cel ich wprowadzenia - na środki zastosowane ze względów ostrożnościowych oraz środki wprowadzone dla ochrony bilansu płatniczego lub ze względów makroekonomicznych. Jako kryterium można wreszcie wskazać rodzaj przepływów kapitałowych, które mają być poddane kontroli (Fischer, 1998).

Celowość kontroli przepływu kapitałów

Pytanie o celowość stosowania ograniczeń w przepływie kapitałów jest w istocie pytaniem bardzo szerokim. Poszukując odpowiedzi trzeba bowiem zastanowić się w pierwszej kolejności nad korzyściami, jakie wynikają ze zwiększonego przepływu kapitałów, a następnie skonfrontować je z niebezpieczeństwami związanymi z tym zjawiskiem. Dopiero taka analiza pozwala sensownie rozważyć celowość, innymi słowy zasadność, wprowadzania rozwiązań instytucjonalnych ukierunkowanych na kontrolę przepływu kapitałów.

Korzyści i koszty związane z przepływem kapitałów

Wspomniano już na wstępie, że ze wzrostu przepływu kapitałów, ich większej mobilności, pewne korzyści czerpać mogą zarówno inwestorzy (pożyczkodawcy), jak i kraje, do których ten kapitał napływa (pożyczkobiorcy¹). Inwestorzy mogli ulokować swoje środki w

aktywach o wyższej stopie zwrotu (ponieważ zasób kapitału w gospodarkach wschodzących był relatywnie niższy niż w gospodarkach rozwiniętych), podejmując jednocześnie większe ryzyko (nieodłącznie związane z przedsięwzięciami rentownymi). Z uwagi na możliwość głębokiej dywersyfikacji posiadanego portfela aktywów, przepływ kapitałów pozwolił jednak zwiększyć skorygowaną o ryzyko stopę zwrotu z posiadanych aktywów. Patrząc zaś na ten sam proces z punktu widzenia kraju, do którego kapitał napływa, należy wskazać na niewątpliwie pozytywny fakt powiększenia funduszy, które mogą posłużyć jako źródła finansowania inwestycji – pod tym względem oszczędności zagraniczne spełniają tę samą funkcję, co oszczędności krajowe. Napływ kapitału może się ponadto przekładać na wyższe tempo przyrostu całkowitej produktywności czynników wytwórczych, a tym samym jeszcze silniej oddziaływać na wzrost gospodarczy (Rogoff, 1999; Edwards, 2001). Wskazane rodzaje korzyści wynikają ze zwiększenia efektywności alokacji oszczędności, które trafiają tam, gdzie przyniosą najwięcej korzyści, przekładając się na wyższe stopy zwrotu, którymi są zainteresowani inwestorzy, oraz na szybszy wzrost gospodarczy i dobrobyt, na czym zależy krajom przyjmującym kapitał (Fischer, 1998; Obstfeld, 1994).

Wskazuje się również, że przepływy kapitału mogą mieć pozytywne przełożenie na krajowy sektor finansowy, zwiększając jego konkurencyjność, ułatwiając dostęp do najlepszych praktyk postępowania (zwłaszcza jeśli podmiotom zagranicznym pozwala się inwestować w ten system) oraz w razie odejścia od istniejących uprzednio zakazów w zakresie przepływu kapitałów poprzez obniżenie kosztów ponoszonych w związku z próbami ominięcia tych regulacji prawnych (*World Economic Outlook*, 2001; Williamson i Mahar, 1998). Lepszy (efektywnie działający) sektor finansowy oznacza z kolei wyższy poziom rozwoju finansowego oraz większą efektywność alokacji krajowych i zagranicznych oszczędności, co przenosi się na wyższy wzrost gospodarczy.

Oprócz dodatniego przełożenia przepływów kapitałowych na tempo wzrostu gospodarczego wskazuje się także na dodatkowe korzyści, które odnoszą kraje importujące kapitał, w postaci lepszej polityki makroekonomicznej. W sytuacji, gdy każda decyzja rządu i banku centralnego jest poddawana ocenie rynków finansowych, polityka makroekonomiczna będzie bardziej spójna, zdyscyplinowana i oparta na realistycznych założeniach (Dornbusch, 1998), a więc powinna sprzyjać stabilności makroekonomicznej.

Przepływy kapitałowe wiążą się również z pewnymi niebezpieczeństwami dla kraju przyjmującego kapitał. Przede wszystkim realizacja korzyści w zakresie szybszego wzrostu gospodarczego, o których była wyżej mowa, zależy od tego, czy otrzymane środki zostaną faktycznie wykorzystane w efektywny sposób, tj. tak by

¹ W tym miejscu należy podkreślić, że nie chodzi tu wyłącznie o zaciąganie długu przez sektor publiczny (co było cechą charakterystyczną przepływu kapitałów przed kryzysem zadłużeniowym w 1982 r.), lecz przede wszystkim o zadłużanie się podmiotów sektora prywatnego, głównie banków (co jest cechą odróżniającą przepływy kapitałowe w latach 90. od okresu poprzedniego (por. Fernandez-Arias i Montiel, 1996).

przypieszenie wzrostu oparte na nowych inwestycjach pozwoliło w dłuższym okresie nie tylko na spłatę zaciągniętych zobowiązań bez wywołania napięć w bilansie płatniczym, ale także na realizację korzyści w postaci rzeczywiście wyższej produkcji niż w przypadku powstrzymania się od zaciągania jakichkolwiek pożyczek za granicą (Williamson, 1992). Przeszkodą w tym względzie mogą się okazać ułomności występujące na poziomie mikroekonomicznym dotyczące sektora finansów i przedsiębiorstw (Fernandez-Arias i Montiel, 1996). Ten pierwszy typ ułomności obejmuje m.in. pokusę nadużycia, która opiera się na przekonaniu (zazwyczaj nieznajdującym potwierdzenia w obowiązujących regulacjach prawnych), że państwo udzieli podmiotom prywatnym pomocy w razie wystąpienia trudności. Innym rodzajem wspomnianych ułomności jest selekcja negatywna, która wiąże się z tym pierwszym zjawiskiem. Polega ona na wyborze i realizacji takich projektów inwestycyjnych, które mogą przynieść wysokie zyski, ale są jednocześnie bardzo ryzykowne (przy czym ocena ryzyka jest utrudniona z uwagi na asymetrię informacji między pożyczkodawcą a pożyczkobiorcą). Przejawem ułomności mikroekonomicznych drugiego rodzaju jest brak lub niewłaściwe przystosowanie się przedsiębiorstw do zmieniających się warunków prowadzenia działalności gospodarczej (np. bagatelizowanie ryzyka kursowego w warunkach coraz większego otwarcia gospodarki na wymianę z zagranicą lub sztywność płac, uniemożliwiająca elastyczne działanie). Przepływ kapitałów może więc doprowadzić do nasilenia negatywnych zjawisk, u których źródeł leżą wymienione ułomności, gdyż sektor finansowy pośredniczy w przekazywaniu dużo wyższych środków, a przedsiębiorstwa, korzystając z tych kapitałów, rozszerzają swoją działalność.

Za korzyść w postaci dyscyplinowania polityki makroekonomicznej przez międzynarodowe rynki finansowe trzeba zapłacić cenę, którą jest nasilenie krótkookresowych wahań gospodarczych w sytuacji, gdy polityka makroekonomiczna okaże się być niespójna. Nadmierny z punktu widzenia kraju przyjmującego napływ kapitału, tzn. napływ, nieprzekładający się na wzrost gospodarczy, może być spowodowany niewiarygodną polityką makroekonomiczną (np. wolą obrony kursu walutowego na nie odpowiadającym realiom poziomie), która wywołuje nowe zaburzenia na szczeblu mikroekonomicznym (np. nadmierne zapożyczanie się gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w celu zwiększenia popytu na przejściowo tańsze towary zagraniczne). Oparcie polityki na wyidealizowanych fundamentach makroekonomicznych będzie skutkowało zwiększeniem przepływu kapitałów, w efekcie czego zadłużenie wzrośnie do nadmiernego poziomu (World Economic Outlook, 2001; Fernandez-Arias i Montiel, 1996). Niechybna korekta polityki makroekonomicznej, usuwająca zarazem wywołane zaburzenie na pozio-

mie mikroekonomicznym, znajdzie odzwierciedlenie w przeciwnym do pierwotnego przepływie kapitałów, wywołując lub potęgując wahania koniunkturalne.

Dodatkowym kosztem w zakresie stabilności makroekonomicznej, który trzeba ponieść otwierając się na przepływ kapitałów, jest narażenie się na niebezpieczeństwo błędnej oceny sytuacji gospodarczej w kraju dokonywanej przez inwestorów zagranicznych. W kontekście stadnych zachowań, cechujących uczestników międzynarodowych rynków finansowych jest szczególnie niebezpieczne (Fischer, 1998; Rodrick, 1998; Krugman, 2001). W odróżnieniu od uprzednio omówionego niebezpieczeństwa tego rodzaju sytuacja może wystąpić wtedy, kiedy polityka makroekonomiczna jest spójna i oparta na zdrowych fundamentach makroekonomicznych. W konsekwencji, z takiego kraju nagle zacznie uciekać kapitał, powodując nieuzasadnione wahania gospodarcze i wymuszając korektę poprawnej polityki makroekonomicznej.

Badania empiryczne

Na gruncie empirycznym ekonomiści nie są jednak zgodni co do wpływu zwiększonych przepływów kapitału na wzrost gospodarczy. Część z nich (np. Edwards, 2001; Klein i Olivei, 1999) uważa, że między stopniem otwarcia kraju na przepływy kapitałowe a wzrostem gospodarczym istnieje dodatnia zależność. Trzeba jednak podkreślić, że ci „entuzjaści” większego otwarcia na przepływy kapitałowe formułują swoje wnioski bardzo ostrożnie. Twierdzą mianowicie, że przepływ kapitałów przyniesie pożytki wtedy, kiedy kraj osiągnie odpowiedni stopień rozwoju finansowego, lub zastrzegają, że związek między otwartością a wzrostem inaczej wygląda w krajach rozwiniętych (gdzie zależność jest faktycznie silnie dodatnia), a inaczej w krajach spoza OECD (gdzie ów związek jest bardzo słaby). Drugą grupę tworzą ekonomiści, którzy stanowczo przeczą występowaniu takiej zależności, twierdząc, iż w rzeczywistości większy przepływ kapitałów w żaden sposób nie przekłada się na wzrost gospodarczy, lecz jest „lekarstwem o straszliwych efektach ubocznych” (Rodrick, 1998). Te dwa krańcowe poglądy dzieli stanowisko pośrednie, zajmowane przez autorów tych prac empirycznych, z których wynika, że przełożenie przepływów kapitałowych na tempo wzrostu gospodarczego jest niejednolite i warunkowane uprzednim usunięciem głębokiej nierównowagi makroekonomicznej (Arteta, Eichengreen i Wyplosz, 2001). Warto też podkreślić, że w przeciwieństwie do niektórych „entuzjastów” zarówno „sceptycy”, jak i ekonomiści zajmujący stanowisko pośrednie są zdania, iż dowody empiryczne nie potwierdzają poglądu o dodatnim wpływie przepływu kapita-

łów na wzrost gospodarczy dopiero po osiągnięciu pewnego progowego poziomu na ścieżce rozwoju finansowego².

Analizując rezultaty badań empirycznych należy mieć na względzie dwie niezwykle ważne kwestie. Pierwsza z nich ma techniczny charakter i wiąże się z brakiem dobrego miernika otwarcia kraju na przepływy kapitałowe, który byłby powszechnie akceptowany. Istniejące w tym względzie mierniki są albo nazbyt niedokładne (np. wskaźniki restrykcyjności konstruowane na podstawie corocznych raportów Międzynarodowego Funduszu Walutowego na temat ograniczeń w przepływie kapitałów, które cechuje rozkład zerowyjedynkowy), albo pośrednio odnoszą się do istoty rzeczy (np. wskaźniki otwarcia oparte na korelacji między oszczędnościami zagranicznymi a inwestycjami, zróżnicowaniu stóp procentowych lub na wielkości zobowiązań i wierzytelności zagranicznych). Skutkiem stosowania różnych mierników otwartości są różnice w wyciąganych przez ekonomistów wnioskach (*World Economic Outlook*, 2001). Kwestia druga jest jeszcze poważniejsza. Obecne w analizach empirycznych założenie o niezależności (egzogeniczności) posunięć kraju w zakresie otwarcia na przepływy kapitałowe względem rozwoju gospodarczego może się mijać z rzeczywistością. Jeżeli jest tak, że chętniej na przepływ kapitałów otwierają się kraje o solidnych fundamentach makroekonomicznych i szybkim wzroście, to zachodzi niebezpieczeństwo pomylenia przyczyny ze skutkiem, a więc uznania, że większe otwarcie sprzyja wzrostowi, mimo że było dokładnie odwrotnie (Rodrick, 1998).

Przedstawione powyżej wyniki badań empirycznych odnoszących się do korzyści osiąganych przez kraje importujące kapitał nie są jednoznaczne – ekonomiści dochodzą do różnych, sprzecznych konkluzji, co pozwala przypuszczać, że ukazane wcześniej niebezpieczeństwa są w pewnej mierze faktyczną przeszkodą w osiągnięciu korzyści, jakie niosą ze sobą przepływy kapitałowe. Mając na względzie z jednej strony brak jednoznacznych dowodów, które potwierdzałyby występowanie pożytków w postaci wzmocnienia procesów wzrostu, a z drugiej strony dramatyczne konsekwencje zwiększonego przepływu kapitałów w gospodarkach wschodzących dotkniętych kryzysem walutowym w latach 90., ekonomiści coraz szerzej zaczęli dyskutować o zabezpieczeniu gospodarki przed negatywnymi następstwami przepływów kapitałowych. Funkcją takiego „bezpiecznika” miałyby pełnić środki służące kontroli, a zarazem ograniczeniu przepływu kapitałów krótkoterminowych, w których upatrywano przyczyn lub raczej katalizatorów zjawisk kryzysowych.

Kwestia zasadności stosowania ograniczeń w przepływie kapitałów jako metody zapobieżenia lub zwal-

czania negatywnych następstw tych przepływów dziełi ekonomistów, przy czym istotę tego sporu można by sprowadzić do problemu wyboru „mniejszego zła”. Zarówno bowiem zwolennicy stosowania ograniczeń, o których mowa, jak i ich przeciwnicy są zdania, że kontrola przepływu kapitałów nie jest środkiem idealnym, lecz rozwiązaniem określanym mianem drugiego po najlepszym (np. Eichengreen, 1999; Rodrick, 1998; Fernandez-Arias i Montiel, 1996). Chodzi o to, że ograniczenia w przepływie kapitałów ukierunkowane są *de facto* na usuwanie objawów, nie zaś przyczyn określonego stanu rzeczy. Do działań zwalczających przyczyny negatywnych zjawisk, a więc tych działań, które można by nazwać idealnymi, zalicza się kroki podejmowane w celu usunięcia wszelkiego typu ułomności mikroekonomicznych oraz stanów nierównowagi makroekonomicznej. Problemy mieszczące się w pierwszej grupie, a więc związane z możliwością nieefektywnej alokacji pozyskanych kapitałów na szczeblu mikro, proponuje się rozwiązywać poprzez wprowadzenie lepszych metod oceny ryzyka kredytowego i kursowego oraz nakłonienie sektora finansowego (przede wszystkim banków) oraz przedsiębiorstw do ich stosowania (Dornbusch, 1998). Nie bez znaczenia jest tu funkcjonowanie sprawnego systemu nadzoru nad bankami (Eichengreen, 1999). Uporządkowanie zasad określających reguły prowadzenia polityki makroekonomicznej pozwala zaś na uporanie się z problemami, które występują na szczeblu makroekonomicznym (Edwards, 1999b).

Warto w tym miejscu zastanowić się nad następującą kwestią: skoro istnieją dobre metody zapobieżenia negatywnym zjawiskom i ich skutkom, które potęguje zwiększony przepływ kapitałów, to dlaczego uciekać się do rozwiązań mniej doskonałych. Odpowiedzią, która nasuwa się w oczywisty sposób, jest stwierdzenie, że władze kraju nie wykazują chęci przeprowadzenia głębokich reform instytucjonalnych ukierunkowanych na usunięcie wymienionych powyżej problemów, a przynajmniej dążą do ich opóźnienia. Ów brak woli przeprowadzenia gruntownych zmian może rzeczywiście rodzić wspomniane zagrożenia w warunkach zwiększonych przepływów kapitałowych, które obnażając słabości gospodarki wzmacniają negatywne zjawiska, a nie wywołują ich (sic). Do tych negatywnych zjawisk zalicza się nadwartościowość waluty krajowej oraz ograniczenie kontroli nad polityką pieniężną³. Skąd jednak wynika nadwartościowość waluty krajowej? Krótko można odpowiedzieć, że jej przyczyną jest nadmierny napływ kapitału zagranicznego. Rozwijając to rozumowanie trzeba stwierdzić, że inwestorów zagranicznych przyciąga bardzo korzystna relacja zysku

² Zestawienie wyników badań empirycznych dotyczących zależności między wzrostem gospodarczym a stopniem otwarcia gospodarki na przepływy kapitałowe można znaleźć w *World Economic Outlook* (2001, s. 154).

³ Splot tych trzech kwestii, tj. swobody przepływu kapitałów, możliwości kontrolowania kursu walutowego oraz niezależności w polityce monetarnej, nie jest przypadkowy. Z teorii ekonomii wynika bowiem, że jednoczesne osiągnięcie tych trzech stanów nie jest możliwe (np. Hall i Taylor, 2000; Romer, 1996).

do ryzyka. Taki układ może mieć dwojakiego rodzaju źródła: z jednej strony jego przyczyną może być niewielki zasób kapitału w kraju, a z drugiej strony niekompletna (pomijająca istotny obszar ryzyka) ocena możliwości inwestycyjnych przez inwestorów zagranicznych. Pierwszy przypadek nie rodzi niebezpieczeństw, gdyż napływający kapitał jest efektywnie alokowany, co w przyszłości przyniesie korzyści w postaci szybszego wzrostu gospodarczego. Niewątpliwie niekorzystna jest sytuacja druga, gdyż wiąże się z występowaniem ułomności mikroekonomicznych, o których była mowa wyżej. Wniosek jest zatem taki, że nadwartościowość może nie być tak naprawdę istotnym problemem (rośnie potencjał produkcyjny gospodarki) lub jej przyczyny mogą tkwić nie w przepływie kapitałów, lecz w niekorzystnych uwarunkowaniach mikroekonomicznych.

Drugi problem dotyczył braku swobody w prowadzeniu polityki pieniężnej, a w szczególności w posługiwaniu się stopą procentową. Faktem jest, że przepływy kapitałowe ograniczają możliwość manewru władz monetarnych, ale tylko w sytuacji, gdy po pierwsze - władze te dążą jednocześnie do zachowania w pewnym zakresie kontroli nad zmianami kursu walutowego, a po drugie - aktywa krajowe są doskonałymi substytutami aktywów zagranicznych. Trzeba jednak zaznaczyć, że ograniczenia w przepływie kapitałów są potrzebne wówczas, gdy władze monetarne zamierzają prowadzić politykę pieniężną, która nie jest spójna z wyznaczonym celem w zakresie kursu walutowego. Wprowadzenie kontroli przepływów kapitałowych służy więc *de facto* nie tyle zapanowaniu nad polityką pieniężną, ile zaburzeniu istotnych zależności makroekonomicznych⁴.

Jaką rolę mogą zatem pełnić ograniczenia w przepływie kapitałów? W świetle przeprowadzonych badań empirycznych kontrola przepływów kapitału ma duże znaczenie w programach stabilizowania gospodarki i usuwania ułomności na szczeblu mikroekonomicznym. Wskazuje się, że w pierwszej kolejności należy

⁴ Wskazywano już, że przepływ kapitałów wymusza na władzach prowadzenie spójnej i opartej na realistycznych założeniach polityki makroekonomicznej. Warto też dodać, że z badań panelowych przeprowadzonych przez Williamsa i Mahar (1998) wynika, że zniesienie barier w przepływie kapitałów pozwoliło w dłuższym okresie na zwiększenie kontroli polityki pieniężnej.

„uporządkować” gospodarkę, a dopiero później znosić bariery w przepływie kapitałów (Edwards, 1999b; Fischer, 1998). Istotne jest jednak to, że taki przejściowy (!) okres ma służyć przygotowaniu gospodarki na coraz szersze otwarcie na przepływy kapitału i czerpanie z tego tytułu korzyści w postaci szybszego tempa wzrostu gospodarczego.

Wnioski dla Polski

Odnosząc powyższe rozważania do sytuacji Polski, należy rozpocząć od prostego, ale niezwykle istotnego stwierdzenia, że pierwszoplanowym celem polityki gospodarczej powinno być dbanie o szybki wzrost gospodarczy. Potencjał produkcyjny gospodarki zależy zaś od zasobów czynników wytwórczych, do których zalicza się m.in. kapitał, oraz od tempa ich wzrostu. Skoro stopa zmian zasobu kapitału jest wyznaczana przez poziom inwestycji, łatwo stąd wyprowadzić wniosek, że wszelkie działania sprzyjające akumulacji kapitału, a przynajmniej jej nie utrudniające, są krokami we właściwym kierunku. Kluczowe znaczenie ma w tym względzie równanie ilustrujące podstawową prawidłowość rachunkową:

$$S_p + S_g + CA_d = I,$$

gdzie:

S_p - krajowe oszczędności prywatne,

S_g - oszczędności sektora finansów publicznych (tj. dochody podatkowe pomniejszone o transfery społeczne i spożycie ogólnospołeczne),

CA_d - deficyt na rachunku obrotów bieżących (na bazie transakcji), który jednocześnie oznacza oszczędności zagraniczne ulokowane w kraju,

I - inwestycje ogółem, na które składają się inwestycje prywatne oraz inwestycje sektora finansów publicznych.

Ilustrację tego równania stanowi tabela, w której zamieszczono dane dotyczące oszczędności i inwestycji w polskiej gospodarce.

Dążenie do zwiększenia inwestycji (w 2001 r. stosunek inwestycji do PKB obniżył się do poziomu niespełna 22%, podczas gdy w poprzednich latach kształ-

Tabela 1 Oszczędności i inwestycje brutto w Polsce (w %)

	S_p / PKB	S_g / PKB	CA_d / PKB	I / PKB
1991-1995	18,2	-0,6	-0,1	17,6
1996-2000	18,8	2,2	4,1	25,1
1998	19,4	2,6	4,2	26,2
1999	18,3	2,5	5,5	26,4
2000	18,3	1,8	6,3	26,5
2001	20,5	-1,8	3,3	22,0

Źródło: Raport o inflacji 2001, s. 149.

tował się na poziomie około 26%)⁵, przy braku oszczędności (a nawet deficycie, jak w 2001 r.) sektora finansów publicznych oraz oszczędnościach prywatnych na poziomie około 20% PKB wymaga napływu netto kapitału z zagranicy do Polski, z czym wiąże się konieczność utrzymywania deficytu na rachunku obrotów bieżących rzędu 5-6% PKB. Stawianie jakichkolwiek dodatkowych ograniczeń przepływowi kapitałów oznaczałoby tak naprawdę odcięcie jednego ze źródeł finansowania inwestycji, co byłoby niepożądane⁶. Korzystając z powyższego równania można natomiast zaproponować dwa lepsze rozwiązania. Po pierwsze, jeśli celem faktycznie byłoby ograniczenie napływu kapitału i związanego z tym deficytu na rachunku obrotów bieżących, to lepszym rozwiązaniem wydaje się zwiększenie oszczędności sektora finansów publicznych (np. poprzez redukcję spożycia ogólnospołecznego czy racjonalizację transferów socjalnych), dzięki czemu różnica między inwestycjami tego sektora a jego oszczędnościami (inaczej deficyt oszczędności tego sektora) zmniejszyłaby się, a tym samym możliwe byłoby osiągnięcie wyznaczonego celu. Po drugie, jeżeli za cel obrać zwiększenie inwestycji, to właściwym posunięciem byłoby przeprowadzenie takich zmian w wydatkach publicznych, by w jak największym stopniu miały one charakter wydatków prorozwojowych⁷, gdyż to przyczyniłoby się do zwiększenia inwestycji ogółem. Dodatkową korzyścią z obu wskazanych działań byłoby pozyskanie większego zaufania inwestorów zagranicznych i zmniejszenie ryzyka nagłego odpływu kapitałów.

Gdyby mimo wszystko powyższą argumentację uznać za mało przekonującą, to należałoby dalej zapytać o funkcję, którą miałyby spełniać w Polsce dodatkowe ograniczenia w przepływie kapitałów. Jak się wydaje, nie chodzi tu o zwiększenie kontroli Rady Polityki Pieniężnej (RPP) nad polityką pieniężną, lecz raczej o oddziaływanie na kurs walutowy, który uznaje się za nadwartościowy. W założeniach takie rozwiązanie ma nieco zahamować napływ kapitału, zmniejszając jednocześnie presję aprecjacyjną na złotego. Takie podejście budzi jednak dwojakiego rodzaju wątpliwości. Po pierwsze, jego zastosowanie oznaczałoby *de facto* wprowadzenie w Polsce systemu kierowanego kursu płynnego lub też, co bardziej prawdopodobne, w razie

wyboru jakiejś ścieżki zmian kursu walutowego przez NBP – powrót do pełzającego pasma wahań kursu. Warto zauważyć, że wprowadzony w Polsce w kwietniu 2000 r. system płynnego kursu był elementem szerszego procesu porządkowania spraw dotyczących polityki monetarnej⁸. Zmiana kierunku tego procesu byłaby niewątpliwie odczytana przez międzynarodowe rynki finansowe jako krok wstecz⁹. Po drugie, jak wynika z badań empirycznych, krajom stosującym ograniczenia w napływie kapitałów nie udało się zmniejszyć wielkości przepływów (Montiel i Reinhart, 1999; De Gregorio, Edwards i Valdes, 2000). Osłabienie presji na aprecjację waluty krajowej wydaje się więc nieosiągalne w praktyce przy zastosowaniu kontroli napływu.

Kolejnym argumentem, który przemawia przeciwko wprowadzaniu dodatkowych instrumentów kontroli przepływów kapitałowych, jest perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej. Idea wspólnego rynku opiera się na zasadzie swobodnego przepływu towarów, usług, ludzi, a także kapitałów. Można by twierdzić, że stosowanie instrumentów, które powodują skutki zbliżone do podatku od przepływów kapitału, a więc instrumentów rynkowych, w odróżnieniu od zakazów i regulacji ilościowych nie przekreśla zachowania wymiennalności w zakresie transakcji objętych rachunkiem obrotów kapitałowych, podobnie jak stosowanie cel importowych i środków parataryfowych nie stanowi naruszenia zasady wymiennalności odnośnie do obrotów bieżących (Eichengreen, 1999). Jednak koncepcja wspólnego rynku jest czymś innym niż zasady wymiennalności przyjęte przez MF¹⁰. Przystąpienie Polski do UE będzie się wiązało z koniecznością zniesienia wszelkich barier w przepływie kapitałów, nie tylko tych ilościowych (opartych na zezwoleniach).

Nawiązując do procesu integracji z UE nie sposób pominąć niezwykle ważny aspekt członkostwa, a mianowicie przystąpienie, choć w nieco dalszej perspektywie, do unii walutowej. Jednym z warunków wejścia do strefy euro jest utrzymywanie kursu złotego w paśmie +/-15% od przyjętego kursu parytetowego bez poważnych napięć przez okres co najmniej dwóch lat. Zwieńczeniem integracji walutowej Polski z UE będzie zastąpienie złotego wspólną walutą, co oznacza, że złótówki zostaną zamienione na euro wedle stałego przelicznika. Niezwykle ważnym problemem, o którego rozwiązaniu należy myśleć już dzisiaj, jest wyznaczenie odpowiedniego poziomu owego kursu parytetowego. Bez wątplenia ustaleniu tego kursu ogromnie sprzy-

⁵ Na zasadność dążenia do utrzymywania inwestycji w relacji do PKB na poziomie przynajmniej 25% w warunkach polskich wskazywał Gomułka (2001). Szansą na zwiększenie oszczędności zagranicznych może być, wg tego autora, przystąpienie Polski do Unii Europejskiej.

⁶ Trzeba tu wyraźnie zaznaczyć, że omawiane równanie nie ma charakteru równania behawioralnego, a więc nie opisuje reakcji jednych zmiennych na drugie. Jest natomiast czysto rachunkową prawidłowością, która jest spełniona w każdej sytuacji. Z tego względu, nie wyciągając wniosków odnośnie do samego mechanizmu procesów dostosowawczych, można zasadnie formułować wnioski dotyczące stanu końcowego (jeżeli wiadomo, że jedna ze zmiennych występujących w równaniu ulega zmianie, to pozostałe zmieniają się tak, że równość będzie nadal spełniona).

⁷ Na marginesie wypada zauważyć, że relacja tych wydatków do PKB uległa w 2001 r. obniżeniu do 3,4%, podczas gdy w latach 1996-2000 utrzymywała się średnio na poziomie 3,9% (*Raport o inflacji 2000 r.*, s. 148).

⁸ Na proces ten złożyły się: wprowadzenie konstytucyjnych gwarancji niezależności NBP, obranie za podstawowy cel banku stabilności cen oraz przyjęcie przez RPP strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

⁹ Z badań empirycznych wynika ponadto, że różne formy reżimu stałego kursu walutowego (ang. "soft pegs") stają się w warunkach coraz większego otwarcia na transakcje kapitałowe źródłem niestabilności (Fischer, 2001). Pogląd ten ma też przeciwników (Williamson, 2000).

¹⁰ Kwestie wymiennalności w zakresie obrotów kapitałowych i bieżących regulują Art. VI i VIII Statutu MF.

ja zgrupowanie odpowiednich obserwacji empirycznych, a więc posiadanie stosunkowo długiego szeregu czasowego, opisującego wahania kursowe w warunkach pełnej swobody tych wahań. W razie odejścia od reżimu kursu płynnego i podjęcia prób kontrolowania ścieżki kursu walutowego przy jednoczesnym zastosowaniu instrumentów kontroli przepływu kapitałów (była o tym mowa wyżej), realizacja omawianego celu stanie się bardzo trudna.

Dodatkowy argument, który jest podnoszony w wielu pracach teoretycznych i empirycznych (np. Edwards, 1999b; Eichengreen, 1999), wiąże się z obawą przed zahamowaniem tempa reform ukierunkowanych na stworzenie stabilnych ram instytucjonalnych polityki makroekonomicznej oraz eliminację ułomności na szczeblu mikroekonomicznym. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia w odniesieniu do polityki fiskalnej, której prowadzenie staje się w Polsce coraz trudniejsze z uwagi na wysoki udział tzw. wydatków sztywnych w budżecie. Rozmontowanie i przeformułowanie zasad wyznaczających politykę monetarną przy jednoczesnym wprowadzaniu ograniczeń w przepływie kapitałów nie będą sprzyjały podjęciu i przyspieszeniu reform w zakresie zasad rządzących polityką fiskalną.

Skuteczność kontroli przepływu kapitałów

Mimo że przeprowadzone w części trzeciej rozważania nie potwierdzają wniosku o zasadności stosowania ograniczeń w przepływie kapitałów, warto także przyrzeć się skuteczności instrumentów wykorzystywanych w kontroli. Taka analiza pozwoli spojrzeć z nieco innej, można rzec nieco bardziej praktycznej, perspektywy na problematykę kontroli przepływu kapitałów.

Jak się wydaje, przez skuteczność instrumentu należy rozumieć możliwość osiągnięcia pewnych celów, do których realizacji dany instrument ma służyć. W tym kontekście za skuteczny uznać trzeba taki instrument, który pozwala na osiągnięcie założonych celów, za nieskuteczny zaś – taki, który albo nie pozwala na realizację tych celów, albo pozwala, ale pociąga za sobą pewne niepożądane efekty uboczne, z którymi wiąże się dolegliwości przekreślające korzyści wypływające z zastosowania owego instrumentu.

Skuteczność instrumentów kontroli przepływów kapitałowych należy oceniać pod kątem realizacji celów, do których zalicza się: zapewnienie władzom monetarnym autonomii w prowadzonej polityce pieniężnej, kontrolowanie ścieżki kursu walutowego, uchronienie gospodarki przed gwałtownym odpływem kapitału za granicę (względny ostrożnościowe). Te ogólne cele wyznaczają ramy dalszej analizy skuteczności ograniczeń w przepływie kapitału, która wymaga oddzielenia instrumentów ukierunkowanych na kontrolę odpływu kapitałów od instrumentów kontroli napływu.

Ograniczenia odpływu kapitałów

Ograniczenia w odpływie kapitałów przybierają najczęściej postać całkowitego zakazu transakcji kapitałowych, wprowadzenia podwójnego kursu walutowego (tj. gorszego przelicznika w razie odpływu kapitału), obowiązku przetrzymywania przez pewien okres na specjalnym rachunku środków pochodzących ze sprzedaży aktywów krajowych bądź podatku od transferu kapitałów za granicę. Ich zastosowanie uzasadnia się potrzebą wyeliminowania ryzyka nadmiernej deprecjacji (lub konieczności dewaluacji) w następstwie nagłego i gwałtownego odpływu kapitałów, a więc zapobieżeniem kryzysowi. Ograniczenia tego typu mają oczywiście największą rolę do odegrania w sytuacjach, kiedy walucie krajowej zagraża znaczna deprecjacja (lub konieczność dewaluacji). Jednak właśnie wtedy inwestorzy zagraniczni mają najwięcej do stracenia, pozostawiając swoje fundusze w takim kraju. Stąd płynnie wniosek, że będą podejmowali wszelkie kroki, także leżące na pograniczu prawa, kroki w celu wycofania się z inwestycji. W efekcie władze nie będą w stanie utrzymać kursu walutowego na wyznaczonym poziomie (lub w przyjętym paśmie wahań). Słusznie zauważa się, że takie ograniczenia są nastawione na zapobieganie objawom kryzysów, nie zaś ich skutkom (Eichengreen, 1999).

Za nieskutecznością tego typu metod kontroli odpływu kapitałów przemawiają także ich efekty uboczne. Tak silne bodźce do omijania ograniczeń odpływu kapitału stwarzają podatny grunt dla korupcji. Ponadto w kraju stosującym tego rodzaju ograniczenia wytwarza się złudne poczucie bezpieczeństwa: władze dochodzą do przekonania, że gospodarka jest należycie zabezpieczona przed nagłym odpływem, a wcale tak nie jest (czego przykładem był kryzys w Korei Południowej), gdyż inwestorzy dysponują technikami umożliwiającymi przynajmniej częściowe ominięcie zakazów, co w konsekwencji prowadzi do presji na spadek kursu waluty krajowej. To fałszywe poczucie bezpieczeństwa skutkuje niechęcią władz do przeprowadzenia trudnych reform strukturalnych, ponieważ z jednej strony wiąże się to z niepopularnymi decyzjami, a z drugiej – władze nie odczuwają żadnego nacisku w kierunku ich przeprowadzenia (Edwards, 1999b). Do ubocznych efektów ograniczeń odpływu kapitałów zalicza się również koszty administracyjne (wprowadzenie i stosowanie regulacji administracyjnych wymaga poniesienia kosztów) oraz straty wynikające z angażowania się przedsiębiorstw i banków w nieprodukcyjne działania, mające na celu ominięcie przepisów (Rybiński, 2000).

W odróżnieniu od kontroli odpływu kapitałów skierowanej na niedopuszczenie do kryzysu, o czym była mowa wyżej, regulacje ograniczające odpływ mogą być nastawione na odzyskanie kontroli nad polityką makroekonomiczną w kraju, którego dotknął już kryzys

walutowy. Jeśli bowiem w takim kraju nie wprowadzi się regulacji hamujących odpływ kapitału, to stopy procentowe poszybują w górę¹¹, polityka fiskalna zostanie zacieśniona (ograniczenie deficytu budżetowego), a wszystko po to, by odzyskać zaufanie międzynarodowych rynków finansowych. Jednak ceną, którą trzeba będzie zapłacić za zdobycie tego zaufania, będzie pogłębienie (za sprawą restrykcyjnej polityki makroekonomicznej) recesji wywołanej przez kryzys walutowy. Takie nastawienie polityki makroekonomicznej w sytuacji, gdy kraj wchodzi w okres recesji, uznaje się w normalnych warunkach za błędne (gospodarkę trzeba wówczas w pewien sposób pobudzić, a nie jeszcze dodatkowo hamować). Żeby zapobiec realizacji tak niekorzystnego scenariusza zdarzeń i przywrócić władzom kontrolę nad polityką makroekonomiczną, proponuje się wprowadzić kontrolę odpływu kapitałów na czas trudności gospodarczych (Krugman, 2001).

Jakie warunki muszą spełniać przyjęte regulacje, aby były skuteczne? Jak się wydaje, kontrola odpływu kapitałów może być stosowana jedynie w okresie przejściowym, obejmującym najwyżej kilka miesięcy. Wraz z upływem czasu inwestorzy zagraniczni znajdują bowiem sposoby omińnięcia postawionych ograniczeń. Po drugie, kontrolą należy objąć bardzo szeroki wachlarz transakcji na rachunku kapitałowym, nie stosując praktycznie żadnych wyjątków. Chodzi tu o zapewnienie szczelności systemu poprzez zawężenie obszaru wyjątków do absolutnego minimum. Po trzecie i chyba najważniejsze, kontrola może być uznana za skuteczną wówczas, kiedy ów okres swobody w polityce makroekonomicznej zostanie należycie wykorzystany przez władze na przeprowadzenie zasadniczych reform gospodarczych, które wymagają czasu (Krugman, 2001).

Rozważając skuteczność tego rodzaju kontroli odpływu kapitałów nie wolno zapominać o pewnych długofalowych efektach, które powoduje jej wprowadzenie. Kraj stosujący tego typu rozwiązania nie będzie cieszył się szczególnym zaufaniem międzynarodowych rynków finansowych (Rogoff, 1999), a w konsekwencji pozyskanie zagranicznego kapitału przez podmioty krajowe w przyszłości będzie wiązało się z koniecznością zapłacenia wysokiej premii za ryzyko (Dornbusch,

1998). Drugi długofalowy skutek znajduje odzwierciedlenie w przyszłych oczekiwaniach inwestorów zagranicznych. Istnienie precedensu stosowania kontroli odpływu jako środka mającego zniwelować koszty kryzysu walutowego przekłada się na oczekiwania uczestników międzynarodowych rynków finansowych, którzy w obliczu być może nawet mało poważnych trudności gospodarczych takiego kraju będą obawiali się nałożenia zakazów tamujących odpływ kapitału za granicę. Chcąc uniknąć uwięzienia własnych funduszy w takim kraju, zaczną się z niego wycofywać, niewątpliwie przyspieszając, a być może nawet wywołując, załamanie gospodarcze. Efektem ubocznym zastosowania kontroli odpływu kapitału może więc być w dłuższym okresie większe narażenie gospodarki na koszty spowodowane przez ucieczkę kapitałów.

Z badań empirycznych wynika, że kraje, które wprowadziły ograniczenia w odpływie kapitałów po kryzysie zadłużeniowym lat 80.¹², w dalszym ciągu przeżywały okres spadku PKB, wysokiej inflacji i bezrobocia. Kontrola odpływu kapitału nie sprzyjała ponadto przeprowadzeniu reform strukturalnych. Sprzyjała natomiast korupcji (Edwards, 1999b). Trzeba jednak zaznaczyć, że Malezja - stosująca tego rodzaju ograniczenia od września 1998 r.¹³ - była w stanie złagodzić politykę makroekonomiczną (Islam, 2000). To, czy zastosowana kontrola odpływu kapitałów okaże się skuteczna, zależy przede wszystkim od sposobu wykorzystania większych możliwości w zakresie polityki makroekonomicznej. Doświadczenie uczy również, że jedyną drogą szybkiego odzyskania kontroli nad polityką makroekonomiczną wcale nie są ograniczenia odpływu kapitałów. Korea Południowa i Tajlandia były w stanie obniżyć stopy procentowe i złagodzić politykę fiskalną stosunkowo szybko, dzięki podjęciu reform instytucjonalnych dotyczących zasad polityki makroekonomicznej, wzmocnieniu nadzoru nad systemem bankowym i rozpoczęciu innych reform strukturalnych (Eichengreen, 1999).

Ograniczenia napływu kapitałów

Instrumenty służące kontroli napływu kapitału obejmują takie środki, jak prawne zakazy korzystania z krótkookresowego kapitału zagranicznego (np. zakaz zaciągania za granicą przez podmioty krajowe długu o terminie spłaty krótszym niż jeden rok) oraz podatek od napływu kapitału pobierany poprzez wprowadzenie nieoprocentowanych depozytów obowiązkowych. Dalsza część niniejszego rozdziału zostanie poświęcona te-

¹¹ Stanie się tak zwłaszcza wtedy, kiedy władze bronią waluty krajowej przed skokowym obniżeniem wartości. Uzasadnieniem takiej obrony może być obawa przed nawrotem inflacji, jeśli w programie stabilizacji cen opierano się na jakiegoś rodzaju reżimie stałego kursu walutowego, lub obawa przed wywołaniem fali bankructw, jeżeli przedsiębiorstwa i banki krajowe zaciągnęły zobowiązania w walutach obcych nie zabezpieczywszy się przed ryzykiem kursowym. Pierwsze uzasadnienie było powodem obrony kursu brazylijskiego reala w 1998 r. (pół roku przed kryzysem) oraz w pierwszych dniach kryzysu, drugie zaś wzrostu stóp procentowych w krajach Azji Południowo-Wschodniej dotkniętych kryzysem.

Możliwe jest także niepodjęcie obrony kursu walutowego; wówczas stopy procentowe nie muszą się istotnie zmienić. Dopuszczenie do znacznej deprecjacji (lub dewaluacji) mogłoby jednak oznaczać hiperinflację lub ruiny wielu banków i przedsiębiorstw krajowych, a w konsekwencji poważny kryzys gospodarczy (Krugman, 2001).

¹² Wymienia się tu m.in. Argentynę, Brazylię i Meksyk.

¹³ W lutym 1999 r. Malezja odeszła od administracyjnych zakazów i licencji na odpływ kapitałów i przyjęła instrumenty bardziej rynkowe, tj. wprowadziła podatek od odpływu w wysokości 30% dla inwestycji o horyzoncie krótszym niż 12 miesięcy oraz 10% dla inwestycji powyżej 12 miesięcy (Islam, 2000).

mu drugiemu rodzajowi kontroli, ponieważ spotkał się on z żywym zainteresowaniem ze strony ekonomistów i polityków¹⁴.

Podatek obciążający napływ kapitału ma w założeniu służyć zmniejszeniu napływu kapitału krótkoterminowego do kraju, a przez to zmniejszyć ryzyko nagłego odpływu i związanych z tym niekorzystnych skutków. Instrument ten jest nastawiony na ograniczenie napływu kapitału krótkookresowego, dlatego że inwestor jest zmuszony utrzymywać pewną część swojego kapitału w formie nieoprocentowanego depozytu w banku centralnym przez pewien okres, który nie zależy zazwyczaj od czasu trwania inwestycji. Im krótszy jest planowany okres inwestycji, tym poważniejszym kosztem dla inwestora są utracone odsetki. Ograniczenia napływu kapitału są więc pomyślane tak, by zapobiec akumulacji krótkoterminowych zobowiązań. Trzeba jednak wyraźnie zaznaczyć, że takie metody izolowania kraju od destabilizujących skutków przepływu kapitałów, podobnie jak regulacje w zakresie odpływu kapitału, nie są rozwiązaniem idealnym. Podkreśla się, że mogą być stosowane pomocniczo, tj. na czas przeprowadzenia gruntownej reformy systemu finansowego, jego wzmocnienia od wewnątrz poprzez zachęcenie banków do stosowania lepszych technik zarządzania ryzykiem oraz zbudowania sprawnego nadzoru nad tym systemem (Eichengreen, 1999).

Skuteczność tego typu kontroli napływu kapitału zależy przede wszystkim od zakresu transakcji kapitałowych, których ona dotyczy. Im większy jest ten zakres, im mniej wyjątków, tym mniej możliwości obejścia takich ograniczeń mają inwestorzy, co sprawia, że regulacje te są skuteczne (Rogoff, 1999; Edwards, 1999b). Przyjęcie takiego rozwiązania oznacza jednak, że opodatkowane zostaną także pewne formy napływu kapitału długoterminowego¹⁵, co może zniechęcać do inwestycji w kraju stosującym takie ograniczenia (Rybiński, 2000), tym bardziej że - jak wynika z badań empirycznych - niewielkie podatki są nieskuteczne (Islam, 2000). Jeśli przyjąć, że kontrola napływu faktycznie pozwala na redukcję strumienia kapitału krótkoterminowego, to władze, nie czując presji ze strony międzynarodowych rynków finansowych, mogą bagatelizować ułomności sektora finansowego i opóźniać przeprowadzenie reform, o których wspomniano. Kolejnym, niezwykle ważnym kosztem, nieuniknionym przy wprowadzaniu podatku od napływu kapitału, jest zwiększenie się kosztu pozyskania kapitału, zwłaszcza przez małe i średnie przedsiębiorstwa, które nie są w stanie pożyczać na długi okres emitując obligacje na między-

narodowych rynkach finansowych, lecz muszą się ograniczać do źródeł krajowych (De Gregorio, Edwards i Valdes, 2000; Pruski, 1999). Po stronie kosztów, które pociągają za sobą ograniczenia napływu kapitału, trzeba także wymienić konieczność finansowego zaangażowania państwa we wprowadzenie przyjętych regulacji administracyjnych (Rybiński, 2000), a potem w udoskonalanie systemu poprzez jego uszczelnianie.

Spośród krajów, które zastosowały kontrolę napływu kapitału opartą na nieoprocentowanych depozytach obowiązkowych, najczęściej wymienia się Chile. Warto więc pokrótce przyrzeć się doświadczeniom tego kraju pod względem skuteczności zastosowanych instrumentów. Wprowadzając w czerwcu 1991 r. obowiązek utrzymywania części (20%) napływającego do Chile kapitału na nie oprocentowanym rachunku w banku centralnym, władze dążyły do zmniejszenia napływu kapitału krótkoterminowego, ograniczenia realnej aprecjacji peso i zwiększenia autonomii prowadzonej polityki pieniężnej. W początkowym okresie przyjęte regulacje okazały się nieskuteczne - inwestorzy znaleźli różne metody omijania chilijskich ograniczeń (pod płaszczykiem transakcji zwolnionych od podatku, np. kredytów handlowych lub pożyczek uzupełniających inwestycje bezpośrednio, przeprowadzano transakcje, w przypadku których formalnie trzeba było zdeponować część środków w banku centralnym). Konieczne stało się ich rozciągnięcie na praktycznie wszystkie transakcje kapitałowe, podniesienie wielkości depozytu do 30% wartości transakcji oraz zastosowanie przy napływie krótkookresowym tego samego, co w przypadku transakcji długoterminowych, okresu utrzymywania depozytu (tj. jeden rok; wcześniej był to okres inwestycji).

Jakie efekty przyniosła kontrola napływu kapitału? Okazało się, że udział krótkoterminowych zobowiązań Chile w łącznej wartości długu obniżył się z poziomu 25% do 10%, ale dopiero po wspomnianym zaostrzeniu regulacji w 1995 r. (Pruski, 1999). Jednocześnie udział kapitału krótkoterminowego w całkowitym napływie kapitału, który w latach poprzedzających wprowadzenie nieoprocentowanych depozytów obowiązkowych sięgał ponad 90% spadł po zaostrzeniu kontroli do poziomu kilku procent (Edwards, 1999b). Ten napawający optymizmem wynik staje się nieco mniej zachwycający, jeśli weźmie się pod uwagę dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych, z których wynika, że udział krótkoterminowych kredytów bankowych w całości pożyczek¹⁶ wynosił w Chile na koniec 1997 r. około 50% i nie odbiegał od wyników osiąganych przez kraje nie stosujące takich regulacji (Meksyk, Argentyna). Trzeba jednak przyznać, że Chile udało się zmniejsz-

¹⁴ Odnośnie do zakazów i licencji dotyczących napływu kapitału można wyciągnąć podobne wnioski, jak w odniesieniu do zakazów i licencji dotyczących odpływu kapitału, o czym była mowa wyżej.

¹⁵ Dobitnie świadczy o tym przypadek Chile. W kraju tym trzeba było zastrzyć regulacje i objąć podatkiem praktycznie wszystkie transakcje kapitałowe (Eichengreen, 1999).

¹⁶ W obliczeniach tego wskaźnika bierze się pod uwagę faktyczną, a nie zakontraktowaną wymagalność zobowiązań. Jeśli zatem pożyczki udzielono na dwa lata, to po roku stanie się ona zobowiązaniem krótkoterminowym, ponieważ stanie się faktycznie wymagalna za rok (Edwards, 1999b).

żyć ten wskaźnik o około 10 pkt. proc. w okresie od 1996 do 1998 r. (Edwards, 1999b). Gdy chodzi o realizację pozostałych dwóch celów, to kontrola napływu kapitałów nie zmniejszyła presji na realną aprecjację peso, ale pozwoliła na zwiększenie w krótkim okresie autonomii polityki pieniężnej (Edwards, 1999b; Pruski, 1999).

Do niewątpliwie negatywnych efektów kontroli napływu kapitału należy zaliczyć wzrost kosztów kredytu dla małych i średnich przedsiębiorstw. Szacuje się, że ten koszt był dwa razy wyższy dla małych i średnich przedsiębiorstw niż dla dużych podmiotów, które mogły pożyczać za granicą (Edwards, 1999a; Pruski, 1999).

Zdania na temat skuteczności kontroli napływu kapitału są podzielone. Część ekonomistów uważa, że rozwiązanie typu chilijskiego jest trafne i godne aprobaty MFW, przy czym ta pozytywna ocena jest obwarowana zastrzeżeniami dotyczącymi: przejściowego charakteru tych instrumentów, zachowania maksymalnej przejrzystości regulacji, ich szerokiego zakresu (Eichengreen, 1999; Rogoff, 1999). Z kolei inni ekonomiści uważają, że szybki wzrost gospodarczy, spadek bezrobocia i redukcja inflacji w Chile nie były spowodowane kontrolą napływu kapitałów, lecz wynikały ze sprawnie funkcjonującego i dobrze nadzorowanego systemu bankowego oraz rozsądnej polityki makroekonomicznej (Edwards, 1999b).

Wnioski dla Polski

Opierając się na względnej skuteczności kontroli napływu kapitału nastawionej na ograniczanie strumienia kapitału krótkoterminowego, można zapytać o to, czy zastosowanie zbliżonych instrumentów w Polsce będzie rozwiązaniem skutecznym. Odpowiedź na to pytanie jest niezwykle ważna w kontekście wskazywanego przez zwolenników takiej kontroli niebezpieczeństwa narażenia kraju na nadmierny napływ kapitału krótkookresowego. W dłuższej perspektywie, kiedy krótkoterminowe zobowiązania ulegają nawarstwieniu, może on zakończyć się nagłym odpływem, rodząc niepożądane skutki w odniesieniu do kursu walutowego (znaczna deprecjacja lub konieczność przeprowadzenia dewaluacji w systemie kursu stałego), wypłacalności przedsiębiorstw i sektora finansowego (w razie słabego zarządzania ryzykiem), a następnie całej gospodarki (wzrost realnych stóp procentowych i ograniczenie aktywności gospodarczej). Ta argumentacja opiera się na założeniu, że inwestorzy zagraniczni nie zawsze postępują racjonalnie i mogą popełnić błąd w ocenie sytuacji gospodarczej w kraju, w którym ulokowali swoje aktywa. Czy zatem zastosowanie kontroli napływu kapitałów ukierunkowanej na zmniejszenie rozmiarów napływu kapitału krótkoterminowego będzie dla Polski rozwiązaniem skutecznym?

Poszukując odpowiedzi, należy w pierwszej kolejności przeanalizować fakty. Z danych statystycznych opisujących międzynarodową pozycję inwestycyjną Polski, która jest różnicą między aktywami zagranicznymi a pasywami zagranicznymi, wynika, że Polska staje się coraz większym dłużnikiem. Między rokiem 1994 a 2001 owa różnica prawie się podwoiła i z poziomu około 30 mld dolarów powiększyła się do niespełna 59 mld dolarów (por. wykres)¹⁷. Największy przyrost ujemnych aktywów (około 37%) nastąpił w 1998 r., kiedy polskie banki wycofały posiadane przez siebie lokaty w bankach zagranicznych (około 2,3 mld dolarów) i pozyskane środki zamieniły na złote, kierując się wyższą rentownością aktywów krajowych niż zagranicznych (*Raport Roczny 1998*). Sam fakt zadłużania się kraju za granicą nie powinien zaskakiwać. Jest on raczej spójny z koniecznością przynajmniej częściowego finansowania inwestycji za pomocą środków zagranicznych¹⁸.

Druga istotna obserwacja dotyczy kształtowania się krótkookresowego zadłużenia za granicą w relacji do oficjalnych aktywów rezerwowych¹⁹. Znacząca zmiana w tym względzie nastąpiła w 1999 r., kiedy ten stosunek zwiększył się z niespełna 46% do poziomu znacznie przekraczającego 57% (wykres). Powodem tej zmiany był dalszy napływ kapitału krótkoterminowego do Polski (wynoszący ponad 2 mld dolarów), przy jednoczesnym obniżeniu się stanu oficjalnych aktywów rezerwowych o około 1 mld dolarów, podczas gdy w 1998 r. aktywa te zwiększyły się o około 6,8 mld dolarów. Niewątpliwie do czynników, które stały za wzrostem relacji zobowiązań krótkoterminowych do aktywów rezerwowych, należy zaliczyć liberalizację prawa dewizowego²⁰, wysoką realną stopę procentową w kraju oraz działania ukierunkowane na upłynnienie kursu walutowego²¹. Wydaje się jednak, że taki wzrost krótkoterminowych zobowiązań był zjawiskiem jednorazowym – przedsiębiorstwa i banki dążyły do dopasowania struktury aktywów i pasywów do nowych warunków, NBP dopasował zaś politykę kursową do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Potwierdzają to dane

¹⁷ Zestawiając dane dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w 2001 r. oraz bilansu płatniczego za pierwsze dwa kwartały 2002 r., można szacować, że w pierwszej połowie 2002 r. różnica ta nieznacznie się powiększyła (o około 3 mld dolarów).

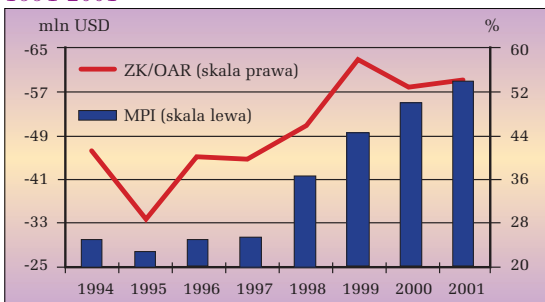
¹⁸ Była o tym mowa wyżej.

¹⁹ Do zadłużenia krótkookresowego wliczone zostały udziałowe papiery wartościowe (wchodzące w skład inwestycji portfelowych). Gdyby pominąć tę pozycję, a więc liczyć zadłużenie zagraniczne zgodnie z wymaganiami MFW, OECD, BIS oraz Banku Światowego, relacja zadłużenia krótkookresowego do oficjalnych aktywów rezerwowych kształtowałaby się na poziomie nie przekraczającym 30% przed 1999 r., nieco ponad 40% w 1999 r. i poniżej 40% w dwóch kolejnych latach oraz pierwszej połowie 2002 r. Ujęcie papierów udziałowych w ramach zobowiązań krótkookresowych daje jednak pełniejszy obraz skali zagrożenia nagłym odpływem kapitału (Rybiński, 2000).

²⁰ Stosowną ustawę uchwalono 18 grudnia 1998 r. (Dz.U. nr 168, poz. 1063).

²¹ Zwłaszcza rozszerzenie pasma dopuszczalnych wahań kursowych (do +/-15%) oraz wycofanie się NBP z interwencji na rynku walutowym (czego szczególnym przejawem była likwidacja instytucji tzw. fixingu transakcyjnego).

Wykres Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI) oraz stosunek zobowiązań krótkoterminowych do oficjalnych aktywów rezerwowych (ZK/OAR) w Polsce w latach 1994-2001



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

dla dalszych lat. Wynika z nich, że stosunek krótkoterminowego zadłużenia do oficjalnych aktywów rezerwowych nie uległ dalszemu zwiększeniu²².

Analizując zagrożenia związane z napływem kapitału krótkoterminowego warto także zwrócić uwagę na fakt, że udział zobowiązań krótkoterminowych w całkowitych pasywach utrzymuje się na poziomie około 15%. Jest to spójne ze stosunkowo wysokim udziałem kapitałów długoterminowych (inwestycji bezpośrednich oraz kredytów o terminie zapadalności powyżej 1 roku) w napływie (brutto) kapitału – w latach 1998-2001 średni udział osiągnął prawie 80%²³.

Te trzy ważne obserwacje prowadzą do wniosku, że napływ kapitału krótkoterminowego nie jest w Polsce aż tak poważnym problemem, jak mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka, a na pewno nie tak palącym jak w Chile (gdzie strumień kapitału krótkoterminowego stanowił 90% łącznego napływu). Zakładając, że w Polsce udałoby się również zmienić strukturę napływu kapitału, która i bez takich zmian uznawana jest za bezpieczną, wypada zauważyć, że korzyści z tego tytułu byłyby mizerne w porównaniu z kosztami, które trzeba by ponieść. Nie można bowiem bagatelizować oddziaływania tego typu kontroli na koszt pozyskania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Skoro te podmioty, jak się przyjmuje, mają stanowić fundament wzrostu gospodarczego w Polsce, to podnoszenie kosztu zdobycia przez nie kapitału wydaje się złym pomysłem.

Podsumowanie

Rozważania poświęcone celowości i skuteczności kontroli przepływu kapitałów prowadzą do wniosku, że

²² W 2000 r. wynosił około 52%, rok później zwiększył się zaś nieco do około 54%. Warto nadmienić, że spadek tej relacji nie wynikał z szybkiego przyrostu oficjalnych aktywów rezerwowych, gdyż ich stan na koniec 2000 r. był bardzo zbliżony do poziomu z końca 1999 r., w 2001 r. zwiększył się zaś o około 1 mld dolarów.

²³ Udział ten byłby jeszcze wyższy gdyby doliczyć długoterminowe papiery dłużne.

przyjęcie regulacji ograniczających przepływy kapitałowe w Polsce ani nie jest zasadne, ani nie będzie skuteczne. Za niecelowością wprowadzania ograniczeń przepływu kapitałów przemawiają cztery argumenty. Pierwszy opiera się na konieczności pozyskiwania środków, które mogłyby posłużyć do finansowania inwestycji krajowych potrzebnych do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Wprowadzenie instrumentów ograniczających przepływy kapitałowe mogłoby negatywnie oddziaływać na poziom oszczędności zagranicznych lokowanych w aktywach krajowych. Drugi argument dotyczy roli, jaką miałyby odgrywać ograniczenia przepływu kapitałów. Jak się wydaje, chodzi o umożliwienie kontroli kursu walutowego, a więc *de facto* o zmianę reżimu kursowego. Tymczasem z badań empirycznych jasno wynika, że kontrola przepływów kapitałowych nie prowadzi do zmniejszenia presji aprecjacyjnej. Trzeci argument wiąże się z procesem integracji Polski z UE. Proces ten wymaga raczej znoszenia barier, m.in. w przepływie kapitałów, a nie ustanawiania nowych. Ponadto dążenie Polski do członkostwa w unii walutowej wymaga utrzymania kursu walutowego w paśmie +/-15% od kursu paritetowego, który ma być wyznaczony w przyszłości. W ustaleniu właściwego poziomu tego kursu ogromnie pomogłyby długie szeregi czasowe opisujące wahania kursowe w warunkach swobodnego przepływu kapitałów, gdyż z tym będzie się wiązało członkostwo Polski w UE, a potem także w unii walutowej. Ostatni argument odnosi się do reformy finansów publicznych, której z pewnością nie sprzyja wprowadzanie ograniczeń w przepływie kapitałów oraz rozmontowanie reguł rządzących polityką monetarną.

Przeprowadzona analiza instrumentów nakierowanych na kontrolę przepływu kapitałów prowadzi do wniosku, że zastosowanie tych instrumentów w Polsce wiązałoby się z ujemnym bilansem korzyści i kosztów. Być może udałoby się zmniejszyć zaangażowanie kapitału krótkoterminowego w Polsce, ale za cenę podniesienia kosztu pozyskania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Tymczasem to zaangażowanie nie jest aż tak niebezpieczne, jak by się mogło wydawać *prima facie*, a małe i średnie przedsiębiorstwa mają być nośnikami wzrostu gospodarczego. Mając na uwadze efekty uboczne instrumentów służących kontroli przepływu kapitału, uznano je za nieskuteczne.

Jaką zatem strategię należałoby przyjąć w najbliższych latach odnośnie do przepływu kapitałów? Wydaje się, że krokiem we właściwym kierunku będzie dalsza liberalizacja przepływów kapitałowych. Jak uniknąć niebezpieczeństw, które niesie ze sobą zwiększony przepływ kapitałów? Jedyną rozsądną drogą w tym względzie wydaje się prowadzenie wyważonej i przewidywalnej polityki makroekonomicznej oraz wzmacnianie nadzoru nad sektorem finansowym. Tych posunięć nie da się zastąpić czymś innym. Dobra polityka

będzie ponadto ważnym argumentem w ewentualnych negocjacjach z MFW w sprawie uruchomienia linii kredytowej, która miałaby pomóc w obronie gospodarki przed negatywnymi następstwami gwałtownego odpływu kapitałów.

Szczególne zagrożenia może stwarzać obowiązek utrzymywania kursu w paśmie +/-15% od kursu paritetowego, a więc przyjęcie Europejskiego Mechanizmu Kursowego 2 (ERM2). Przejście do nowego reżimu kursowego może sprawić, że Polska stanie się szczególnie interesująca dla kapitału krótkoterminowego, upatrującego szansy na nadzwyczajne zyski w przypadku wymuszenia dewaluacji złotego. Otwarcie na przepływ kapitału, do czego będzie Polskę zobowiązywać członkostwo w UE, przy jednoczesnym przejściu od kursu płynnego do pasma kursowego, będzie niewątpliwie okolicznością sprzyjającą krótkoterminowemu przepływowi kapitałów. Żeby uniknąć związanych z tym niebezpieczeństw, można już dzisiaj rozważyć strategię przystąpienia do strefy euro obejmującą trzy etapy. Pierwszy, poprzedzający przystąpienie Polski do UE,

polegałby na liberalizowaniu obrotów kapitałowych i zachowaniu płynnego kursu walutowego. Po wejściu do UE (albo tuż przed) rozpocząłby się etap drugi, w którym nastąpiłoby jednostronne przejście na euro, tj. zastąpienie złotego walutą UE²⁴. Taki system „utwardzonego” kursu walutowego (ang. *“hard” peg*) eliminowałby niebezpieczeństwo nadmiernego napływu kapitału krótkoterminowego, gdyż uczestnicy międzynarodowych rynków finansowych nie mogliby liczyć na osiągnięcie nadzwyczajnych zysków w grze na zmianę kursu walutowego. Warunkiem przystąpienia do tego etapu byłoby wyznaczenie kursu paritetowego. W trzecim etapie Polska przystąpiłaby do unii walutowej nie mając właściwie żadnych problemów ze spełnieniem kryterium, które dotyczy utrzymywania kursu walutowego bez poważniejszych napięć w wyznaczonym paśmie.

²⁴ Z propozycją jednostronnego wprowadzenia euro wystąpili Bratkowski i Rostowski (1999). Szerszą dyskusję na ten temat zawierają „Zeszyty BRE Bank – Case” (1999).

Bibliografia

1. C. Arteta, B. Eichengreen, C. Wyplosz (2001): *When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts*. “NBER Working Paper” nr 8414 (August).
2. A.S. Bratkowski, J. Rostowski (1999): *Zlikwidować złotego*. „Rzeczpospolita” z 6-7 marca.
3. J. De Gregorio, S. Edwards, R.O. Valdes (2000): *Controls on Capital Inflows: Do they Work?* “NBER Working Paper” nr 7645 (April).
4. R. Dornbusch (1998): *Capital Controls: An Idea Whose Time Is Past?* “Essays in International Finance” nr 207 (May), Princeton University, Princeton.
5. S. Edwards (1999a): *The Mirage of Capital Controls*. <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/>
6. S. Edwards (1999b): *How Effective are Capital Controls?* “Journal of Economic Perspectives”, t. 13, nr 4 (Fall).
7. S. Edwards (2001): *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Markets Different?* “NBER Working Paper” nr 8076 (January).
8. B. Eichengreen (1999): *Toward A New International Financial Architecture*. Washington D.C. Institute for International Economics.
9. E. Fernandez-Arias, P. Montiel (1996): *The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview*. “The World Bank Economic Review”, t. 10, nr 1.
10. S. Fischer (1998): *Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF*. “Essays in International Finance”, nr 207 (May), Princeton University, Princeton.
11. S. Fischer (2001): *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* “Journal of Economic Perspectives”, t. 15, nr 2.
12. S. Gomułka (2001): *Recepta na wzrost*. „Rzeczpospolita”, 21 grudnia.
13. R.E. Hall, J.B. Taylor (2000): *Makroekonomia*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN.
14. R. Islam (2000): *Should Capital Flows Be Regulated. A Look at the Issues and Policies*. “Policy Research Working Paper” nr 2293 (March).
15. M. Klein, G. Olivei (1999): *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*. “NBER Working Paper” nr 7384 (October).
16. P. Krugman (2001): *Wracają problemy kryzysu walutowego*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN.
17. P. Montiel, C. Reinhart (1999): *Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s*. “Journal of International Money and Finance”, t. 18 nr 2 (August).

18. J. Pruski (1999): *Skuteczność kontroli rachunku obrotów kapitałowych bilansu płatniczego w Chile (1990 – 1998)*. „Bank i Kredyt” nr 7-8 (lipiec-sierpień).
19. *Raport o inflacji w 2001 r.* Warszawa Narodowy Bank Polski.
20. *Raport Roczny 1998*. Warszawa Narodowy Bank Polski.
21. D. Rodrick (1998): *Who Needs Capital-Account Convertibility?* “Essays in International Finance” nr 207 (May), Princeton University, Princeton.
22. K. Rogoff (1999): *International Institutions for Reducing Global Financial Instability*. “Journal of Economic Perspectives”, t. 13, nr 4 (Fall).
23. D. Romer (1996): *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill, New York; wyd. pol. *Makroekonomia dla zaawansowanych* (tłum. A. Szeworski). Warszawa 2000 Wydawnictwo Naukowe PWN.
24. K. Rybiński (2000): *Możliwość i celowość regulacji przepływu kapitałów krótkoterminowych w Polsce*. „Gospodarka Narodowa” nr 4.
25. J. Williamson (1992): *International capital flows*. W: P. Newman, M. Milgate, J. Eattwell (red.): *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. London – New York – Stockton Macmillan, t. 1, s. 450-453.
26. J. Williamson (2000): *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*. Washington D.C. Institute for International Economics.
27. J. Williamson, M. Mahar (1998): *A Survey of Financial Liberalization*. “Essays in International Finance” nr 211 (November), Princeton University, Princeton.
28. *World Economic Outlook* (2001). International Monetary Fund, Washington D.C. (October).
29. „Zeszyty BRE Bank – Case” nr 44/1999.