

# Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia

## Capital Account Liberalization – Benefits and Costs

*Małgorzata Janicka\**

pierwsza wersja: 2 listopada 2007 r., ostateczna wersja: 11 lutego 2008 r., akceptacja: 26 lutego 2008 r.

### Streszczenie

Jednym z najistotniejszych elementów globalizacji rynków finansowych jest liberalizacja przepływów kapitałowych. Włączanie się kraju w struktury międzynarodowego rynku finansowego niesie korzyści, ale także zagrożenia. Znosząc ograniczenia w stosunku do przepływów kapitałowych, kraje oczekują przede wszystkim zdynamizowania rozwoju gospodarczego zarówno w wymiarze ilościowym (postrzeganym poprzez pryzmat wzrostu gospodarczego), jak i jakościowym (wzrost poziomu konkurencji na rynku). Likwidacja ograniczeń oznacza jednak pojawienie się również zagrożeń, z których najistotniejsze to możliwość zachwiania stabilności finansowej kraju. Celem artykułu jest przedstawienie kosztów i korzyści, które mogą stać się udziałem kraju dokonującego liberalizacji przepływów kapitałowych.

**Słowa kluczowe:** globalizacja, rynki finansowe, liberalizacja przepływów kapitałowych

### Abstract

One of the most important elements of financial markets' globalization is capital account liberalization. Joining the international financial markets can bring both benefits and costs to the given country. Having removed obstacles to the free flow of capital countries expect a more dynamic economic development in quantitative (owing to economic growth) and qualitative (a more competitive environment) aspects. Eliminating the remaining barriers leads, however, to the possibility of some distortions in the economy coming out, the loss of financial stability being the most important. The main aim of the paper is the presentation of benefits and costs which may appear in the country introducing capital account liberalization.

**Keywords:** globalization, financial markets, capital account liberalization

**JEL:** F21, F32, F43, G15

\* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, e-mail: mjanicka@uni.lodz.pl

## 1. Wstęp

Koniec lat 90. przyniósł ożywioną dyskusję dotyczącą zasadności dokonywania pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych. Rewizji została poddana doktryna szybkiej likwidacji istniejących barier, stanowiąca jeden z fundamentów tzw. drugiej fali globalizacji rynków finansowych. Bezpośrednią przyczyną jej weryfikacji była seria kryzysów walutowych, która przetoczyła się przez gospodarkę światową w latach 1997–1998. Tym samym poddany został dyskusji uniwersalny, wydawało się, wniosek płynący z teorii neoklasycznej, zgodnie z którym kraj znoszący ograniczenia w przepływie środków finansowych zawsze odnosi korzyści z tego tytułu. Okazało się, że liberalizacja przepływów kapitałowych może przynieść nie tylko korzyści, ale i zagrożenia, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się.

Celem artykułu jest przedstawienie potencjalnych korzyści i zagrożeń, które mogą stać się udziałem kraju dokonującego liberalizacji przepływów kapitałowych. W drugiej części artykułu zostały przedstawione wybrane (ze względu na ich dużą liczbę) wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu liberalizacji przepływów kapitałowych na wzrost gospodarczy kraju dokonującego takiej liberalizacji. Zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego uznawane jest za główną korzyść z liberalizacji, stąd temu zagadnieniu poświęcono dużo uwagi. Trzecia część opracowania zawiera charakterystykę korzyści „częstkowych” mogących stać się następstwem liberalizacji, kolejna zaś prezentuje zagrożenia wiążące się ze znoszeniem ograniczeń nałożonych na przepływy kapitałowe w danym kraju. W ostatniej części artykułu podjęto polemikę z często pojawiającym się twierdzeniem, że najistotniejszym kosztem liberalizacji przepływów kapitałowych jest możliwość wybuchu kryzysu walutowego. Całość zamknięto podsumowaniem.

## 2. Liberalizacja przepływu kapitału a wzrost gospodarczy

Swoboda przepływu kapitału między krajami oznacza możliwość nieskrępowanego dokonywania przez podmioty z tych krajów płatności zagranicznych z wszelkich tytułów, wynikających zarówno z transakcji przeprowadzanych w ramach obrotów bieżących, jak i kapitałowych (Oręziak 1999, s. 43). Zgodnie z powszechnie stosowaną nomenklaturą Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) ogół przepływów kapitałowych notowanych w bilansie płatniczym klasyfikowany jest na rachunku obrotów bieżących (*current account*) oraz na rachunku obrotów finansowych i kapitałowych (*capital and financial account*). Liberalizacja przepływu kapitału w ramach obrotów bieżących została już w gospodarce światowej dokonana i ta kwestia nie podlega

dalszym rozważaniom. Proces znoszenia ograniczeń w zakresie obrotów kapitałowych nie został jeszcze zakończony, choć jest znacznie zaawansowany. W tym miejscu konieczne jest wyjaśnienie dotyczące przyjętego w artykule nazewnictwa. Jak wskazano, zgodnie z klasyfikacją MFW oprócz obrotów bieżących wyróżnia się obroty finansowe i kapitałowe. Do transakcji klasyfikowanych jako kapitałowe zaliczane są transfery kapitałowe (w tym m.in. rządowe oraz związane z migracją osób) czy transakcje dotyczące aktywów niefinansowych bądź nieprodukcyjnych (np. zakup marek, patentów, umowy dzierżawy ziemi). Na rachunku obrotów finansowych notowane są natomiast transakcje w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji pośrednich (portfelowych), innych inwestycji (m.in. kredyty, pożyczki, depozyty) i aktywów rezerwowych (tj. złoto monetarne, SDR, aktywa zagraniczne). Taka klasyfikacja została wprowadzona przez MFW w 1993 r. (IMF 1993). Wcześniej transakcje określane obecnie jako „finansowe” nazywane były „kapitałowymi”. Mimo tej zmiany nadal funkcjonuje powszechnie określenie „obroty kapitałowe”. Oznacza to, że praktycznie w całej literaturze ekonomicznej poświęconej problematyce przepływów kapitałowych używane jest nieprawidłowe nazewnictwo. Problem ten dostrzega MFW, który obecnie pracuje nad nowelizacją (szóstą edycją) „Balance of Payments Manual”<sup>1</sup>, zachowując jednak wprowadzoną w piątej edycji klasyfikację obrotów finansowych i kapitałowych. Niniejszy artykuł dotyczy kwestii liberalizacji obrotów finansowych. Aby jednak stosowana w nim terminologia była zbieżna z powszechnie stosowaną, w artykule będzie konsekwentnie używany termin „obroty kapitałowe”. W innym przypadku poważnie utrudniona byłaby prezentacja wyników badań, których autorzy używają pojęcia „obroty kapitałowe”, mając faktycznie na myśli „obroty finansowe”. Gwoli ścisłości trzeba jeszcze dodać, że liberalizacja obrotów kapitałowych obejmuje wyłącznie transakcje w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji pośrednich i pozostałych inwestycji, nie dotyczy zaś transferów rezerw międzynarodowych. Z punktu widzenia liberalizacji przepływów kapitałowych istotny jest podział inwestycji ze względu na czas zaangażowania środków finansowych na danym rynku. Najogólniej rzecz ujmując, inwestycje do 1 roku uważane są za krótkoterminowe, a inwestycje powyżej 1 roku – za długoterminowe. Inwestycje bezpośrednie, ze względu na swój charakter, postrzegane są wyłącznie jako inwestycje długoterminowe. Inwestycje portfelowe mogą mieć charakter zarówno krótko-, jak i długoterminowy. Przeprowadzenie wyraźnej granicy między nimi niekiedy może być jednak trudne (np. zakup obligacji 10-letnich przez inwestora, który odsprzedaje je innemu podmiotowi przed upływem roku – choć instrument finansowy ma charakter długoterminowy, samą inwestycję trzeba uznać za krótkoterminową). Podobnie wygląda sytuacja z innymi inwestycjami – kredyty także mogą mieć

<sup>1</sup> Szerzej na ten temat: IMF (2007).

charakter krótko- lub długoterminowy. Jak widać z powyższej krótkiej charakterystyki, w ramach obrotów kapitałowych mieści się ogromna różnorodność transakcji, które mogą wywierać różny wpływ na gospodarki krajów kapitałodawców i kapitałobiorców.

Szukając uzasadnienia liberalizacji przepływów kapitałowych na gruncie teoretycznym, badacze odwołują się przede wszystkim do teorii neoklasycznej. Istotną trudność z interpretacją płynących z niej wniosków wynika m.in. stąd, że kapitał traktowany tu jako czynnik produkcji postrzegany jest jako zasób homogeniczny. Oznacza to, że przepływ kapitału widziany jest przez pryzmat zwiększenia potencjału inwestycyjnego kraju, do którego napływa, bez uwzględnienia innych możliwości (np. napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego). Teoria neoklasyczna opiera się na założeniu istotnie utrudniającym praktyczne wykorzystanie płynących z niej wniosków. Ma ona charakter statyczny, rozważane są tylko dwa kraje znacznie różniące się wyposażeniem w kapitał, co powoduje istotną różnicę w jego cenie, nie oddziałują inne czynniki zewnętrzne, istnieje doskonała konkurencja i pełne wykorzystanie czynników produkcji. W teorii neoklasycznej rynki są efektywne i nie występuje zjawisko asymetrii informacji. Zniesienie ograniczeń w przepływach kapitału między krajami powoduje przepływ środków finansowych, zmianę zasobów kapitału w krajach i wyrównanie się cen kapitału bądź zmniejszenie zróżnicowania tych cen (wzrost ceny w kraju nadwyżkowym, spadek ceny w kraju deficytowym). Zgodnie z teorią neoklasyczną uwolnienie przepływu środków finansowych oznacza korzyści dla krajów dokonujących liberalizacji i dla całej gospodarki światowej (szerzej: Misala 2005; Molle 2000; Czarczyńska, Śledziwska 2003).

W skali gospodarki światowej, jeśli przyjąć, że stanowi ona układ krajów powiązanych wzajemnymi zależnościami, liberalizacja przepływu kapitału powinna się przyczynić do lepszej alokacji kapitału, wzrostu dobrobytu i eliminacji nieefektywnych elementów systemu. Według teorii neoklasycznej również częściowa liberalizacja przepływów kapitałowych powoduje wzrost dobrobytu netto w skali światowej. Z punktu widzenia gospodarki światowej każde pogłębienie liberalizacji jest korzystne i pożądane, a ewentualne zaburzenia funkcjonowania gospodarek części krajów mogą być uznane za działanie „oczyszczające” system z niesprawnych elementów.

Modele oparte na teorii neoklasycznej wskazują, że na liberalizacji obrotów kapitałowych zyskują zarówno kraje bardziej, jak i mniej zasobne w kapitał. Również w nich następuje wzrost dobrobytu netto, czyli liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do ich wzrostu gospodarczego<sup>2</sup>. Pozytywny wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy uznawany jest za główny ar-

gument na rzecz liberalizacji oraz największą korzyść z liberalizacji. Od wielu lat ekonomiści próbują empirycznie zweryfikować jego zasadność, jednak uzyskiwane przez nich rezultaty nie pozwalają na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. Jak zauważają B. Eichengreen i D. Leblang (2002, Abstract), „Przelano dużo atramentu badając związki między liberalizacją obrotów kapitałowych i wzrostem [gospodarczym]”, a dyskusja nadal pozostaje nierozstrzygnięta. Badania analizujące wpływ liberalizacji przepływu kapitału na wzrost gospodarczy były i są prowadzone w wielu ośrodkach naukowych, stąd nie jest możliwe przytoczenie na łamach niniejszego artykułu rezultatów nie tylko wszystkich, ale nawet większości z nich. W związku z powyższym w artykule przytoczono wnioski z badań prowadzonych przez ekonomistów we współpracy bądź pod egidą znanych i uznanych instytucji lub organizacji, tj.: National Bureau of Economic Research (NBER), International Monetary Fund (IMF) czy European Central Bank (ECB). Badania te można uznać za reprezentatywne ze względu na fakt, że ich autorzy są jednocześnie pracownikami naukowymi różnych ośrodków akademickich, w ramach których prowadzą niezależne prace badawcze.

Porównanie wyników dokonanych badań jest bardzo trudne, ponieważ:

1) badania obejmują różne grupy krajów, zarówno ze względu na liczbę badanych krajów (mniej lub więcej), jak i ze względu na poziom ich rozwoju (rozwinięte i rozwijające się);

2) badania dotyczą różnych okresów (wynika to głównie, jak wskazują sami autorzy, z dostępności danych);

3) nie ma uniwersalnego wskaźnika „otwarcia” kraju na przepływy kapitałowe; badacze wykorzystują w związku z tym różne wskaźniki (por. Janicka 2007);

4) w badaniach uwzględniane są różne zmienne – nie tylko wzrost PKB, ale np. spadek śmiertelności niemowląt czy jakość instytucji finansowych;

5) badania dotyczą różnych kategorii przepływów kapitałowych – część bada szeroko rozumiane przepływy kapitałowe, część np. bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) czy zagraniczne inwestycje portfelowe.

W tej sytuacji wskazanie, wyniki których badań są wiarygodne, jest co najmniej utrudnione, jeśli w ogóle możliwe. Prezentacja wyników badań siłą rzeczy przyjmuje postać opisowego zestawienia, które wskazuje, jaki układ „elementów” z powyżej listy został wybrany przez poszczególnych autorów i jakie w związku z powyższym uzyskali rezultaty. Co ważne, nie sposób dokonać najprostszego podziału dychotomicznego na badania potwierdzające istnienie badanej zależności, bądź jej nie znajdujące. Wynika to z faktu, że np. część badaczy znajduje związek w przypadku krajów rozwiniętych, a nie znajduje w przypadku krajów rozwijających się, bądź potwierdza jego istnienie w krajach rozwijających się, ale tylko wówczas, gdy spełnione są dodatkowe warunki (np. jakość systemu finansowego jest wysoka).

<sup>2</sup> Pojęcie „wzrost dobrobytu” jest znacznie szersze od pojęcia „wzrost gospodarczy”. Dobrobyt jest zwykle szacowany z punktu widzenia jednostki i niekoniecznie jest równoznaczny ze wzrostem zamożności tej jednostki. Ponieważ trudno wymiernie zdefiniować wzrost subiektywnego zadowolenia jednostki, przyjęto, że w związku z powszechnie występującym wzrostem zadowolenia wiążącym się ze zwiększeniem zamożności, wzrost gospodarczy można uznać za niedoskonały miernik wzrostu dobrobytu.

Poniżej zostaną zaprezentowane rezultaty wybranych badań wraz z krótką charakterystyką przyjętych założeń i badanych parametrów.

Trudno dokonać obiektywnego przeglądu istniejących prac poświęconych badaniu wpływu liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy dokonywanego kraju. Nie sposób bowiem wyodrębnić kryteriów, które mogłyby ów obiektywizm zagwarantować. Gdyby kierować się liczbą odniesień do danej pracy (tzw. wskaźnikiem cytowań) niewątpliwie na jednym z pierwszych, jeśli nie na pierwszym miejscu, należałoby umieścić pracę D. Rodrika (1998), która przytaczana jest w zdecydowanej większości opracowań dotyczących tego tematu. D. Rodrik przebadał próbę 100 krajów rozwiniętych i rozwijających się w latach 1975–1989 i nie znalazł potwierdzenia występowania badanej zależności. „Nie ma dowodu w danych, że kraje nie nakładające ograniczeń na przepływy kapitału rosną szybciej, inwestują więcej<sup>3</sup> i mają niższą inflację.” (Rodrik 1999, s. 8). Zdaniem Rodrika, o ile potencjalne zagrożenia związane z liberalizacją są niepodważalne (możliwość masowego wycofywania się inwestorów z danego rynku, zagrożenie wybuchem kryzysu walutowego), o tyle brak bezspornych dowodów na istnienie pozytywnego związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym. D. Rodrik zbadał kształtowanie się zależności między liberalizacją przepływów kapitałowych a trzema wskaźnikami odzwierciedlającymi stan gospodarki danego kraju – PKB *per capita*, udziałem inwestycji w PKB i inflacją. Każdy z tych wskaźników został wyznaczony jako średnia arytmetyczna badanych wielkości z lat 1975–1989. Wskaźnik liberalizacji przepływów kapitałowych został oznaczony jako proporcja liczby lat, podczas których w danym kraju nie było restrykcji w zakresie przepływów kapitałowych, do całego badanego okresu. W badaniu wykorzystano także zmienne kontrolne, tj. wartość początkową PKB *per capita*, wartość początkową wskaźnika edukacji średniej, wskaźnik jakości instytucji rządowych oraz zmienne regionalne dla Azji Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i Afryki Subsaharyjskiej. Zgodnie z komentarzem samego D. Rodrika wynik badania może być zniekształcony przez to, że istnieje istotny związek pomiędzy znoszeniem barier w zakresie przepływu kapitału a sytuacją gospodarczą krajów. Im lepsza jest ta sytuacja, tym bardziej skłonne są te kraje do otwierania się na przepływy kapitału. Tym samym bardziej otwarte stają się te kraje, które już w momencie rozpoczęcia znoszenia ograniczeń mają korzystne wskaźniki poddawane badaniu. Mamy więc do czynienia ze swoistym sprzężeniem zwrotnym – znoszenie barier może stymulować wzrost gospodarczy, ale i sam poziom wzrostu gospodarczego sprzyja znoszeniu tychże. Uzu-

pełniając zastrzeżenia Rodnika, warto też wspomnieć o niedoskonałości wykorzystanego w badaniach miernika otwartości kraju na przepływy kapitałowe. Jak wskazał sam autor, chodzi o lata, w których w kraju nie było restrykcji w zakresie przepływów kapitałowych (*the proportion of years for which the capital account was free of restrictions*), tj. okres 1975–1989, przy czym dane zostały zaczerpnięte z bazy danych MFW. Tymczasem w tym okresie MFW dostarczał dość nieprecyzyjnych danych na ten temat. Chodzi szczególnie o stopień dezagregacji transakcji notowanych na rachunku obrotów kapitałowych oraz fakt, że dane dotyczyły ograniczeń nakładanych na transakcje rezydentów, pomijając nie-rezydentów. Te niedogodności spowodowały reformę klasyfikacji MFW w 1995 r. Od 1996 r. ukazuje się ona w nowej formie, co skutkuje niemożnością porównywania wcześniejszych okresów. Oznacza to, że dane użyte w badaniu mogą nie odzwierciedlać faktycznej otwartości krajów. Warto ponadto zauważyć, że lata 1975–1989 z punktu widzenia liberalizacji przepływu kapitału są o tyle dyskusyjne, że w przypadku krajów rozwijających się *gros* działań liberalizacyjnych przypada na przełom lat 80. i 90. Połowę lat 70., będącą okresem przejściowym między systemem z Bretton Woods a systemem wielodewizowym, trudno uznać za dobry punkt wyjścia prowadzonych analiz. Trudno także uznać za korzystny wybór roku ich zakończenia – 1989. Nie został bowiem uwzględniony okres dużo istotniejszy z punktu widzenia celu badań, trwający od 1990 r. (kiedy wystąpiły kryzysy walutowe i szerzej – finansowe, wpływające na gospodarki doświadczających ich krajów). Trzeba także zauważyć, że D. Rodrik należy do przeciwników szybkiej i bezwarunkowej liberalizacji rachunku obrotów kapitałowych, czemu dawał i daje wyraz w licznych publikacjach (1999; 2004; 2006).

Podobnie jak D. Rodrik, także A. Kraay (1998) nie znalazł jednoznacznego potwierdzenia wpływu liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy. A. Kraay poddał weryfikacji dwie hipotezy, które w założeniu mają wyjaśniać niemożność empirycznego udowodnienia występowania takiej zależności. Według pierwszej hipotezy wszelkie korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych są niwelowane przez większą zmienność parametrów ekonomicznych gospodarki będącą następstwem liberalizacji (zmiany te działają w różnych kierunkach, stąd ostateczne skutki mogą niwelować pozytywny wpływ liberalizacji). Według drugiej hipotezy korzyści takie mogą wystąpić tylko w tych krajach, które prowadzą przejrzystą i wiarygodną politykę oraz mają stabilny i rozwinięty system instytucjonalny. Jak wskazuje Kraay, jednym z najistotniejszych problemów pojawiających się w badaniu jest brak dobrego miernika otwartości kraju na przepływy kapitałowe. Najczęściej wykorzystywany wskaźnik konstruowany jest na podstawie danych MFW jako zmienna 0/1 (0 – brak restrykcji, 1 – istnienie restrykcji) i w gruncie rzeczy

<sup>3</sup> Istnienie zależności między napływem kapitału a wzrostem inwestycji krajowych wykazali A. Mody i A.P. Murshid (2002). Zauważyli jednak, że wzrost integracji danego kraju ze światowym rynkiem finansowym powoduje osłabienie tej relacji, wywołane m.in. zmianą struktury napływających kapitałów i wzrostem wypływu kapitału.

wskazuje raczej na obecność barier, a nie mierzy ich intensywność. Jego główną zaletą jest to, że dane w układzie rocznym dostępne są dla dużej liczby krajów. Kolejny wskaźnik, który wykorzystał Kraay, został skonstruowany przez D. Quinna (także na podstawie danych MFW) i jest dużo dokładniejszy – mierzy natężenie kontroli w dziewięciostopniowej skali: 0; 0,5; 1; 1,5; 2; 2,5; 3; 3,5; 4 (gdzie 0 oznacza brak ograniczeń, a 4 – najwyższy stopień restrykcyjności) i rozróżnia ograniczenia stosowane wobec rezydentów i nierezydentów. Ma jednak istotną wadę – dotyczy tylko 65 krajów (21 rozwiniętych i 44 rozwijających się) w trzech wybranych latach – 1958, 1973 i 1988. Ostatni wskaźnik wykorzystany przez Kraay'a to wskaźnik ilościowy – suma napływających do danego kraju i wypływających z niego inwestycji bezpośrednich, portfelowych i innych inwestycji notowanych na rachunku obrotów finansowych w stosunku do PKB badanego kraju. Wykorzystując wskazane mierniki, Kraay przebadał 117 krajów w latach 1985–1997. Podobnie jak D. Rodrik, także Kraay zbadał wpływ liberalizacji przepływu kapitału na trzy główne zmienne – wzrost PKB *per capita*, udział inwestycji w PKB i inflację (zmienne kontrolne – PKB *per capita* wg PPP, wzrost populacji, wskaźnik średniej edukacji). Zgodnie z uzyskanymi przez niego rezultatami nie ma dowodów na to, że kraje bardziej otwarte na przepływy kapitałowe mają wyższą stopę wzrostu PKB i więcej inwestują. Nie ma także potwierdzenia zasadności pierwszej hipotezy, że zmienność przepływów kapitałowych (która mogłaby niwelować pozytywne efekty liberalizacji) jest większa w krajach o większej otwartości finansowej. Podobnie jest w przypadku drugiej hipotezy – także brakuje dowodów na istnienie zależności między skutkami liberalizacji a jakością systemu instytucjonalnego kraju, który takiej liberalizacji dokonuje. Jak zauważa Kraay, wyniki jego badań nie potwierdzają braku zależności między liberalizacją a badanymi zmiennymi. Dowodzą jedynie, że dostępne mierniki otwartości są wysoce niedoskonałe i ich wykorzystanie w konstruowanych modelach nie pozwala stwierdzić, że wpływ liberalizacji na wzrost, inwestycje i inflację jest istotnie różny od zera.

Za „klasykę” badań zależności między liberalizacją przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym należy także uznać D. Quinna, twórcę jednego ze wskaźników otwartości, zwanego od jego nazwiska *Quinn*. Pierwsze rezultaty badań Quinn opublikował w 1997 r. wraz z zasadami konstrukcji wskaźnika (Quinn 1997). Znalazł wówczas istotny i pozytywny związek między liberalizacją obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym. Kolejne badania podjął we współpracy z M. Toyodą (2006). W badaniach tych został także wykorzystany wskaźnik *Quinn* (sam Quinn nazywa go *CAPITAL*). Przebadane zostały 94 kraje w latach 1955–2004. Podobnie jak we wcześniejszych badaniach okazało się, że liberalizacja przepływów kapitałowych wywiera pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy za-

równo w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Co więcej, Quinn i Toyoda powtórzyli w pracy badania przeprowadzane przez innych ekonomistów, którzy nie znaleźli związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym, wykorzystując swój wskaźnik (w miejsce powszechnie stosowanego wskaźnika 0/1 MFW) i stosując swoje metody badawcze. Okazało się, że zmiana wskaźnika doprowadziła do całkiem innych rezultatów. Np. D. Rodrik nie potwierdził istnienia związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym, D. Quinn wykorzystując metodę Rodrika i wskaźnik *CAPITAL*, dowiódł istnienia takiego związku. Jak zauważa Quinn powtórzenie badania Rodrika z wykorzystaniem użytego przez niego wskaźnika doprowadziło go jednak do takich samych rezultatów, jakie uzyskał Rodrik – brak statystycznie istotnej relacji między badanymi wielkościami. Ten przykład pokazuje, jak ważny z punktu widzenia rezultatów prowadzonych badań jest wybór metody pomiaru otwartości kraju na przepływy kapitałowe.

Niejednoznaczne rezultaty badań uzyskali M. Klein i G. Olivei (1999). Otrzymane przez nich wyniki wskazują na istnienie zależności między otwarciem rachunku obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, jak jednak zaznaczają, zależność ta została dowiedziona dla krajów rozwiniętych (należących do OECD), natomiast brak jej potwierdzenia dla krajów rozwijających się. Klein i Olivei przebadali 93 kraje w latach 1986–1995 i 1975–1995. W badaniach wykorzystali wskaźnik użyty wcześniej przez Rodrika – korzystając z danych MFW, wyodrębnili dla każdego kraju lata, w których przepływy na rachunku obrotów kapitałowych nie były obłożone restrykcjami, i odnieśli liczbę tych lat do liczby lat trwania badanych okresów. Klein i Olivei zbadali wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy poprzez wzrost tzw. głębokości finansowej danego kraju (*financial depth*), którą zdefiniowali jako dostępne zasoby kapitału inwestycyjnego. Zgodnie z uzyskanymi przez nich wynikami wzrost głębokości finansowej jest ważnym stimulatorem wzrostu gospodarczego. Nie są to jednak jedyne wnioski. Ich zdaniem – przeciwnie do przytoczonych powyżej wniosków A. Kraay'a – pozytywny wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych może wystąpić jedynie w sytuacji odpowiednio wysokiego poziomu rozwoju instytucjonalnego krajów w wielu dziedzinach – gospodarczej, prawnej i społecznej. Zdaniem Kleina i Olivei tylko kraje rozwinięte mogą czerpać znaczne korzyści ze znoszenia barier w przepływach kapitałowych, znajdujące odzwierciedlenie w większej dynamice ich wzrostu gospodarczego. W przypadku krajów rozwijających się nie ma dowodów na istnienie takiej zależności. Podobne wnioski uzyskał sam Klein (2005) w późniejszych badaniach.

Wnioski Kleina i Olivei potwierdziły się w badaniach prowadzonych przez S. Edwardsa (2001). Zdaniem Edwardsa pozytywne skutki otwarcia rachunku obrotów kapitałowych pojawią się tylko wtedy, gdy

kraj dokonujący liberalizacji osiągnie odpowiedni poziom rozwoju gospodarczego. Wyniki prowadzonych przez Edwardsa badań wskazują, że dla krajów o niskim stopniu rozwoju finansowego (*financial development*)<sup>4</sup> otwarcie rachunku obrotów kapitałowych może mieć negatywne konsekwencje. Edwards przebadał próbę 61 krajów (21 rozwiniętych i 40 rozwijających się) w latach 1975–1997. Podzielił kraje na 6 grup wg klasyfikacji MFW: kraje uprzemysłowione, kraje afrykańskie, kraje azjatyckie, nieuprzemysłowione kraje europejskie i kraje Ameryki Łacińskiej. Ponadto dokonał dezagregacji przepływów kapitałowych na trzy kategorie: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, przepływy o charakterze dłużnym oraz inne przepływy (głównie własnościowych papierów wartościowych). W badaniach Edwards wykorzystał wskaźniki jakościowe skonstruowane na podstawie danych MFW (w tym wskaźnik Quinna).

Poszerzone badanie zależności występującej między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym znalazło się w pracy C. Artety, B. Eichengreena i Ch. Wyplosza (AEW) (2001). Potwierdzili oni istnienie takiego związku. Uzyskane przez nich rezultaty różniły się jednak w zależności od tego, w jaki sposób mierzono otwartość rachunku kapitałowego oraz jak dokonywano badania. W przeciwieństwie do M. Kleina i G. Olivei oraz S. Edwardsa wspomniani autorzy wykazali, że pozytywny wpływ liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych jest słabo dowiedziony, podobnie jak znaczenie „głębokości” finansowej i rozwoju finansowego krajów z punktu widzenia badanej zależności. Wskazali, że na wyniki badań w dużym stopniu wpływa sposób w jaki mierzy się otwartość kraju na przepływy kapitałowe (co potwierdzają badania Quinna), i sposób, w jaki badana jest zależność (np. jakie zmienne są wykorzystywane w badaniu). Zdaniem AEW dużo większe znaczenie niż poziom rozwoju systemu finansowego ma jakość szeroko rozumianych instytucji w kraju dokonującym liberalizacji (w ujęciu gospodarczym, politycznym i społecznym). Przeprowadzone badania pozwoliły im także stwierdzić, że korelacja między liberalizacją przepływów kapitałów a wzrostem gospodarczym występuje z większym natężeniem w przypadku, gdy otwarcie kraju ma także inny wymiar prócz finansowego (np. handlowy). Autorzy wskazali dwa możliwe wyjaśnienia tej zależności: (1) na wzrost gospodarczy wpływa sekwencja działań liberalizacyjnych w zakresie handlu i finansów, (2) liberalizacja handlowa przed finansową oznacza, że przed otwarciem rachunku kapitałowego w danym kraju usunięte zostały główne problemy makroekonomiczne.

B. McLean i S. Shrestha (2002) zbadali próbę 40 krajów (20 rozwiniętych i 20 rozwijających się) w latach

1976–1995. Wybór krajów i okresu został podyktowany dostępnością danych. Podobnie jak Edwards dokonali dezagregacji przepływów kapitałowych, doszli do odmiennych wniosków. Ich zdaniem zagraniczne inwestycje bezpośrednie, jak i inwestycje portfelowe sprzyjają wzrostowi gospodarczemu, a wpływ zagranicznych kredytów bankowych na wzrost gospodarczy jest negatywny (kredyty zagraniczne okazały się najbardziej zmienną formą przepływów ze wszystkich badanych). Przeprowadzone przez nich badania nie potwierdziły także istnienia zależności między jakością krajowych instytucji, w tym instytucji finansowych, a wzrostem gospodarczym. Jednak jak zauważyli sami autorzy, „może to być konsekwencją niekompletnych i nieprecyzyjnych mierników, nie zaś wynikać z braku rzeczywistego wpływu tych instytucji” (McLean, Shrestha 2002, s. 18).

Interesujące wnioski znalazły się w pracy M. Fratzschera i M. Bussiere (2004), którzy postawili pytanie, dlaczego wyniki badań różnych autorów badających relacje między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym są tak rozbieżne. Ich zdaniem głównym powodem trudności ze znalezieniem jednoznacznej relacji jest istnienie zmiennych skutków liberalizacji w okresie krótkim, średnim i długim. Zgodnie z uzyskanymi przez nich rezultatami badania kraje przeżywają „boom” inwestycyjny w ciągu pierwszych pięciu lat po liberalizacji. Napływają do nich wówczas kredyty, inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Po upływie tego czasu, w okresie średnim i długim, wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy zależy przede wszystkim od dwóch parametrów – jakości instytucji i struktury napływającego kapitału. Można więc mówić o istnieniu „efektu otwarcia”, czyli zwiększonym napływie kapitału do danego kraju tuż po zniesieniu barier napływ hamujących. Dzięki temu rośnie potencjał inwestycyjny kraju, a to przyczynia się do zdynamizowania jego wzrostu gospodarczego. Pierwsza faza zwiększonego napływu kapitału kończy się jednak po około pięciu latach; po tym okresie zaczyna napływać relatywnie mniej kapitału. O ile mniej – to zależy przede wszystkim od poziomu rozwoju instytucjonalnego kraju. Od tego czynnika jest także zależna struktura napływającego kapitału (czy napływają preferowane inwestycje bezpośrednie, czy kapitały krótkoterminowe). Fratzscher i Bussiere zwrócili więc uwagę na istotny aspekt liberalizacji przepływów kapitałowych, którego nie badali inni autorzy – zmienność w czasie wpływu liberalizacji na wzrost gospodarczy. W okresie tuż po otwarciu związek ten może być znacznie silniejszy niż później.

Reasumując, przeprowadzone dotąd badania nie potwierdziły jednoznacznie występowania ścisłej zależności między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, ale też nie wykluczyły jej istnienia. D. Rodrik i A. Kraay nie znaleźli takiej zależności bez względu na poziom rozwoju gospodarczego badanych krajów. D. Quinn wręcz przeciwnie – potwierdził

<sup>4</sup> S. Edwards używa pojęcia „rozwój finansowy”, jednak treść jego pracy nie pozostawia wątpliwości, że rzecz dotyczy rozwoju szeroko pojętego systemu finansowego. Pojęcie „rozwój finansowy” jest węższe i odnosi się raczej do rozwoju ilościowego rynków kapitałowego i kredytowego w danym kraju.

jej istnienie zarówno w przypadku krajów rozwijających się, jak i rozwiniętych. Pozostali autorzy nie wyciągnęli już tak jednoznacznych wniosków. Wskazali, że wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na wzrost gospodarczy może być jednak uzależniony od poziomu rozwoju gospodarczo-społecznego kraju bądź od struktury napływającego kapitału. Kraje rozwijające się mogą odczuć mniej pozytywne lub wręcz negatywne skutki takiego otwarcia. Jak zauważyli cytowani wcześniej B. McLean i S. Shrestha, trzeba bardzo ostrożnie interpretować uzyskiwane wyniki badań i nie traktować braku silnego statystycznego związku między liberalizacją a wzrostem jako argumentu przeciw liberalizacji przepływu kapitału. Rozbieżności uzyskanych rezultatów mogą bowiem wynikać z niedoskonałości samych badań i ich ograniczonej porównywalności. Bardzo istotnym problemem jest także brak kompletnych danych, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się.

H. Edison, M. Klein, L. Ricci i T. Slok (2004) zebrali w swojej pracy rezultaty wybranych badań dotyczących wpływu liberalizacji przepływu kapitału na wzrost gospodarczy. Nie zdołali jednak wyciągnąć z tego zestawienia żadnych konkretnych wniosków, które pozwoliłyby określić, czy badany związek występuje, czy nie. Jak stwierdzili, „konsekwencje i zasadność liberalizacji obrotów kapitałowych wśród krajów rozwijających się pozostaną tematem dyskusji w najbliższej przyszłości” (s. 251). Czy w tej sytuacji można mówić o braku empirycznej weryfikacji teorii neoklasycznej w tym względzie? Osobiście nie użyłabym takiego sformułowania. Jak wskazują autorzy badań, stosowane przez nich metody obwarowane są wieloma ograniczeniami. Stwierdzenie, że jednoznacznie empirycznie udowodniono istnienie związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym bądź zaprzeczono mu, wymagałoby w tej sytuacji wielkiej odwagi. Jedno nie ulega wątpliwości: bez względu na to, który nurt badań będzie przeważał – potwierdzający istnienie zależności czy przeczący mu – płynące z nich wnioski nie zatrzymają procesów globalizacji i integracji rynków finansowych. I raczej nie wpłyną na decyzje krajów dotyczące znoszenia barier w przepływach kapitału.

### 3. Korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych

Jak wskazano powyżej, brak możliwości udowodnienia bezspornego związku między liberalizacją obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym nie podważa zasadności liberalizacji. Niesie ona także inne korzyści, które w ostatecznym rozrachunku przyczyniają się do wzrostu gospodarczego krajów i powodują, że znoszą one ograniczenia w przepływie kapitału. Oto najczęściej wskazywane korzyści:

1. *Liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwia optymalną alokację kapitału.* Całkowite zniesienie

barier, przy założeniu, że rynki finansowe są efektywne i nie występują inne bariery ograniczające przepływy kapitału, powinno prowadzić do przemieszczania się kapitału do potencjalnie najbardziej zyskowych przedsięwzięć<sup>5</sup>. Czy jednak zniesienie restrykcji w przepływie kapitału oznacza, że napływający kapitał rzeczywiście jest kierowany do najbardziej zyskowych zastosowań? Próbę odpowiedzi na to pytanie podjęli A. Abiad, N. Oomes i K. Ueda (2004). Zbadali oni wahania stóp zwrotu z inwestycji w firmach działających w krajach o różnym poziomie liberalizacji finansowej. Próbę badawczą stanowiło łącznie 413 firm z Indii, Jordanii, Korei Płd. Malezji i Tajlandii; badany okres to lata 1980–1994. Zgodnie z przyjętymi przez nich założeniami wahania te powinny być mniejsze w krajach o wyższym stopniu liberalizacji, gdzie środki inwestycyjne pozyskiwane są przez firmy przede wszystkim na rynku, niż w krajach z większą liczbą ograniczeń, gdzie środki te są rozdzielane „odgórnie” (jak wskazali autorzy – przez instytucje rządowe). Przeprowadzone badania potwierdziły istnienie badanej zależności. W krajach o niższym stopniu liberalizacji „rozrzut” stóp zwrotu był zdecydowanie większy. Abiad, Oomes i Ueda wskazali także na istotny wpływ na uzyskane rezultaty dotyczące stopnia głębokości finansowej (termin ten definiowany wcześniej przez Kleina i Olivei oznacza ilość środków finansowych dostępnych na rynku). Okazało się, że efektywność alokacji środków finansowych w danym kraju istotnie różni w przypadku znacznej liberalizacji finansowej. Z kolei w sytuacji wzrostu głębokości finansowej bez wzrostu liberalizacji finansowej efektywność ta albo pozostaje na tym samym poziomie, albo wręcz ulega pogorszeniu. Aby kraj odniósł korzyść z liberalizacji przepływów kapitałowych, jaką jest wzrost efektywności alokacji środków finansowych, musi być spełniony konkretny warunek – kraj ten musi się charakteryzować wysokim stopniem liberalizacji finansowej, oznaczającej m.in. ograniczenie roli rządu w dystrybucji środków inwestycyjnych i deregulację rynku finansowego. Liberalizacja przepływów kapitałowych przy niskim poziomie liberalizacji finansowej wewnątrz danego kraju nie jest warunkiem wystarczającym takiego wzrostu.

2. *Zniesienie ograniczeń w przepływach kapitałowych umożliwia krajom rozwijającym się skorzystanie z dodatkowych źródeł kapitału inwestycyjnego.* Faktu tego nie potwierdzają jednak badania przeprowadzone przez J. Aizenmana, B. Pinto i A. Radziwiłła (2004). Nie znaleźli oni dowodów na istotną zmianę stóp finansowania<sup>6</sup> (*financing ratios*) w krajach rozwijających się w ciągu ostatnich lat, a właśnie wtedy *gros* tych krajów zintensyfikowało działania liberalizacyjne. Średnia stopa

<sup>5</sup> Zniesienie barier w przepływie kapitału przyczyni się do napływu inwestycji do danego kraju tylko wówczas, gdy stopa zwrotu w tym kraju jest wyższa od średniej światowej.

<sup>6</sup> Przez pojęcie stopy finansowania autorzy przytaczanego opracowania rozumieją wzrost napływu kapitału netto do danego kraju, czyli rosnące zasilenie kraju zagranicznymi środkami inwestycyjnymi.

samofinansowania w tych krajach wyniosła około 90% i była stała w latach 90., niezależnie od skali liberalizacji finansowej. Ponadto kraje z wyższą stopą samofinansowania miały wyższą stopę wzrostu gospodarczego niż kraje z niższą stopą samofinansowania. Zgodnie z wnioskami ww. autorów pogłębianie integracji finansowej nie oznaczało pojawienia się istotnego źródła finansowania dla krajów rozwijających się.

3. *W wyniku liberalizacji powinien się zmniejszyć koszt kapitału dla firm.* Potwierdzają to badania prowadzone przez P.B. Henry'ego (2000). Henry przebadał próbę 11 krajów rozwijających się i wykazał, że w 9 z nich stopa inwestycji wzrosła w stosunku do okresu przed liberalizacją już w pierwszym roku od momentu zniesienia barier przepływu własnościowych papierów wartościowych, w drugim roku w 10 z badanych krajów, a w trzecim roku – w 8 krajach. Otwarcie rynku własnościowych papierów wartościowych na kapitał zagraniczny przez kraje rozwijające się spowodowało także istotny wzrost (o 22 punkty procentowe) napływu prywatnych inwestycji do tych krajów w ciągu trzech lat od momentu liberalizacji. Oznacza to, że powiększyła się baza kapitałowa krajów i zgodnie z teorią możliwy stał się spadek ceny kapitału. Co ciekawe, rezultaty badań uzyskane przez Henry'ego pozostają w pewnej sprzeczności z wnioskami cytowanych Aizenmana, Pinto i Radziwiła, którzy w krajach rozwijających się nie dostrzegli wzrostu wolumenu środków inwestycyjnych po liberalizacji.

4. *Liberalizacja umożliwia krajom skorzystanie z zagranicznych oszczędności i „wyrównanie” konsumpcji w sytuacji spadku dochodów w danym kraju,* będącego rezultatem np. szoków asymetrycznych w danej gospodarce. Ekonomisci wskazują, że w tym wypadku występuje tzw. wymiana międzyokresowa spowodowana zróżnicowaniem preferencji odnośnie do czasu wykorzystania i płynności dysponowania środkami finansowymi w różnych krajach. Starzejące się społeczeństwa więcej oszczędzają, stąd też zamieszkiwane przez nie kraje często dysponują nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. Nadwyżka ta może być czasowo „udostępniona” rozwijającym się gospodarkom cierpiącym na niedobór środków finansowych bądź gospodarkom przeżywającym spadek poziomu konsumpcji (Fisher, Reisen 1992, s. 7).

5. *Za korzyść płynącą z liberalizacji można też uznać lepsze wykorzystanie dostępnych zasobów krajowych.* Korzyść ta zwykle wiąże się z napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego gospodarki dzięki, czemu rośnie konkurencja na rynku, co ostatecznie powinno spowodować poprawę efektywności działania firm krajowych. Należy pamiętać, że napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego oznacza nie tylko napływ środków finansowych, ale także nowych technologii, wiedzy, form organizacji produkcji itp. Wpływ bezpośrednich

inwestycji zagranicznych na gospodarkę kraju przyjmującego jest wielokierunkowy i znacznie wykracza daleko poza wymiar finansowy, a także poza przedmiot rozważań niniejszego artykułu.

6. *Istotną korzyścią jest możliwość dywersyfikacji inwestycji.* Liberalizacja umożliwia dokonywanie inwestycji w skali globalnej, dzięki czemu inwestorzy mogą konstruować portfele w zależności od preferencji, nieograniczani barierami natury prawnej. Z dywersyfikacją inwestycji łączy się możliwość dywersyfikacji ryzyka – ryzyko inwestycyjne nie jest kumulowane na jednym rynku.

7. *Liberalizacja obrotów kapitałowych przyczynia się do rozwoju systemu finansowego<sup>7</sup> krajów otwierających swoje rynki.* Badania empiryczne potwierdziły także istnienie związku przyczynowo-skutkowego między stanem rozwoju systemu finansowego a stopą akumulacji kapitału w danym kraju (Tsuru 2000, s. 14). Wskazuje się, że wraz z napływem środków finansowych do danego kraju „napływają” też oddziały i filie zagranicznych instytucji finansowych, których działalność powoduje zmiany w krajowym systemie finansowym na skutek rosnącej konkurencji<sup>8</sup> (restrukturyzację krajowego systemu finansowego, wprowadzenie światowych norm i standardów działania tego systemu itp.). Korzyść ta, choć często wymieniana przy okazji dyskusji nt. liberalizacji przepływów kapitałowych, jest jednak dyskusyjna. Obecność i działalność zagranicznych instytucji finansowych jest bowiem wynikiem nie tyle liberalizacji przepływów kapitałowych, ile liberalizacji usług finansowych.

8. *Uważa się, że liberalizacja przyczynia się do dyscyplinowania rządów w zakresie prowadzenia polityki monetarnej i fiskalnej.* Kraje starają się także stworzyć jak najlepsze warunki prawno-ekonomiczne, by przyciągnąć kapitały inwestycyjne. Badania w tym zakresie prowadzili I. Tytell i S.-J. Wei (2005). Otrzymane przez nich rezultaty nie są jednoznaczne – globalizacja finansowa (w tym liberalizacja przepływów kapitałowych) zdaje się skłaniać kraje do prowadzenia zdyscyplinowanej polityki monetarnej skutkującej niską stopą inflacji, lecz nie przyczynia się do prowadzenia równie zdyscyplinowanej polityki fiskalnej (brak jest związku między liberalizacją przepływu kapitału a redukcją deficytów budżetowych krajów, które jej dokonują).

Liberalizacja przepływów kapitałowych jest także istotnym elementem pogłębiania współpracy gospodarczej między krajami w erze globalizacji rynków finansowych. Stanowi warunek integracji rynków finansowych, będącej jednym z najistotniejszych czynników zacieśniania integracji na płaszczyźnie walutowej. Po-

<sup>7</sup> Szeroko problem ten przebadali R. Levine (2004).

<sup>8</sup> Jak wskazują B. Fischer i H. Reisen (1992, s. 7), „Korzyści z rosnącej konkurencji [na rynku – dop. aut.] mogą być nawet ważniejsze niż statyczne zyski będące rezultatem integracji finansowej”. Jeśli w wyniku otwarcia rynku wzrosnie konkurencja pomiędzy pośrednikami finansowymi, będzie to oznaczało spadek marży pośredników, spadek kosztów dla kapitałobiorców i wzrost zysków dla kapitałodawców.



kazuje to przykład sekwencji działań podjętych w celu utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej w ramach Unii Europejskiej. Warunkiem koniecznym, choć niewystarczającym przejścia do trzeciego etapu integracji było zniesienie wszelkich barier w przepływach kapitału w krajach Unii Europejskiej (kraje, które nie są członkami Unii Gospodarczej i Walutowej, mają status krajów członkowskich z derogacją). Utrzymanie takich barier byłoby sprzeczne z ideą tworzenia obszarów jednawalutowych.

Oprócz potencjalnych korzyści pojawiają się też często dwa argumenty na rzecz liberalizacji:

1. Wszystkie kraje wysoko rozwinięte mają zliberalizowane rynki kapitału, wobec tego wszystkie pozostałe także powinny to uczynić. „Liberalizacja obrotów kapitałowych jest nieuniknionym krokiem na ścieżce międzynarodowego rozwoju [...]. Poza tym wszystkie najbardziej rozwinięte gospodarki świata mają zliberalizowane obroty kapitałowe”. (Fisher 2002, s. 2) Te słowa S. Fischera trudno uznać za przekonujący argument na rzecz liberalizacji, niemniej jednak oddają one panujące w krajach wysoko rozwiniętych przekonanie, że droga wytyczana przez te kraje jest wzorcem postępowania dla pozostałych krajów gospodarki światowej. Przeciwnością się temu pogładowi J. Williamson (2006), który wręcz uważa, że liberalizacja bywa niekiedy narzucana niechętnym jej krajom. J. Williamson przytacza konkretny przykład - Indii, które są poddane presji na zniesienie barier w przepływach kapitału. Tymczasem jego zdaniem szybkie i pełne zniesienie istniejących w tym zakresie ograniczeń mogłoby nie być korzystne dla Indii.

2. Zasadność otwarcia rynków kapitałowych wynika z zasadności otwarcia rynków towarowych. Ponieważ liberalizacja obrotów towarowych jest korzystna dla przeprowadzających ją krajów, korzystna musi być również liberalizacja obrotów kapitałowych. Kapitał w tym przypadku postrzegany jest jako swoisty „towar”, a do uzasadnienia liberalizacji wykorzystuje się teorię wolnego handlu<sup>9</sup>.

Korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych są wielorakie. Napływ kapitału do krajów rozwijających się oznacza nie tylko zasilenie ich gospodarek nowymi środkami inwestycyjnymi, ale także istotnie wpływa na sposób ich funkcjonowania. Skutki napływu kapitału wywołanego liberalizacją objawiają się z różnym natężeniem w różnym czasie w różnych krajach. Oprócz ilościowych bardzo istotne są skutki jakościowe, które nie poddają się bezpośredniej kwantyfikacji, jednak powodują zmiany ilościowe w przyszłości. Np. napływ kapitału powoduje przebudowę systemu finansowego danego kraju. Sprawniejszy i bardziej konkurencyjny system finansowy przyciąga kolejne kapitały, które stają się podstawą jego rozwoju gospodarczego. Kraj otwierający

się na przepływy kapitałowe musi prowadzić zdrową i przejrzystą politykę finansową, w przeciwnym razie traci wiarygodność na międzynarodowym rynku finansowym, co grozi m.in. wycofywaniem kapitału, zmianą struktury inwestycji (np. przewaga krótkoterminowych inwestycji portfelowych nad bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi) czy podniesieniem ceny kapitału ze względu na wzrost ryzyka inwestycyjnego. Występuje tu swoiste sprzężenie zwrotne – napływ kapitału wywołany likwidacją ograniczeń wywołuje efekty jakościowe, które następnie przyciągają kolejne kapitały itd. Liberalizacja przepływu kapitału wpływa też na sferę produkcyjno-usługową danej gospodarki. Analiza natężenia i kierunku zmian w tej sferze, wywołanych liberalizacją, obejmuje bardzo rozległy obszar badawczy (przy czym największy wpływ na tę sferę wywierają przepływy w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, gdzie środki finansowe stanowią tylko jeden z elementów składowych). Ze względu na obszerność i interdyscyplinarność tematyczną koniecznych badań wątek ten nie będzie rozwijany w niniejszym artykule.

#### 4. Zagrożenia towarzyszące liberalizacji przepływów kapitałowych

Liberalizacja przepływów kapitałowych może być, jak zauważają P. Henry i P. Lorentzen (2003, s. 2), „mieszanym błogosławieństwem” dla wielu krajów: oprócz oczekiwanych korzyści występują także potencjalne zagrożenia z nią związane. Decyzja o liberalizacji przepływu kapitału powinna zostać poprzedzona wnikliwymi analizami możliwych następstw i podjęta przez dany kraj wtedy, gdy oczekiwane zyski przewyższają ryzyko. W innym przypadku brak dla niej racjonalnego uzasadnienia.

Za jednego z największych przeciwników pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych można uznać J. Stiglitz, współtwórcę teorii asymetrii informacji. J. Stiglitz nie tylko podważa główne założenia, na których opiera się teoria neoklasyczna leżąca u podstaw procesów liberalizacji, ale także wskazuje na niemożność zastosowania wniosków płynących z tej teorii, dotyczących swobody przepływu towarów, do swobody przepływu środków finansowych. Trzeba jednak zaznaczyć, że J. Stiglitz występuje przeciwko pełnej liberalizacji przepływów o konkretnym charakterze – krótkoterminowym. Uważa, że przyczyniają się one do destabilizacji rynków finansowych i, w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych nie wpływają na poprawę sytuacji gospodarczej kraju dokonującego liberalizacji. Argumenty przytaczane przez J. Stiglitz (2000; 2004) są następujące:

1. Zwolennicy liberalizacji obrotów kapitałowych opierają swoje przekonanie o ich zasadności, korzystając z dorobku teorii neoklasycznej zakładającej efektywność rynków i postrzegającej liberalizację obrotów kapitał-

<sup>9</sup> Uzasadnienie takie prezentują monetarysty. Zdaniem keynesistów prowadzenie polityki wolnego handlu i pełnego zatrudnienia wyklucza możliwość liberalizacji przepływów kapitałowych w skali globalnej (por. Singh 2002, s. 7-8).

wych analogicznie do liberalizacji obrotów towarowych. Natura kapitału finansowego wyklucza zaś taką paralelę. Podobnego zdania jest D. Rodrik (1998, s. 4), który wskazuje, że „jest fundamentalna różnica w sposobie funkcjonowania rynku w tych dwóch obszarach”. Jego zdaniem, choć rynki towarowe trudno uznać za rynki funkcjonujące zgodnie z założeniami modelu neoklasycznego, są one jednak w znacznym stopniu efektywne i przewidywalne. Rynki finansowe są fundamentalnie odmienne (występuje na nich np. zjawisko asymetrii informacji czy terminowe „niedopasowanie” zobowiązań, które często bywają krótkoterminowe, i aktywów o charakterze długoterminowym). W związku z powyższym poszukiwanie wspólnych teoretycznych postaw rynków towarowego i finansowego jest bezzasadne.

2. Nie ma dowodów występowania zależności między stopniem liberalizacji przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym (co wskazano wcześniej).

3. Błędem jest stwierdzenie, że liberalizacja przepływu kapitału przyczynia się do wyrównania stopy konsumpcji w kraju znajdującym się w „dolnej” fazie cyklu koniunkturalnego (kraj, który chce utrzymać stały poziom konsumpcji, korzysta z zasobów zagranicznych w sytuacji zmniejszenia się dostępnych zasobów krajowych). Kiedy koniunktura w kraju ulega pogorszeniu, często pogarsza się także jego wiarygodność kredytowa, a w tej sytuacji naturalnym działaniem inwestorów jest wycofywanie się z rynku (szczególnie w przypadku inwestycji krótkoterminowych), co może nawet skutkować zagrożeniem stabilności finansowej kraju.

4. Kraje są zachęcane do liberalizacji przepływu kapitału, ponieważ otwarcie takie powinno przyczynić się do powiększenia ich bazy kapitałowej. Tymczasem częstym problemem powstającym w wyniku liberalizacji jest odpływ kapitałów z rynku, czyli zubożenie tej bazy.

5. Błędny jest także pogląd, że liberalizacja przepływu kapitału „wymusza” prowadzenie wiarygodnej i zdyscyplinowanej polityki makroekonomicznej. Stwierdzenie to może być prawdziwe w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jednak w odniesieniu do kapitału krótkookresowego – nie. Wręcz przeciwnie – duża ruchliwość tego kapitału przyczynia się do utrudnień w prowadzeniu stabilnej polityki makroekonomicznej.

6. Uwolnienie przepływów kapitałowych może, w sytuacji niedostatecznego przygotowania kraju w zakresie regulacji i nadzoru systemu finansowego, doprowadzić do wybuchu kryzysu walutowego, a także kryzysu finansowego. Jak wskazuje J. Stiglitz, w krajach Azji Wschodniej w latach 1996–1997 wartość przepływów kapitałowych wyniosła około 105 mld USD<sup>10</sup>, czyli ponad 10% łącznego PKB tych krajów. Dla porównania – gdyby USA doświadczyły przepływów o

podobnej wielkości, oznaczałoby to przepływ kapitału na amerykańskim rynku finansowym o wartości ponad 1 bln USD. Można przypuszczać, że nawet USA miałyby problem z neutralizacją wpływu tak dużych obrotów kapitałowych na gospodarkę (Stiglitz 2000, s. 1076).

Reasumując, zdaniem J. Stiglitz liberalizacja przepływów kapitałowych, szczególnie o charakterze krótkoterminowym, może oznaczać dla kraju zwiększone ryzyko zaburzeń w jego systemie finansowym, które nie jest kompensowane korzyściami z liberalizacji. W tej sytuacji wywieranie na kraje rozwijające się presji na pełne uwolnienie przepływów kapitałowych jest nie tylko bezzasadne, ale może być dla nich wręcz szkodliwe.

J. Stiglitz w zdecydowanej większości publikacji analizuje zagrożenia wynikające wyłącznie z napływu kapitału do danego kraju, pomijając zagrożenia związane z jego odpływem. Zagrożający stabilności odpływ kapitału jest, zdaniem J. Stiglitz, konsekwencją jego wcześniejszego nadmiernego napływu. Tymczasem choć taka sekwencja rozwoju wydarzeń jest najczęściej spotykana, nie jest ona regułą. Liberalizacja przepływu kapitału może także przyczynić się do zubożenia krajowej bazy kapitałowej, niekoniecznie zaś musi oznaczać zwiększone wahania napływu kapitału zagranicznego na rynek krajowy, co zresztą sam Stiglitz wskazuje jako potencjalny koszt liberalizacji.

W. Molle (2000, s. 222–223) dokonał próby zebrania wiążących argumentów na rzecz ograniczania swobody przepływu kapitału, zarówno w zakresie eksportu, jak i importu:

1. Wielkość bazy kapitałowej kraju jest jednym z najistotniejszych czynników jego rozwoju. W tej sytuacji nie należy pozwolić na wypływ kapitału, gdyż wzmocni to gospodarki innych krajów ze szkodą dla własnej.

2. Nadmierny eksport kapitału może przyczynić się do straty krajowych rezerw dewizowych.

3. Niekontrolowane przepływy kapitału mogą istotnie zakłócać proces osiągnięcia równowagi zewnętrznej i wewnętrznej. Znaczne przepływy kapitału wpływają bowiem na poziom kursu walutowego, a przez to na konkurencyjność kraju na rynku międzynarodowym, oraz na wysokość stopy procentowej, co istotnie utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej sprzyjającej utrzymaniu równowagi wewnętrznej w kraju.

4. Wbrew teorii neoklasycznej swobodne przemieszczanie się kapitału nie prowadzi do jego optymalnej alokacji, ale do koncentracji w krajach o dużym i zasobnym rynku kapitałowym, podczas gdy kraje rozwijające się cierpią na jego niedobór<sup>11</sup>.

Podobnego zadania podjęli się Ch. Gilbert, G. Irvin i D. Vines (2000). Ich zdaniem do najczęściej spotykanych

<sup>10</sup> Napływ netto prywatnych kapitałów do pięciu krajów Azji (Korea Pł., Indonezja, Malezja, Tajlandia, Filipiny) wyniósł w 1996 r. 93 mld USD, zaś odpływ netto rok później (1997) – 12,1 mld USD, co daje zmianę w ciągu jednego roku w wysokości 105 mld USD. Por. D. Rodrik (1998, str. 1-2)

<sup>11</sup> Ta niespójność teorii i praktyki znana jest jako tzw. paradoks Lucasa. W 1990 r. R. Lucas opublikował wyniki badań, w których wykazał, że wbrew wnioskowi płynącemu z teorii neoklasycznej kapitał nie przepływa z krajów bogatych (nadmających) do biedniejszych (deficytowych), lecz krąży głównie między krajami wysoko rozwiniętymi (bogatymi). Rozpoczął tym samym trwającą do chwili obecnej dyskusję nad przyczynami tego stanu rzeczy (zob. np. Alfaro et al. 2005).

argumentów przeciw pełnej liberalizacji przepływu kapitału można zaliczyć (s. 4–5)<sup>12</sup>:

1. Trudności z prowadzeniem polityki makroekonomicznej wynikające z ograniczenia możliwości niezależnego kształtowania poziomu krajowej stopy procentowej.

2. Trudności z prowadzeniem polityki kursowej. Liberalizacja przepływów kapitałowych oznacza konieczność rezygnacji z prowadzenia przez kraj polityki kursu stałego, tymczasem taka właśnie polityka często jest prowadzona przez kraje rozwijające się.

3. Możliwość zmniejszenia się „bazy” podatkowej kraju. Liberalizacja przepływu kapitału oznacza, że w przypadku obowiązywania w danym kraju relatywnie wysokich podatków inwestorzy mogą przenosić kapitały za granicę, co zmniejsza wpływy podatkowe do budżetu.

4. Niepewna skala realnych zysków wynikająca z braku „twardych” dowodów występowania związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym kraju, który jej dokonuje.

5. Niewłaściwa sekwencja liberalizacji. Uważa się, że „przedwczesna” liberalizacja (przy braku szeroko zakrojonych reform w całej gospodarce) może doprowadzić do zaburzeń stabilności finansowej kraju.

Reasumując, pełna liberalizacja przepływu kapitału może oznaczać następujące koszty:

- zmniejszenie zasobów kapitału krajowego powodujące niedobór środków inwestycyjnych w gospodarce,
- ograniczone możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, zakłócanie działań stymulujących osiąganie równowagi wewnętrznej,
- trudności z utrzymaniem pozycji konkurencyjnej na rynkach międzynarodowych,
- trudności w utrzymaniu równowagi zewnętrznej,
- zagrożenie stabilności finansowej kraju.

Analiza przyczyn ww. obaw jest utrudniona ze względu na fakt, że urzeczywistnienie powyższych zagrożeń jest rezultatem łącznego oddziaływania kilku czynników, nie zaś wyłącznie liberalizacji przepływów kapitałowych.

Kapitał krajowy, który ma stworzone korzystne warunki inwestycyjne, nie „ucieka” z rynku krajowego, lecz przemieszcza się za granicę w sytuacji np. realizowania przez firmę strategii ekspansji za granicę bądź strategii dywersyfikacji inwestycji. W tym samym czasie na rynek krajowy napływa kapitał zagraniczny, który wypełnia powstałą lukę. Słuszność tej tezy potwierdzają masowe przepływy kapitałowe między krajami wysoko rozwiniętymi, które nader rzadko doświadczają nagłych odplywów i napływów kapitału, destabilizujących ich rynki finansowe.

Trudności z utrzymaniem pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych są zwykle rezultatem zwiększonego napływu kapitału na rynek krajowy, co skutkuje aprecjacją waluty krajowej i pogorszeniem warunków działania dla eksporterów. Z drugiej strony aprecjacja waluty oznacza potanie importu, co przy obecnym procesie umiędzynarodowienia produkcji opartej w dużej mierze na importowanych półfabrykatch i surowcach może istotnie ograniczyć niekorzystne skutki umocnienia się waluty krajowej i w rezultacie pozwolić na zachowanie tej pozycji.

Zachowanie równowagi zewnętrznej w sytuacji pełnej liberalizacji przepływu kapitału uwarunkowane jest przede wszystkim stabilną sytuacją gospodarczo-polityczną danego kraju. Można wręcz zaryzykować twierdzenie, że równowaga zewnętrzna jest w znacznej mierze pochodną równowagi wewnętrznej. Ponadto coraz częściej wskazuje się na konieczność zarzucenia polityki równoważenia bilansu płatniczego jako jednego z priorytetowych celów polityki makroekonomicznej na rzecz akceptacji czasowych deficytów w krajach rozwijających się i nadwyżek w krajach rozwiniętych na skutek finansowania przez nie rozwoju krajów rozwijających się.

Jednym z często pojawiających się argumentów przeciwko pełnej liberalizacji przepływu kapitału jest ograniczenie autonomii polityki pieniężnej i zagrożenie realizacji celów polityki wewnętrznej danego kraju. Te dwa elementy traktowane są łącznie, jako że istnieje między nimi bezpośredni związek. Jednym z głównych parametrów ilościowych charakteryzujących realizację wyznaczonych celów na rynku wewnętrznym danego kraju jest wysokość stopy procentowej, wpływająca na decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych. Stopa procentowa jest także jednym z głównych narzędzi prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny. Liberalizacja przepływów kapitałowych w określonych warunkach może uniemożliwić prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę fakt, że część krajów chce utrzymać tę niezależność, pełna liberalizacja przepływów kapitałowych jest w ich przypadku co najmniej utrudniona, jeśli nie wykluczona. Ograniczenie to wiąże się z istnieniem zależności znanej jako „trójkąt niemożliwy”, „trylemat niemożliwy”, „trylemat makroekonomiczny” (*impossible trinity*, *impossible trilemma*, *impossible triangle*, *macroeconomic trilemma*). Prowadzenie polityki makroekonomicznej w gospodarce otwartej wyklucza jednoczesną realizację trzech celów:

- stabilizowania kursu walutowego,
- dokonania pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych,
- prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej.

Uwzględniając fakt, że w zdecydowanej większości przypadków kraje nie chcą rezygnować z prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej ukierunkowanej na realizację celów wewnętrznych, ich wybór zawęża się do dwóch zmiennych – albo aktywna polityka kursowa, albo liberalizacja przepływów kapitałowych. Tym samym

<sup>12</sup> Należy zaznaczyć, iż w publikacji tej znalazły się także korzyści płynące z liberalizacji, zaś finalny wniosek autorów jest następujący: „Liberalizacja przepływów kapitałowych może oznaczać potencjalne zyski netto, nawet dla najbardziej rozwiniętych krajów, pod warunkiem właściwej sekwencji jej wprowadzania”.

kraje, które z różnych względów przyjmują reżim kursu stałego, nie mogą jednocześnie podjąć decyzji o uwolnieniu przepływów kapitałowych.

Prawidłowość tę potwierdzają badania prowadzone przez M. Obstfelda, J. Shambaugh i A. Taylora (2004a; 2004b). Wykazali oni jej działanie we wszystkich trzech rodzajach międzynarodowego systemu walutowego, które funkcjonowały i funkcjonują do chwili obecnej. W systemie waluty złotej kraje prowadziły politykę kursu stałego przy pełnej mobilności kapitałów, co skutkowało utratą niezależności w prowadzonej polityce pieniężnej. Działanie zasad „trylematu” makroekonomicznego przejawiało się w tym okresie szybką transmisją zmian wysokości stóp procentowych między krajami. Podstawą systemu z Bretton Woods stała się kombinacja dwóch innych elementów: reżimu kursu stałego i autonomicznej polityki pieniężnej, co skutkowało koniecznością nałożenia ograniczeń na przepływy kapitału. Ograniczenia te izolowały rynki krajowe<sup>13</sup> i umożliwiały ustalanie krajowej stopy procentowej na pożądanym poziomie. W obecnie obowiązującym systemie wielodewizowym postępująca globalizacja rynków finansowych wymusza otwieranie rynków na przepływy finansowe, co przy chęci prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej oznacza konieczność przyjęcia przez kraje reżimu kursu zmiennego. Działanie prawidłowości, jaką jest „trylemat” makroekonomiczny, oznacza, że kraje, które chcą niezależnie kształtować politykę pieniężną i jednocześnie stabilizować kurs walutowy (częsty *casus* krajów rozwijających się<sup>14</sup>), nie mogą podjąć decyzji o pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych, gdyż byłoby to sprzeczne z logiką systemu.

## 5. Czy liberalizacja przyczynia się do wybuchu kryzysu?

Wśród często pojawiających się argumentów przeciw pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych jest obawa przed destabilizacją systemu finansowego, której skrajnym przejawem jest pojawienie się kryzysu walutowego. Wzrost poziomu zagrożenia związanego z utratą stabilności finansowej jest często wymieniany jako naj-

wiekszy koszt liberalizacji przepływów kapitałowych, który muszą zaakceptować kraje w zamian za dostęp do międzynarodowych rynków finansowych.

Pojawienie się kryzysu walutowego oznacza zakłócenie bądź uniemożliwienie sprawnego działania systemu finansowego. Precyzyjne zdefiniowanie pojęcia „kryzys walutowy” jest bardzo trudne ze względu na złożoność tego zjawiska. Zdaniem J. Sulmickiego (2000, s. 458) istotą kryzysu walutowego jest nagła utrata zaufania międzynarodowych rynków finansowych do stabilności kursu danej waluty wraz z oczekiwaniem na jej szybką i nieuchronną dewaluację. Następstwem utraty zaufania inwestorów jest wycofywanie przez nich kapitałów z danego rynku, co skutkuje spadkiem realnej wartości waluty krajowej. Znaczny spadek wartości tej waluty może wywołać kolejne niekorzystne zjawisko: pozbywanie się waluty tego kraju przez jego rezydentów. W rezultacie w zależności od reżimu kursowego obowiązującego w kraju albo bank centralny podejmuje próbę obrony kursu waluty (dzieje się tak zwykle w systemie kursu stałego, warunkiem koniecznym jest posiadanie przez kraj zasobu rezerw dewizowych umożliwiającego takie działanie), albo rynkowa wartość waluty gwałtownie spada, co oznacza masowy odwrót od tej waluty i dalszą presję na spadek jej wartości. Należy zauważyć, że w systemie kursu zmiennego bank centralny może także podjąć próbę interwencji na rynku walutowym w celu stabilizowania kursu waluty, jednak interwencja taka nie jest w tym przypadku wymagana. G. Kaminsky, S. Lizondo i C. Reinhart (1998, s. 7) przytaczają różne definicje kryzysu walutowego przyjmowane przez różnych badaczy. Kryzys walutowy bywa utożsamiany z dewaluacją, przy czym część badań obejmuje tylko przypadki rzadko występujących dewaluacji o dużej skali, a część także mniejsze i częściej przeprowadzane dewaluacje. Niektórzy badacze przyjmują szerszą definicję kryzysu, rozumiejąc przez to pojęcie także przypadki zakończonych porażką ataków spekulacyjnych, które wprawdzie nie doprowadziły do dewaluacji, ale spowodowały znaczny wzrost krajowej stopy procentowej lub (i) istotny spadek rezerw walutowych. H. Edison (2000, s. 2) określił kryzys walutowy jako epizod, podczas którego atak na kurs waluty prowadzi do jej nagłej, gwałtownej deprecjacji, dużego spadku rezerw walutowych lub kombinacji obu tych elementów. W odróżnieniu od grupy definicji o charakterze jakościowym J. Frankel i A. Rose (1996, s. 2–4) podjęli próbę określenia konkretnych wskaźników progowych, wyznaczających początek kryzysu walutowego. Według nich za kryzys walutowy należy uznać co najmniej 25-procentową deprecjację nominalnego kursu walutowego, przy czym musi być o co najmniej 10 punktów procentowych wyższa od wcześniejszej deprecjacji (chodzi tu nie tylko o „głębokość” deprecjacji, ale także o przedział czasu, w którym nastąpiła. Jeśli spadek wartości waluty miał miejsce w długim okresie, trudno mówić o kryzysie). Jako walutę od-

<sup>13</sup> Efektywność ograniczeń nakładanych na przepływy kapitałowe jest równie dyskusyjnym zagadnieniem jak występowanie zależności między wzrostem gospodarczym a liberalizacją tych przepływów. Prowadzone badania empiryczne także nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy nakładanie ograniczeń pozwala krajowi zrealizować cele będące podstawą tej decyzji.

<sup>14</sup> Choć jak wskazuje Prezes FED B. Bernanke (2004), kraje rozwijające także powinny prowadzić politykę kursu zmiennego (gdyż jego zdaniem niedogodności z nim związane można przewyżyć przy zliberalizowanych obrotach kapitałowych, a stabilność gospodarczą osiągać, walcząc z inflacją, czyli prowadząc aktywną politykę pieniężną).

Stanowisko to jest dyskusyjne, gdyż wprowadzenie kursu zmiennego wymaga pewnej dojrzałości rynku walutowego w danym kraju. Oznacza, że przejście z reżimu kursu stałego do reżimu kursu zmiennego nie jest jedynie rezultatem „dobrej woli” tego kraju, lecz przede wszystkim pochodną istniejącej sytuacji gospodarczej i poziomu rozwoju jego rynku walutowego (por. Dattagupta et al. 2005).

niesienia przyjęli oni dolara amerykańskiego, ponieważ kraje, które poddali badaniom, związały swoje waluty właśnie z dolarem amerykańskim.

Przytoczone definicje są jedynie częścią funkcjonujących w literaturze przedmiotu, nie sposób jednak arbitralnie wskazać, która z nich najlepiej oddaje istotę problemu. Wszystkie mają ważny punkt wspólny – wskazują, że kryzys walutowy to nagła i głęboka deprecjacja kursu danej waluty, której następstwami często są dewaluacja (w systemie kursu stałego) i głęboki spadek poziomu rezerw dewizowych. Konsekwencjami kryzysu walutowego są utrata równowagi zewnętrznej przez kraj oraz (często) pojawienie się całej sekwencji kryzysów na innych rynkach. Sekwencja występowania kryzysów może być różna. Jeśli np. kryzys walutowy jest następstwem kryzysu bankowego, zjawiska kryzysowe mogą się przenieść np. na rynek papierów wartościowych czy na rynek nieruchomości. Często między wskazanymi kryzysami występuje sprzężenie zwrotne – kryzysy na różnych rynkach oddziałują na siebie wzajemnie i wzajemnie się stymulują.

Badania nad przyczynami i naturą kryzysów walutowych prowadzone są od lat w wielu ośrodkach naukowych. Wynikiem tych badań są powstanie i rozwój teorii kryzysów walutowych. Teorię tę można określić jako zbudowaną „na zapotrzebowanie”. Wysoce negatywny wpływ, jaki wywiera wybuch kryzysu na gospodarkę krajową i światową, powoduje nie tylko potrzebę znalezienia przyczyn tego zjawiska, ale także określenia wskaźników zwiększania się prawdopodobieństwa pojawienia się kryzysu i wyjaśnienia mechanizmów tworzenia się kryzysu. Teoria kryzysów walutowych rozwijała się i nadal rozwija wraz z pojawianiem się kolejnych ognisk kryzysów w gospodarce światowej, których przyczyn nie zdołały wyjaśnić wcześniejsze modele. Do chwili obecnej powstały modele teoretyczne pierwszej, drugiej i trzeciej generacji. Przedmiotem niniejszego artykułu nie jest jednak analiza teoretycznych uwarunkowań wybuchu kryzysu czy dyskusja na temat przebiegu kryzysów w poszczególnych krajach. Istotna jest natomiast odpowiedź na pytanie: czy pojawianie się kryzysów walutowych może być uznane za bezpośrednie następstwo liberalizacji przepływu kapitału.

Nie sposób zaprzeczyć, że jak już wskazano na wstępie, odwrót od doktryny szybkiej liberalizacji przepływów kapitałowych nastąpił właśnie po serii kryzysów, które przetoczyły się przez gospodarkę światową pod koniec lat 90. Ponieważ bezpośrednią i spektakularną przyczyną wybuchu kryzysu były masowe przepływy finansowe destabilizujące rynek walutowy danego kraju, liberalizacja przepływów kapitałowych wydawała się z oczywistych względów główną siłą sprawczą kryzysów. Rozumowanie takie trudno jednak uznać za zasadne, nie dostrzega bowiem rzeczywistej przyczyny zaistniałej sytuacji. W sytuacji „zamknięcia” gospodarki i braku wymienialności waluty (w skrajnym przypadku zarówno

transakcje kapitałowe, jak i transakcje bieżące poddane są kontroli) kryzys walutowy nie może wystąpić *ex definitione*, bez względu na to, co się w tej gospodarce dzieje. Powiązanie wystąpienia kryzysu z liberalizacją jest więc bardzo wygodnym wytłumaczeniem dla władz kraju, w którym kryzys wystąpił – to nie ich decyzje są powodem kryzysu, lecz liberalizacja. Przykłady dotychczasowych kryzysów pozwalają jednak na identyfikację *ex post* istotności czynników o charakterze gospodarczym. Kryzysy walutowe są następstwem splotu wydarzeń występujących w gospodarkach poszczególnych krajów i ich otoczeniu zewnętrznym, natomiast przepływy kapitału są konkretną i widoczną reakcją inwestorów na te wydarzenia i stąd niesłusznie postrzega się je za główną przyczynę wybuchu kryzysów. Opinia taka powoduje, że część ekonomistów powraca do idei utrzymywania lub wprowadzania ograniczeń w przepływach kapitału. Trudno jednak w dobie postępującej globalizacji rynków finansowych zalecać nakładanie takich ograniczeń jako panaceum na utrzymanie stabilności systemu finansowego w długim okresie. Takie działanie powoduje odizolowanie gospodarki danego kraju od międzynarodowego rynku finansowego i istotnie ogranicza możliwość jej wzrostu i rozwoju jakościowego. Nie likwiduje także prawdziwych przyczyn problemów leżącej zwykle w systemowych uwarunkowaniach działania gospodarki.

Uwolnienie przepływów kapitałowych może stać się katalizatorem wybuchu kryzysu walutowego, ale z całą pewnością liberalizacja nie powinna być uważana za główny czynnik sprawczy kryzysu. Takie postawienie sprawy oznaczałoby bowiem, że stanem optymalnym jest powrót do ograniczeń przepływu środków finansowych, ponieważ praktycznie wszystkie kraje są obecnie narażone na pojawienie się kryzysu. Pozostaje to w zasadniczej sprzeczności ze stanem faktycznym – kraje liberalizują przepływy kapitału. Nie można więc wyciągnąć prostego wniosku – kryzys walutowy jest potencjalnym kosztem liberalizacji przepływu kapitału. Choć zapewne to wyjaśnienie zadowoliliby wielu przeciwników liberalizacji.

## 6. Podsumowanie

W epoce globalizacji rynków finansowych rozważanie problemu kosztów i korzyści związanych z liberalizacją przepływów kapitałowych wydaje się bezzasadne. Co więcej, zwolennicy ograniczania swobody przepływu kapitału stanowią zdecydowaną mniejszość w sytuacji, gdy większość krajów zliberalizowała już przepływy kapitałowe lub jest w trakcie tego procesu. Najbardziej znany „opozycjonista”, J. Stiglitz, występuje przeciwko pełnej liberalizacji przepływu kapitału krótkoterminowego, nie negując korzyści płynących z liberalizacji np. inwestycji bezpośrednich. Czy w klimacie powszechnej aprobaty liberalizacji przepływu kapitału wskazywanie

na zagrożenia z nią związane ma sens? Uważam, że tak. Nie ma globalizacji rynków finansowych bez swobody przepływu środków finansowych. Otwieranie się kraju na przepływy finansowe stawia go jednak w zupełnie nowej sytuacji i wymaga odpowiedniego przygotowania. W przeciwnym wypadku rośnie ryzyko związane z liberalizacją, którego kraj może nie być w pełni świadomy.

Kraje znoszą istniejące ograniczenia, oczekując w zamian konkretnych korzyści. Najważniejszą z nich jest zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Choć brakuje mocnych empirycznych dowodów potwierdzających wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy, intuicja (podparta wnioskami płynącymi z teorii neoklasycznej) podpowiada, że taki związek istnieje. W przeciwnym wypadku nie byłoby zgody na liberalizację, która jest jednym z fundamentów obecnie funkcjonującego systemu wielodewizowego. Jak wskazano w artykule, korzyści z liberalizacji mogą mieć różną postać. Część

z nich przybiera formę ilościową (np. napływ kapitałów inwestycyjnych), część – jakościową (np. wzrost konkurencji na rynku). Liberalizacja nie oznacza samych pozytywnych. Gdyby tak było, tocząca się dyskusja na temat korzyści i kosztów liberalizacji byłaby bezzasadna z jednego prostego powodu – żaden kraj nie nakładałby ograniczeń na przepływy środków finansowych. Uwzględniając ogół krajów gospodarki światowej, które zliberalizowały przepływy kapitałowe, zdecydowanie niekorzystne efekty liberalizacji pojawiły się dotąd w bardzo niewielu. Te pojedyncze przypadki trudno uznać za argument przeciw liberalizacji. Jest to jednak argument za zachowaniem ostrożności nie tylko przy podejmowaniu decyzji o znoszeniu kolejnych barier istniejących w zakresie przepływu środków finansowych, ale także w sytuacji ich ostatecznej likwidacji. Doświadczenia minionych lat wskazują bowiem, że konsekwencje braku takiej ostrożności mogą okazać się dla krajów bardzo bolesne.

## Bibliografia

- Abiad A., Oomes N., Ueda K. (2004), *The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?*, "Working Paper", No. 112, IMF, Washington, D.C.
- Aizenman J., Pinto B., Radziwiłł A. (2004), *Sources for financing domestic capital – is foreign saving a viable option for developing countries?*, "Studies and Analyses", No. 288, CASE, Warsaw.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2005), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*, „Working Paper”, No. 11901, NBER, Cambridge.
- Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz Ch. (2001), *When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?*, "Working Paper", No. 8414, NBER, Cambridge.
- Bernanke B. (2004), *Remarks*, przemówienie na konferencji "22<sup>nd</sup> Annual Monetary Conference", 14 October, Cato Institute Washington, D.C. [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041014/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041014/default.htm)
- Czarczyńska A., Śledziwska K. (2003), *Teoria integracji europejskiej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Dottagupta R., Fernandez G., Karacadag C. (2005), *Moving to a Flexible Exchange Rate. How, When and How Fast?*, "Economic Issues", No. 38, IMF, Washington, D.C.
- Edison H.J. (2000), *Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System*, "International Finance Discussion Paper", No. 675, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Edison H.J., Klein M.W., Ricci L.A., Slok T. (2004), *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis*, "IMF Staff Papers", Vol. 51, No. 2, s. 237–238.
- Edwards S. (2001), *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, "Working Paper", No. 8076, NBER, Cambridge.
- Eichengreen B., Leblang D. (2002), *Capital Account Liberalization: Was Mr. Mahathir Right?*, "Working Paper", No. 9427, NBER, Cambridge.
- Fischer B., Reisen H. (1992), *Towards Capital Account Convertibility*, "Policy Brief", No. 4, OECD Development Centre, Paris.
- Fischer S. (2002), *Liberalization of Global Financial Services*, mimeo, Institute for International Economics, <http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer060502.pdf>
- Frankel J.A., Rose A.K. (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment*, "International Finance Discussion Paper", No. 534, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

- Fratzsch M., Bussiere M. (2004), *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, "Working Paper", No. 348, ECB, Frankfurt.
- Gilbert Ch.L., Irwin G., Vines D. (2000), *International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries*, materiał na seminarium „Capital Account Liberalization: The Developing Country Perspective“, Overseas Development Institute, <http://www.odi.org.uk/events/gilbert.pdf>
- Henry P.B. (2000), *Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?*, "Journal of Financial Economics" Vol. 58, No. 1–2, s. 301–334.
- Henry P.B., Lorentzen P.L. (2003), *Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work*, "Working Paper", No. 197, Stanford Center for International Development, Stanford.
- IMF (1993), *Balance of Payments Manual, the Fifth Edition*, Washington, D.C.
- IMF (2007), *Draft Balance of Payments and International Investment Position Manual – March 2007*, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- Janicka M. (2007), *Wskaźniki otwartości kraju na przepływy kapitałowe w: J. Schroeder, B. Stępień (red.), Handel i finanse międzynarodowe w warunkach globalizacji*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.M. (1998), *Leading Indicators of Currency Crises*, "IMF Staff Papers", Vol. 45, No.1, s. 1–48.
- Klein M., Olivei G. (1999), *Capital Account Liberalization, Financial Depth, And Economic Growth*, "Working Paper", No.7384, NBER, Cambridge.
- Klein M. (2005), *Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence*, "Working Paper", No.11112, NBER, Cambridge
- Kraay A. (1998), *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization*, mimeo, The World Bank Group [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237\\_CALMacroEffects\\_Manuscript.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf)
- Levine R. (2004), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, "Working Paper", No. 10766, NBER, Cambridge.
- Lucas R.E. Jr (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, "American Economic Review", Vol. 80, No. 2, s. 92–96.
- Małecko W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Masson P.R. (1999), *Multiple Equilibria, Contagion and the Emerging Market Crises*, "Working Paper", No. 164, IMF, Washington, D.C.
- McLean B., Shrestha S. (2002), *International Financial Liberalization and Economic Growth*, "Research Discussion Paper", No. 03, Reserve Bank of Australia, Economic Research Department, Sydney.
- Misala J. (2005), *Wymiana międzynarodowa i gospodarka światowa. Teoria i mechanizmy funkcjonowania*, SGH, Warszawa
- Mody A., Murshid A.P. (2002), *Growing Up with Capital Flows*, "Working Paper", No. 75, IMF, Washington, D.C.
- Molle W. (2000), *Ekonomia integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk
- Obstfeld M. (1994), *The Logic of Currency Crises*, "Working Paper", No. 4640, NBER, Cambridge.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. (2004a), *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility*, "Working Paper", No. 10396, NBER, Cambridge.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. (2004b), *Monetary Sovereignty, Exchange Rates and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period*, "IMF Staff Papers", Vol. 51, Special Issue, s. 75–108.
- Oreziak L. (1999), *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, TWIGGER, Warszawa.
- Quinn D.P. (1997), *The Correlates of Change in International Financial Regulation* „American Political Science Review”, Vol. 91, No. 3, s. 531-551.
- Quinn D.P., Toyoda A.M. (2006), *Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?*, mimeo, Georgetown University, McDonough School of Business, [http://faculty.msb.edu/quinn/papers/capital\\_liberalization\\_growth\\_Dec2006.pdf](http://faculty.msb.edu/quinn/papers/capital_liberalization_growth_Dec2006.pdf)
- Rodrik D. (1998), *Who Needs Capital Account Convertibility?*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>
- Rodrik D. (1999), *Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/ifa2.pdf>
- Rodrik D. (2004), *Rethinking Growth Policies in the Developing World*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/ifa2.pdf>
- Rodrik D. (2006), *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?*, "Journal of Economic Literature", vol. 44, No. 4, s. 973–987 <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>
- Singh A. (2002), *Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*, "Working Paper", No. 245, University of Cambridge, ESRC Centre for Business Research, Cambridge.

- Stiglitz J.E. (2000), *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability* w: "World Development", Vol. 28, No. 6, s. 1075–1086.
- Stiglitz J.E. (2004), *Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 20, No. 1, s. 57–71.
- Sulmicki J. (2000), *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, „Ekonomista”, nr 4, s. 457–481.
- Tsuru K. (2000), *Finance and Growth. Some theoretical considerations and a review of the empirical literature*, "Economic Department Working Paper", No. 228, OECD, Paris.
- Tytell I., S.-J. Wei (2005), *Global Capital Flows and National Policy Choices*, mimeo, <http://www.nber.org/%7Ewei/data/tytell&wei2005/Tytell%20Wei%207-15-05.pdf>
- Williamson J. (2006), *Why Capital Account Convertibility in India is Premature?*, "Economic and Political Weekly", 13 May, s. 1848–1850, <http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/williamson0506.pdf>