Krzysztof RYBIŃSKI*

Możliwość i celowość regulacji przepływu kapitałów krótkoterminowych w Polsce[1]

Wprowadzenie dodatkowych ograniczeń w przepływach kapitału krótkoterminowego będzie zawróceniem Polski z obecnej ścieżki liberalizacji, może prowadzić do utraty wiarygodności, ucieczki kapitału portfelowego i zmniejszenia skali inwestycji zagranicznych.

Ograniczenia w przepływie kapitału są skuteczne tylko w krótkim okresie, inżynieria finansowa dostarcza szerokiej gamy instrumentów finansowych, które pozwalają na omijanie stawianych ograniczeń (niniejsze opracowanie zawiera konkretne przykłady). Innymi słowy, kapitał będzie napływał/odpływał zawsze poprzez najbardziej „liberalne okno", natomiast rynek instrumentów pochodnych poza Polską zamieni profil ryzyka dowolnie wg preferencji inwestora.

Obecnie polska gospodarka stanęła przed bardzo poważnym ryzykiem kryzysu walutowego. Deficyt obrotów bieżących szacowany na około US$12,5 mld w 2000 roku będzie wymagał finansowania na rachunku kapitałowym za pomocą kapitału portfelowego i innych (nie bezpośrednich) inwestycji w wysokości około US$7 mld[2]. Dlatego gwałtowna zmiana sentymentu inwestorów portfelowych może prowadzić do załamania kursu złotego, wzrostu inflacji i recesji. ***Wprowadzenie ograniczeń dla przepływu kapitału krótkoterminowego może dać sygnał do ucieczki portfelowym inwestorom zagranicznym i doprowadzić do kryzysu walutowego.***

Deficyt obrotów bieżących w wysokości 8,3% PKB wymaga trzech decyzji: drastycznej redukcji deficytu sektora finansów publicznych, dokładnego monitorowania transakcji pozabilansowych banków i kontynuowania liberalizacji obrotów kapitałowych zgodnie z przyjętymi ustaleniami międzynarodowymi.

---

* Autor jest głównym ekonomistą ING Barings Polska i prezesem Polskiego Stowarzyszenia Ekonomistów Biznesu.

1 Opracowanie przygotowane dla Rady Społeczno-Gospodarczej przy Rządowym Centrum Studiów Strategicznych.

2 Przy założeniu, że 40% wpływów z prywatyzacji będzie umieszczone na specjalnym rachunku dewizowym w NBP i zwiększy aktywa zagraniczne rządu, a następnie zostanie użyte do spłaty zadłużenia zagranicznego.

Wprowadzenie

Ustawa Prawo dewizowe z 18 grudnia 1998 roku wprowadziła nową jakość do regulacji zasad obrotu dewizowego. Wraz z pełną liberalizacją rachunku obrotów bieżących, ustawa pozostawiła kilka ograniczeń w obrocie na rachunku kapitałowym. Ograniczenia te są zawarte w Art. 4 pkt. 3. w odniesieniu do banków, w Art. 9 w odniesieniu do innych rezydentów z wyłączeniem banku centralnego i rządu, a także w Rozdziale 3, który wprowadza nadzwyczajne ograniczenia.

Ze względu na skalę przepływu kapitału znaczenie dla stabilności gospodarczej i finansowej państwa mogą mieć następujące ograniczenia:

- zakaz nabywania krótkoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez nierezydentów przez krajowe banki oraz zakaz zbywania na rzecz nierezydentów krótkoterminowych papierów dłużnych przez banki, jeżeli wartość dziennych sald przekroczy 30% funduszy własnych banku,
- zakaz obrotu pochodnymi instrumentami finansowymi z nierezydentami, jeżeli pozycja walutowa banku wynikająca z tych transakcji przekroczy 30% funduszy własnych banku,
- dokonywanie obrotu kredytowego skutkującego powstaniem długu, którego termin spłaty jest krótszy niż jeden rok,
- dokonywanie przez nierezydentów obrotu depozytowego i transferu środków z tego tytułu, jeżeli obrót obejmuje deponowanie waluty polskiej w formie lokat terminowych o terminie zapadalności krótszym niż 3 miesiące, zaś transfer środków uzyskanych z takiej lokaty następuje przed upływem trzech miesięcy od daty zdeponowania.

Ze względu na kierunek przepływu kapitału, znaczenie mają restrykcje dotyczące napływu kapitału, zaś prawie żadnego znaczenia nie mają restrykcje dotyczące odpływu kapitału[3]. Na przykład według badań PBS[4] tylko niepełne 7% Polaków rozważało kiedykolwiek możliwość inwestowania za granicą. Instytucje, które mogłyby dokonywać eksportu dużej ilości kapitału z Polski – fundusze emerytalne – są ograniczane odrębnymi regulacjami i mogą inwestować nie więcej niż 5% aktywów za granicą.

Kwestia pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych nie ma konsensusu wśród ekonomistów, decydentów i instytucji finansowych. Polskie władze zdecydowały przesunąć termin pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych, który w 1996 roku w umowie z OECD został ustalony na koniec 1999 roku. Ostatni raport MFW[5] stwierdza, że *„silnie rozwinięte rynki złotówkowe spot i forward poza Polską oraz nieskrępowany dostęp rezydentów do walutowych depozytów i kredytów w bankach krajowych oznacza, że istniejące ograniczenia walutowe*

---

[3] Oczywiście poza regulacjami dotyczącymi zagrożeń dla polskiego systemu finansowego zawartymi w rozdziale 3 ustawy.

[4] Sondaż opublikowany w Rzeczpospolitej, 8 maja 2000.

[5] IMF Staff Country Report „Republic of Poland: Staff Report for the Article IV Consultaiton", March 2000.

nie stwarzają bariery dla spekulacyjnego ataku na złotówkę ani dla akumulowania długu zagranicznego. Zniesienie tych ograniczeń pozwoliłoby na szybszy rozwój rynków finansowych, poprawiło monitoring transakcji walutowych i sprzyjało zabezpieczaniu przed ryzykiem". Jednocześnie MFW stwierdza, że pełna liberalizacja powinna być wstrzymana do czasu ograniczenia deficytu obrotów bieżących poniżej 7% PKB, a zatem uzależnia datę liberalizacji od osiągnięcia większej stabilizacji zewnętrznej.

Ekonomiczne uwarunkowania liberalizacji przepływów walutowych

Liberalizacja przepływów kapitałowych niesie ze sobą niezaprzeczalne korzyści. Najważniejszą z nich jest zwiększona efektywność alokacji kapitału. Podobnie jak wolność obrotów handlowych tak i liberalizacja przepływów kapitału nie jest grą o sumie zerowej. Beneficjentem wolności przepływów kapitału są nie tylko spekulanci lokujący swoje pieniądze w krajach oferujących największą stopę zwrotu. Zyskują też kraje rozwijające się, które bez zagranicznego kapitału nie mogłyby wzrastać w zadawalającym tempie. Nawet w idealnym świecie, gdzie inwestorzy bezbłędnie wybierają miejsca oferujące największy zysk w stosunku do ryzyka, liberalizacja kapitałowa niesie ze sobą szereg wyzwań. Kryzysy ostatnich lat wskazują, że nawet kraje prowadzące zdrową politykę ekonomiczną mogą stać się (przynajmniej w krótkim okresie) ofiarą zmieniających się sentymentów, raptownego odpływu kapitału i związanych z tym reperkusji: gwałtownego spadku rezerw, kryzysu bankowego i poważnego zwolnienia wzrostu gospodarczego.

Wprowadzenie więc pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych to szansa na tani dostęp do funduszy, tak potrzebnych Polsce, krajowi relatywnie ubogiemu w kapitał. To również olbrzymie wyzwanie – konieczność prowadzenia takiej polityki, która nie pozwoli Polsce na podzielenie losu Rosji, Korei czy Meksyku.

Liberalizacji przepływów kapitałowych powinno towarzyszyć co najmniej pięć czynników:

- odpowiedzialna polityka fiskalna,
- rozwinięte i efektywne instrumenty polityki monetarnej i kursowej,
- wysoki poziom rezerw walutowych,
- dobrze rozwinięte i dobrze uregulowane, efektywne i dobrze nadzorowane rynki finansowe,
- płynny kurs walutowy,
- możliwość uzyskania pomocy w przypadku problemów z bilansem płatniczym.

Odpowiedzialna polityka fiskalna

Polityka fiskalna ma ogromną wagę w utrzymywaniu stabilności gospodarki w warunkach swobody przepływu kapitałów. Przy analizowaniu wpływu polityki fiskalnej na równowagę zewnętrzną państwa, warto mieć zawsze na uwadze jedną z podstawowych relacji makroekonomicznych:

$$CA \equiv (T-G) + (S-I),$$

gdzie CA to nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, T to dochody sektora finansów publicznych, G to wydatki tego sektora, S to krajowe prywatne oszczędności i wreszcie I to prywatne inwestycje. Z powyższej zależności wynika jasno, że deficyt budżetowy ma bezpośrednie odzwierciedlenie na rachunku obrotów bieżących. Przy założeniu braku efektu „wypychania" krajowych inwestycji przez deficyt fiskalny[6], zwiększony o 1% PKB deficyt budżetowy, oznacza pogorszenie się bilansu płatniczego o 1% PKB.

Powyższa relacja jest spełniona zawsze, nawet przy braku przepływu kapitałów. Wolność napływu kapitału pozwala na finansowanie deficytu bilansu obrotów bieżących tak, że bilans płatniczy jest w równowadze. Stan taki może trwać bardzo długo, pod warunkiem, że deficyt na rachunku obrotów bieżących jest na bezpiecznie niskim poziomie. Co więcej, jest naturalne, że gospodarki rozwijające się, w których oszczędności nie są w stanie sfinansować wysokich inwestycji, utrzymują deficyt obrotów bieżących.

W warunkach łatwego dostępu do funduszy, finansowanie deficytów budżetowych staje się coraz prostsze. Sektor publiczny może szybko uzależnić się od napływu kapitału zagranicznego i pochłaniać zbyt dużą część oszczędności krajowych i zagranicznych napływających do danego kraju (przykładem mogą być Brazylia, Meksyk czy Wenezuela na początku lat 1980). Zamiast szybszego rozwoju, deficyt obrotów bieżących powoduje tylko narastające zadłużenie państwa.

Wolność przepływu kapitału powoduje nie tylko łatwość zadłużania się przez rząd, ale i niebezpieczeństwo nagłego odcięcia od finansowania. W przypadku zmiany sentymentu inwestorów zagranicznych, sektor prywatny może zostać znacznie bardziej dotknięty w sytuacji dużego zużywania oszczędności przez budżet. Likwidowanie w ciągu roku deficytu budżetowego jest najczęściej z powodów politycznych niemożliwe. Wolno reagujący na szoki zewnętrzne deficyt budżetowy odcina wtedy sektor prywatny od finansowania i powoduje znacznie większą recesję niż w przypadku zbilansowanego budżetu.

Ważnym czynnikiem jest też prawdopodobieństwo nagłego odpływu kapitału, które zwiększa się poważnie, kiedy rząd prowadzi ekspansywną politykę fiskalną. Wynika to z kilku przesłanek:

- Ekspansywna polityka fiskalna przekłada się na większy deficyt na rachunku obrotów bieżących. Zbyt duży wzrost tego deficytu, szczególnie wtedy gdy nie przekłada się on na inwestycje, jest odbierany jako wzrost ryzyka inwestycji w danym kraju.

---

[6] „Wypychanie" przez wydatki rządowe krajowych inwestycji ma bardzo negatywny wpływ na gospodarkę, jako że w ogromnej większości przypadków konsumpcja rządowa oznacza konsumpcję mniej efektywną od wydatków sektora prywatnego. W przypadku Polski, bardzo niewielka część budżetu jest zużywana na inwestycje strukturalne (takie jak drogi czy oświata), reszta to wydatki nie przyczyniające się do długookresowego rozwoju.

- W środowisku liberalnych przepływów kapitałowych, ekspansja fiskalna przekłada się najczęściej na wyższy realny kurs walutowy. Wysoka realna aprecjacja jest jednym z częściej wymienianych czynników poprzedzających kryzys walutowy[7].
- Luźna polityka fiskalna prowadząca do zwiększającego się poziomu długu publicznego jest sama w sobie niemile widziana przez inwestorów zagranicznych. Przekroczenie pewnego poziomu długu publicznego może wywołać niekontrolowaną reakcję łańcuchową ze znanymi konsekwencjami.

Wynikającym z powyższej analizy wnioskiem jest stwierdzenie, że **polityka fiskalna powinna być w Polsce tak restrykcyjna, jak to tylko politycznie możliwe**. Idealnie, Polska powinna mieć nadwyżkę budżetową (co politycznie można by osiągnąć przez kolejną zmianę definicji deficytu i wliczenie do niego rekompensat dla budżetówki i emerytów). Jest kilka ku temu powodów. Po pierwsze, niedostatek oszczędności krajowych w warunkach szybkiego wzrostu inwestycji oraz dużej mobilności kapitału powoduje, że każdy deficyt budżetowy powiększa i tak duży (i konieczny) deficyt na rachunku obrotów bieżących. Po drugie, nadal wysokie realne stopy procentowe powodują, że deficyty budżetowe znacznie szybciej zwiększają akumulację długu publicznego, niż miałoby to miejsce w krajach rozwiniętych. Wprawdzie poziom długu publicznego od kilku lat spada, ale zmienność przepływów kapitałowych wymaga prowadzenia polityki „poprawniejszej" niż kraje rozwinięte. Po trzecie wreszcie, nie wydaje się prawdopodobne, aby Polska miała rosnąć szybciej niż działo się to w ostatnich latach. Jeśli nie uda się sprowadzić wydatków do odpowiedniego poziomu teraz, poważne zwolnienie gospodarcze przełoży się na dużo większy deficyt i (potencjalnie katastrofalny) spadek zaufania inwestorów.

Tabl. 1 Deficyt sektora finansów publicznych

Lata	Skonsolidowany deficyt sektora publicznego	Ujemne oszczędności sektora publicznego
1993	-3.4	-3.4
1994	-3.2	-3.2
1995	-3.2	-3.2
1996	-3.6	-3.6
1997	-3.3	-3.3
1998	-3.4	-3.4
1999E	-4.1	-3.7
2000F	-3.5	-2.1

Źródło: MFW, ING Barings

Tablica 1 powyżej pokazuje, jak ewoluował deficyt sektora finansów publicznych w ostatnich kilku latach, wraz z szacunkami na rok 1999 i prognozą na rok 2000. Znaczący wzrost deficytu sektora finansów publicznych (i nieco mniejszy, ale również znaczący przyrost ujemnych oszczędności tego sektora) w 1999

[7] Patrz na przykład Sachs, J., Tornell, A., Velasco, A., 1996, „Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons From 1995." NBER Working Paper Series. No. 5576.

roku przyczynił się do drastycznego pogorszenia deficytu obrotów bieżących z 4,3% PKB w 1998 roku do 7,5% w 1999 roku i 8,3% PKB w pierwszym kwartale 2000 roku. Wydaje się, że zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w drugiej połowie 1999 roku i oczekiwane zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej w 2000 powinno przyczynić się do osiągnięcia stabilizacji na rachunku bieżącym, na wysokim poziomie 7-8% PKB. Dalsza poprawa deficytu obrotów bieżących będzie wymagała dalszego szybkiego ograniczania deficytu sektora finansów publicznych i uzyskania dodatnich oszczędności sektora, co może być konieczne już w 2001 roku.

Ostrożna polityka monetarna

Polityka monetarna w warunkach otwartej gospodarki jest instrumentem wymagającym dużej ostrożności. Nadrzędnym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen, jednak banki centralne z reguły wyrównują cykl koniunkturalny prowadząc luźniejszą politykę pieniężną w okresach recesji, a także muszą spełniać pewne funkcje stabilizujące efekty raptownych przepływów kapitału. Bank centralny otwartej wschodzącej gospodarki nie ma takiej swobody działania jak banki centralne państw grupy G7. Ogranicza go presja kapitału spekulacyjnego, którego działania mogą obrócić w niwecz efekty polityki pieniężnej. Dla przykładu Brazylia, stojąca w obliczu recesji i kryzysu systemu bankowego, nie mogła poluzować polityki pieniężnej, gdyż to spowodowałoby załamanie się systemu kursowego i katastrofalną ucieczkę kapitału zagranicznego.

Wiele państw latynoamerykańskich, jak również Estonia czy Bułgaria świadomie zrezygnowały z niezależności polityki pieniężnej w celu uwiarygodnienia swoich celów inflacyjnych. Takie rozwiązanie ma jednak poważną wadę – oprócz neutralizowania wahań koniunktury wewnętrznej, uniemożliwia ono też reagowanie na szoki zewnętrzne (jak np. utrata zagranicznych rynków zbytu). Wydaje się, że Polskę stać na w miarę niezależną politykę monetarną. Wprawdzie powinna być ona ukierunkowana na utrzymania długookresowego trendu dezinflacyjnego, jednak pewne reakcje na szoki popytowe są dopuszczalne (jakkolwiek cięcia stóp procentowych w 1998 i styczniu 1999 roku okazały się zbyt głębokie). Sprawą absolutnej wagi jednak jest zachowanie przez NBP absolutnej wiarygodności i przejrzystości. Każda decyzja Rady Polityki Pieniężnej winna być szczegółowo uzasadniana rynkom finansowym.

Należy pamiętać również, że na politykę monetarną składa się też cała sfera regulacji systemu bankowego, która ma bezpośredni wpływ na podaż pieniądza. Deregulacja krajowego systemu bankowego oraz towarzyszący mu *boom* kredytowy bardzo często kończą się kryzysem – najpierw bankowym, potem zaś walutowym[8]. Choć (wbrew pozorom) gwałtowna ekspansja kredytowa nie wydaje się bezpośrednio związana z liberalizacją rachunku kapitałowego[9], swobodny napływ kapitału może ją wzmocnić i zaognić negatywne

[8] Patrz np. Sachs et al., 1996.
[9] Tamże.

efekty późniejszego kryzysu. Bardzo częstym czynnikiem stymulującym *boom* pożyczkowy jest asymetria informacji – pokusa nadużycia (ang. *moral hazard*) i negatywna selekcja. Przykładem takich mechanizmów jest finansowanie przez krajowy system bankowy (korzystający z łatwego finansowania zagranicznego) zbyt ryzykownych inwestycji. Sytuacja taka miała miejsce np. w Korei, gdzie banki wychodząc z założenia, że rząd nie pozwoli im upaść, angażowały się w coraz to ryzykowniejsze (ale dające potencjalnie większą stopę zwrotu) inwestycje. Rosnący apetyt na ryzyko może w skali całego kraju dać katastrofalny efekt załamania się systemu bankowego przy poważniejszym odpływie kapitału zagranicznego czy też dewaluacji krajowej waluty.

Jedynym lekarstwem na tego rodzaju efekty jest bardzo dokładne monitorowanie banków i struktury ich aktywów. Niewątpliwym problemem z tym związanym jest właściwa identyfikacja złych kredytów – w przypadku łatwego dostępu do kapitału, przedsiębiorstwa mogą łatwo spłacać swoje należności zaciągając kolejne.

Płynny kurs walutowy

Już John Mayard Keynes zauważył, że spośród wolnego przepływu kapitału, własnej polityki pieniężnej oraz stałego kursu walutowego, państwo może wybrać najwyżej dwie rzeczy. Pośrednia nawet kontrola podaży pieniądza i stóp procentowych wymaga płynnego kursu walutowego wraz z nieodłącznymi konsekwencjami. Zmienność kursów walutowych ma według wielu ekonomistów negatywny wpływ na realną stronę gospodarki[10] – niepewność dotycząca kursów walutowych zwiększa koszty działania przedsiębiorstw. Dlatego sprawą najwyższej wagi jest rozwój polskich rynków kapitałowych w celu ułatwienia firmom zabezpieczania ryzyka walutowego. Bez rozpowszechnienia instrumentów pochodnych koszty dużej zmienności nominalnych kursów wymiany dla sfery realnej mogą być poważne.

Płynny kurs walutowy jednak pozwala najczęściej na stosunkowo mało bolesne absorbowanie zewnętrznych szoków. Umożliwia on również na nieco łatwiejsze zachowanie równowagi zewnętrznej, gdyż duży deficyt handlowy powoduje deprecjację waluty, co poprawia opłacalność eksportu, podraża import i w konsekwencji prowadzi do poprawy deficytu handlowego.

Wysoki poziom rezerw walutowych

Wprawdzie płynny kurs walutowy pozwala na znacznie łatwiejsze zachowanie bilansu płatniczego w równowadze, krótkookresowe fluktuacje rachunku kapitałowego mogą powodować spore zmiany w poziomie rezerw walutowych, jeżeli bank centralny stara się ograniczyć zmienność kursu. Utrzymywanie wystarczającego ich zasobu jest więc ważne. Wysokość rezerw walutowych (na przykład liczona jako poziom pokrycia miesięcznego importu lub jako

[10] Patrz na przykład DeGrauwe, P., 1988, *Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade*, IMF Staff Papers, March, p. 63-84.

krotność zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego) jest szeroko uznawana za miarę bezpieczeństwa inwestycji w danym państwie. Wysokie rezerwy walutowe (nawet w warunkach płynnego kursu walutowego) mogą więc pełnić rolę stabilizującą przepływy kapitału. Widząc wysoki poziom rezerw walutowych, zagraniczni inwestorzy są mniej skłonni do nieracjonalnych działań i „stadnego" zachowania[11]. Wydaje się, że obecnie wielkość polskich rezerw walutowych bliska jest optymalnego poziomu. Pokrywa ponad siedmiomiesięczny import i jest ponad trzykrotnie większa od zadłużenia krótkoterminowego[12]. Według szacunków ING Barings[13] całkowite zaangażowanie kapitału krótkoterminowego w Polsce może przekraczać 60% rezerw dewizowych.

Polska uzależnia się od kapitału zagranicznego

Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych, kredyty krótkoterminowe udzielone polskim przedsiębiorstwom przez zagraniczne banki oraz inwestycje tych banków w krótkoterminowe instrumenty dłużne łącznie osiągnęły poziom około 30% rezerw dewizowych w posiadaniu NBP. Z jednej strony jest to poziom bardzo bezpieczny, około dwukrotnie niższy niż w Czechach i na Węgrzech, i dziesięciokrotnie niższy niż w Rosji przed kryzysem w 1998 roku. Z drugiej strony Polska jest jedynym krajem w grupie rynków wschodzących, w którym nastąpił znaczący przyrost zadłużenia krótkoterminowego w 1999 roku. Jednak dane Banku Rozliczeń Międzynarodowych, przygotowywane zresztą we współpracy z MFW, Bankiem Światowym i OECD nie obejmują dużej części zagranicznego kapitału krótkoterminowego inwestowanego w Polsce. Pełniejszy obraz daje analiza tzw. Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej (MPI) Polski, która jest liczona przez NBP raz do roku. Jest to statystyka, która uwzględnia wszystkie pasywa i aktywa polskiej gospodarki i pozwala na oszacowanie skali zaangażowania zagranicznego kapitału krótkoterminowego w Polsce. Niestety, ostatnia MPI, dostępna zresztą na stronie internetowej NBP, została policzona według stanu na koniec roku 1998, danych oficjalnych za 1999 rok można oczekiwać prawdopodobnie dopiero w drugiej połowie bieżącego roku. Niemniej, można policzyć MPI Polski w 1999 roku dodając do danych za 1998 rok (tabel 2 poniżej) przepływy z bilansu płatniczego Polski na bazie płatności (tabela 3 poniżej). Otrzymane w ten sposób przybliżenie jest niedokładne i prawdopodobnie nie doszacowuje skali inwestycji krótkoterminowych, ale pozwala na określenie trendu i przedstawienie skali problemu.

Po pierwsze ujemne aktywa zagraniczne Polski netto prawie podwoiły się z 30 mld dolarów w 1996 roku do około 56 mld dolarów w zeszłym roku. Nie

---

[11] Zbyt wysokie jednak rezerwy walutowe mogą wywoływać wrażenie nadmiernego bezpieczeństwa inwestycji finansowych w danym kraju i powodować nadmierny napływ kapitału spekulacyjnego.

[12] Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych.

[13] ING Barings Research Note „Corporate gearing, external liquidity and monetary policy". March 2000.

należy tych liczb mylić z aktywami zagranicznymi netto polskiego sektora bankowego, które są dodatnie i wynoszą około 26 mld dolarów głównie za sprawą rezerw dewizowych banku centralnego. Po prostu pasywa zagraniczne sektora rządowego i sektora przedsiębiorstw znacznie przewyższają wielkość rezerw dewizowych. Co to oznacza dla gospodarki? Otóż jeśli założymy, że dochodowość aktywów i pasywów zagranicznych jest podobna i wynosi np. 10%, wówczas w 2000 roku Polska musiałaby zapłacić zagranicy około 5,6 mld dolarów z tytułu zadłużenia gospodarki za granicą, jeżeli cały zysk zostałby wytransferowany za granicę. Ponownie nie należy mylić tego zadłużenia z zadłużeniem rządu. To ostatnie spada, podczas gdy w ekpresowym tempie rośnie zadłużenie sektora prywatnego. Ten transfer środków do zagranicznych inwestorów przyjmuje różne formy: wypłata kuponów i kapitału od obligacji, repatriacja odsetek z lokat bankowych, dywidendy z tytułu inwestycji w akcje, repatriacja zysków z inwestycji bezpośrednich, zawyżanie cen półfabrykatów sprowadzany od swoich spółek matek za granicą. A zatem znaczny przyrost ujemnych aktywów zagranicznych netto Polski może prowadzić do znacznego odpływu środków w ramach rachunku obrotów bieżących, co utrudni ograniczanie deficytu rachunku bieżącego. Warto dodać, że oczekiwana dochodowość polskich aktywów zagranicznych (to co otrzymujemy) jest niższa niż dochodowość polskich pasywów, (to co musimy zapłacić) ponieważ Polska musi płacić premię za ryzyko niższego ratingu niż kraje rozwinięte. A zatem w rzeczywistości potencjalna skala transferu środków za granicę jest zapewne znacznie większa niż prosty szacunek powyżej.

Po drugie, całkowite zaangażowanie kapitału krótkoterminowego w Polsce przekracza 60% rezerw dewizowych. Na tę kwotę składają się: 5,6 mld dolarów inwestycji w akcje (bez udziałów strategicznych), 3 mld dolarów inwestycji w obligacje i bony skarbowe, 0,8 mld kredytów krótkoterminowych i 3,7 mld rachunków bieżących i depozytów. Do tego należy doliczyć około 2 mld dolarów kapitału, który napłynął do Polski w okresie styczeń-marzec br., a także pewną część inwestycji bezpośrednich w postaci kredytów od spółki matki za granicą do spółki córki w Polsce. Można by argumentować, że to ciągle mniej niż wielkość rezerw dewizowych w posiadaniu NBP, więc nie ma powodów do zmartwień, bo bank centralny, przy założeniu że broni kursu złotego, mógłby obsłużyć wszystkich chętnych i jeszcze zostałoby mu dość, aby pokryć rezerwami trzy miesiące importu. Trzeba jednak pamiętać, że polskie przedsiębiorstwa mają łącznie około 22 mld dolarów długu zagranicznego i około 8 mld dolarów pożyczek od banków krajowych zdenominowanego w walutach obcych. Wiele z tych pożyczek nie jest zabezpieczonych przed ryzykiem kursowym i silne osłabienie złotego mogłoby wpędzić część firm w tarapaty finansowe. Co więcej, w Czechach w 1997 roku kryzys walutowy został wywołany przez atak londyńskich banków na koronę, lecz największy spadek wartości korony miał miejsce, gdy do kupna walut przystąpiły czeskie przedsiębiorstwa zaniepokojone spadkiem kursu korony. Jeżeli podobny mechanizm miałby wystąpić w Polsce, wówczas bank centralny mógłby mieć kłopoty z obroną kursu złotego.

Tabl. 2

POLSKA: Międzynarodowa Pozycja Inwestycyjna

AKTYWA ZAGRANICZNE			
POZYCJA AKTYWÓW ZAGRANICZNYCH	Stan na koniec roku w mln USD		
	1996	1997	1998
1. POLSKIE INWESTYCJE BEZPOŚREDNIE ZA GRANICĄ	**735**	**678**	**1,165**
1.1 Kapitał własny i reinwestowane zyski	715	635	898
1.1.1 Należności polskich inwestorów	715	635	898
1.1.2 Zobowiązania polskich inwestorów	.	.	.
1.2 Pozostałe inwestycje	20	43	267
1.2.1 Należności polskich inwestorów	20	43	267
1.2.2 Zobowiązania polskich inwestorów	-	-	-
2. POLSKIE INWESTYCJE PORTFELOWE ZA GRANICĄ	**1,338**	**839**	**1,093**
2.1 Udziałowe papiery wartościowe	.	2	9
2.1.1 Narodowy Bank Polski	.	2	2
2.1.2 Sektor rządowy	.	-	-
2.1.3 Sektor bankowy	.	0	0
2.1.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	.	.	7
2.2 Dłużne papiery wartościowe	.	837	1,084
2.2.1 Papiery dłużne długoterminowe	.	831	1,059
2.2.1.1 Narodowy Bank Polski	.	-	-
2.2.1.2 Sektor rządowy	.	666	781
2.2.1.3 Sektor bankowy	.	165	278
2.2.1.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	.	.	.
2.2.2 Instrumenty rynku pieniężnego	.	6	25
2.2.2.1 Narodowy Bank Polski	.	-	-
2.2.2.2 Sektor rządowy	.	-	-
2.2.2.3 Sektor bankowy	.	6	25
2.2.2.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	.	.	.
2.2.3 Pochodne instrumenty finansowe	.	.	.
2.2.3.1 Narodowy Bank Polski	.	.	.
2.2.3.2 Sektor rządowy	.	.	.
2.2.3.3 Sektor bankowy	.	.	.
2.2.3.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	.	.	.
3. POZOSTAŁE INWESTYCJE ZAGRANICZNE	**8,454**	**8,988**	**7,346**
3.1 Udzielone kredyty handlowe	2,036	1,781	1,804
3.1.1 Sektor rządowy	-	-	-
3.1.1.1 Długoterminowe	-	-	-
3.1.1.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.1.2 Sektor pozarządowy i pozabankowy	2,036	1,781	1,804
3.1.2.1 Długoterminowe	.	.	.
3.1.2.2 Krótkoterminowe	.	.	.
3.2 Pozostałe kredyty i pożyczki udzielone	912	1,156	1,344
3.2.1 Narodowy Bank Polski	6	5	4
3.2.1.1 Długoterminowe	6	5	4
3.2.1.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.2.2 Sektor rządowy	800	786	774
3.2.2.1 Długoterminowe	800	786	774
3.2.2.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.2.3 Sektor bankowy	54	338	537

3.2.3.1 Długoterminowe	22	218	330
3.2.3.2 Krótkoterminowe	32	120	207
3.2.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	52	27	29
3.2.4.1 Długoterminowe	41	19	25
3.2.4.2 Krótkoterminowe	11	8	4
3.3 Gotówka, rachunki bieżące i lokaty	5,394	5,980	4,170
3.3.1 Narodowy Bank Polski	144	-	-
3.3.2 Sektor rządowy	-	-	-
3.3.3 Sektor bankowy	4,938	5,823	3,882
3.3.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	312	157	288
3.4 Pozostałe aktywa zagraniczne	112	71	28
3.4.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
3.4.1.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.1.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.4.2 Sektor rządowy	81	43	28
3.4.2.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.2.2 Krótkoterminowe	81	43	28
3.4.3 Sektor bankowy	5	-	-
3.4.3.1 Długoterminowe	5	-	-
3.4.3.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.4.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	26	28	-
3.4.4.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.4.2 Krótkoterminowe	26	28	-
4. REZERWY OFICJALNE BRUTTO	**18,033**	**20,670**	**27,382**
4.1 Złoto monetarne	189	263	950
4.2 SDR	4	5	7
4.3 Pozycja rezerwowa w MFW	111	104	109
4.4 Dewizy	17,729	20,298	26,316
4.5 Pozostałe należności	-	-	-
OGÓŁEM AKTYWA	**28,560**	**31,175**	**36,986**

PASYWA ZAGRANICZNE			
POZYCJA PASYWÓW ZAGRANICZNYCH	Stan na koniec roku w mln USD		
	1996	1997	1998
1. ZAGRANICZNE INWESTYCJE BEZPOŚREDNIE W POLSCE	**11,463**	**14,587**	**22,479**
1.1 Kapitał własny i reinwestowane zyski	8,697	10,125	16,063
1.1.1 Należności od zagranicznych inwestorów	.	.	.
1.1.2 Zobowiązania wobec zagranicznych inwestorów	8,697	10,125	16,063
1.2 Pozostałe inwestycje	2,766	4,462	6,416
1.2.1 Należności od zagranicznych inwestorów	2	5	22
1.2.2 Zobowiązania wobec zagranicznych inwestorów	2,768	4,467	6,438
2. ZAGRANICZNE INWESTYCJE PORTFELOWE W POLSCE	**10,148**	**11,325**	**13,658**
2.1 Udziałowe papiery wartościowe	2,279	2,672	4,969
2.1.1 Sektor bankowy	.	.	.
2.1.2 Sektor pozarządowy i pozabankowy	.	.	.
2.2 Dłużne papiery wartościowe	7,869	8,653	8,689
2.2.1 Długoterminowe papiery dłużne	7,115	7,974	8,215
2.2.1.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
2.2.1.2 Sektor rządowy	6,884	7,343	6,672

2.2.1.3 Sektor bankowy	200	306	215
2.2.1.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	31	325	1,328
2.2.2 Instrumenty rynku pieniężnego	754	679	474
2.2.2.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
2.2.2.2 Sektor rządowy	678	475	365
2.2.2.3 Sektor bankowy	-	182	21
2.2.2.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	76	22	88
2.2.3 Pochodne instrumenty finansowe	-	-	-
2.2.3.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
2.2.3.2 Sektor rządowy	-	-	-
2.2.3.3 Sektor bankowy	-	-	-
2.2.3.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	-	-	-
3. POZOSTAŁE INWESTYCJE ZAGRANICZNE	**36,717**	**35,794**	**41,740**
3.1 Otrzymane kredyty handlowe	2,197	1,862	2,125
3.1.1 Sektor rządowy	-	-	-
3.1.1.1 Długoterminowe	-	-	-
3.1.1.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.1.2 Sektor pozarządowy i pozabankowy	2,197	1,862	2,125
3.1.2.1 Długoterminowe	-	-	-
3.1.2.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.2 Pozostałe kredyty i pożyczki otrzymane	32,776	31,982	36,964
3.2.1 Narodowy Bank Polski	78	58	32
3.2.1.1 Kredyty Międzynarodowego Funduszu Walutowego	-	-	-
3.2.1.2 Pozostałe długoterminowe	78	58	32
3.2.1.3 Krótkoterminowe	-	-	-
3.2.2 Sektor rządowy	28,708	26,584	27,061
3.2.2.1 Długoterminowe	28,708	26,367	27,061
3.2.2.2 Krótkoterminowe	-	217	-
3.2.3 Sektor bankowy	488	1,104	2,084
3.2.3.1 Długoterminowe	473	826	1,964
3.2.3.2 Krótkoterminowe	15	278	120
3.2.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	3,502	4,236	7,787
3.2.4.1 Długoterminowe	3,430	4,131	7,508
3.2.4.2 Krótkoterminowe	72	105	279
3.3 Rachunki bieżące i depozyty	1,685	1,950	2,651
3.3.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
3.3.2 Sektor rządowy	-	-	-
3.3.3 Sektor bankowy	1,685	1,950	2,651
3.3.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	-	-	-
3.4 Pozostałe pasywa zagraniczne	59	-	-
3.4.1 Narodowy Bank Polski	-	-	-
3.4.1.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.1.2 Krótkoterminowe	-	-	-
3.4.2 Sektor rządowy	1	-	-
3.4.2.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.2.2 Krótkoterminowe	1	-	-
3.4.3 Sektor bankowy	58	-	-
3.4.3.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.3.2 Krótkoterminowe	58	-	-
3.4.4 Sektor pozarządowy i pozabankowy	-	-	-
3.4.4.1 Długoterminowe	-	-	-
3.4.4.2 Krótkoterminowe	-	-	-
OGÓŁEM PASYWA	**58,328**	**61,706**	**77,877**
MIĘDZYNARODOWA POZYCJA INWESTYCYJNA NETTO	**-29,768**	**-30,531**	**-40,891**

Źródło: NBP

Tabl. 3

Bilans płatniczy RP na bazie płatności

	1995	1996	1997	1998	1999
A. RACHUNEK BIEŻĄCY	**5,455**	**-1,352**	**-4,312**	**-6,858**	**-11,628**
Towary: saldo	**-1,827**	**-8,154**	**-11,320**	**-13,720**	**-14,446**
Towary: wpływy z eksportu	22,878	24,420	27,229	30,122	26,340
Towary: wypłaty za import	24,705	32,574	38,549	43,842	40,786
Usługi: saldo	**150**	**-209**	**305**	**-508**	**-1,623**
Usługi: wpływy	3,190	3,383	3,724	3,678	3,310
Usługi: wypłaty	3,040	3,592	3,419	4,186	4,933
Dochody: saldo	**-628**	**-366**	**-458**	**-568**	**-800**
Dochody: wpływy	1,023	1,471	1,440	2,676	1,899
Dochody: wypłaty	1,651	1,837	1,898	3,244	2,699
Transfery bieżące: saldo	**6**	**224**	**1,150**	**1,942**	**1,605**
Transfery bieżące: wpływy	6,046	5,401	1,845	2,543	2,210
Transfery bieżące: wypłaty	6,040	5,177	695	601	605
Niesklasyfikowane obroty bieżące: saldo	**7,754**	**7,153**	**6,011**	**5,996**	**3,636**
B. RACHUNEK KAPITAŁOWY I FINANSOWY	**4,246**	**3,912**	**5,414**	**10,776**	**9,206**
Rachunek kapitałowy	**0**	**90**	**90**	**73**	**9**
Rachunek finansowy	**4,246**	**2,805**	**5,324**	**10,703**	**9,197**
Inwestycje bezpośrednie: saldo	**1,134**	**2,741**	**3,041**	**4,868**	**6,630**
Inwestycje portfelowe: saldo	**1,171**	**241**	**2,098**	**1,331**	**1,110**
Pozostałe inwestycje: saldo	**1,941**	**840**	**185**	**4,504**	**1,487**
Polskie należności za granicą (aktywa)	**1,241**	**445**	**-921**	**2,247**	**-1,961**
Kredyty udzielone powyżej 1 roku	29	-32	-82	-83	-12
Wykorzystanie	5	55	227	260	198
Spłata	34	23	145	177	186
Kredyty udzielone do 1 roku włącznie	-22	-5	-60	-16	14
Inne należności	1,234	482	-779	2,346	-1,963
Gotówka, rachunki bieżące i lokaty	1,234	482	-825	2,295	-1,983
Pozostałe należności	0	0	46	51	20
Polskie zobowiązania wobec zagranicy (pasywa)	**700**	**395**	**1,106**	**2,257**	**3,448**
Kredyty otrzymane powyżej 1 roku	132	-211	416	1,743	1,995
Wykorzystanie	702	819	1,189	3,234	4,323
Spłata	570	1,030	773	1,491	2,328
Kredyty otrzymane do 1 roku włącznie	88	85	592	-41	413
Inne zobowiązania	480	521	98	560	1,055
Rachunki bieżące i depozyty	480	521	98	601	1,058
Pozostałe zobowiązania	0	0	0	-41	-3
C. SALDO BŁĘDÓW I OPUSZCZEŃ	**114**	**1,076**	**2,488**	**1,790**	**2,339**
RAZEM POZYCJE OD A DO C	**9,815**	**3,636**	**3,590**	**5,708**	**-83**
D. POZYCJE FINANSUJĄCE	**-9,815**	**-3,636**	**-3,590**	**-5,708**	**83**
Aktywa rezerwowe (Rezerwy oficjalne brutto)	-8,432	-3,641	-3,591	-5,698	92
Kredyty z MFW	-1,400	0	0	0	0

Źródło: NBP

Ekonomiczne uwarunkowania liberalizacji przepływów kapitałowych to twarda polityka fiskalna, odpowiedzialna i przejrzysta polityka pieniężna, do-

kładne monitorowanie systemu bankowego, płynny kurs walutowy umożliwiający łagodne dostosowania do szoków zewnętrznych oraz wreszcie wysoki poziom rezerw walutowych (w relacji do poziomu importu i zadłużenia krótkoterminowego). Polska bliska jest spełnienia większości tych warunków – konieczne jest jednak dalsze zacieśnienie fiskalne (które obejmowałoby też pozabudżetową sferę publiczną) prowadzące do osiągnięcia dodatnich oszczędności przez sektor publiczny.

Zabezpieczenia przeciw naruszeniom równowagi bilansu płatniczego

Najlepszym zabezpieczeniem przed naruszeniem równowagi bilansu płatniczego jest zrównoważona polityka makroekonomiczna. Natomiast środki jakie można przedsięwziąć w przypadku naruszenia równowagi bilansu płatniczego to inny problem. Środki te muszą być odpowiednio dobrane do przyczyn, które wywołały nierównowagę. Kryzysy walutowe, które miały ostatnio miejsce w gospodarce światowej, duża zmienność kursów walutowych, na nowo ożywiły dyskusje na temat wprowadzenia ograniczeń w napływie kapitału. Postulaty te mają swoje racjonalne podstawy. Oprócz kontroli wpływających zagranicznych funduszy, mówi się również o ograniczaniu wypływających z kraju pieniędzy. Ograniczenia wywozu dewiz, do niedawna kojarzone raczej z dyktatorami afrykańskich państewek, znajdują adwokatów u decydentów tradycyjnie otwartych państw (jak np. Malezja) i u ekonomistów uważanych za ortodoksyjnych[14]. Co przemawia za kontrolowaniem napływu i wypływu kapitału, jak można to robić i czy metody te spełniają swoje zadanie w praktyce?

Dlaczego hamować napływający kapitał?

Istnieją cztery powody, dla których kraj może zdecydować wprowadzić kontrolę napływu kapitału:

- duży, niespodziewany napływ kapitału może powodować nadmierną zmienność nominalnego i realnego kursu walutowego z tendencją do aprecjacji waluty krajowej, która szkodzi realnej sferze gospodarki,
- taki napływ może skutkować presją inflacyjną wynikającą ze wzrostu rezerw walutowych połączonego ze wzrostem bazy monetarnej w banku centralnym,
- napływ kapitału może powodować wysoką aktywność spekulacyjną na krajowym rynku aktywów np. akcji,
- gwałtowny odpływ wcześniej zainwestowanego kapitału może powodować negatywne skutki dla gospodarki. Przykładem takiej sytuacji są kraje Azji Południowo-Wschodniej, gdzie gwałtowny odpływ wcześniej zainwestowanych przez nierezydentów środków spowodował załamanie gospodarcze.

[14] Patrz np. Krugman, P., 1998, Asia: time to get radical.

Przykłady instrumentów kontroli przepływu kapitału

Wprowadzenie kursu oficjalnego

Rząd może zadecydować, że wszystkie dewizy z tytułu eksportu muszą zostać zamieniane (po oficjalnym kursie) na krajową walutę. Waluta ta jest następnie asygnowana na potrzeby importu oraz spłaty zadłużenia zagranicznego. Efektem takiej regulacji ma być zneutralizowanie wpływu zewnętrznych efektów polityki monetarnej na kurs walutowy i realną sferę gospodarki. W teorii dzięki oficjalnemu kursowi i przerwaniu połączenia pomiędzy stopami procentowymi i kursem walutowym możliwe jest niezależne prowadzenie polityki monetarnej i fiskalnej przy stałym kursie walutowym. Przepisy tego rodzaju funkcjonowały w Polsce przed 1989 rokiem. Regulacje takie w ostatnim czasie wprowadziła Malezja. Istnieją również plany wprowadzenia podobnych zarządzeń w Rosji.

Kursowi oficjalnemu towarzyszy zawsze legalny lub nielegalny rynek, gdzie kurs lokalnej waluty jest określany zgodnie z wyceną rynkową. Operacje na rachunku kapitałowym (oraz zmienność rynkowego kursu walutowego) mogą więc być częściowo legalne. Celem wprowadzenia kursu oficjalnego jest przede wszystkim ustabilizowanie wartości krajowej waluty w rozliczeniach rachunku bieżącego oraz inwestycji bezpośrednich.

Administracyjne wydłużenie horyzontu inwestycji

Innym popularnym środkiem ograniczania wypływu krótkoterminowego kapitału jest wprowadzenie obowiązku utrzymywania zakupionych papierów wartościowych (lub też funduszy pochodzących z ich sprzedaży) przez pewien okres czasu. Regulacja taka ma dwie funkcje. Po pierwsze, bezpośrednio ogranicza ona napływ kapitału krótkoterminowego (a właściwie sztucznie wydłuża zapadalność inwestycji). Po drugie, obowiązkowa retencja zysków z operacji kapitałowych może powodować ostudzenie stadnych zachowań inwestorów zagranicznych. Powodem wycofania inwestycji przez zagranicznych inwestorów jest często konieczność pokrycia strat poniesionych na innych rynkach. Uniemożliwienie tego rodzaju praktyk może ograniczyć rozprzestrzenianie się kryzysów walutowych na inne kraje.

Obydwa te cele nie mogą jednak być w pełni zrealizowane za pomocą nakazowego wydłużenia inwestycji powyżej danego okresu czasu. Oprócz nielegalnych sposobów omijania takich restrykcji, podobne regulacje nie mają wpływu na inwestycje, które znajdują się w kraju dłużej niż wymagany okres. W przypadku Polski znaczna większość zagranicznych inwestycji portfelowych to lokaty w 2 i 5-letnie obligacje skarbowe. Jeśli więc minimalny wymagany okres inwestycji wynosiłby jeden rok (a trudno wyobrazić sobie dłuższy termin), inwestorzy i tak mogliby zamknąć znaczącą większość zainwestowanego kapitału powodując destabilizację bilansu płatniczego.

Obowiązek przetrzymywania krajowej waluty pochodzącej z obrotów kapitałowych

Pewną odmianą powyższej regulacji jest nakaz utrzymywania zysków ze sprzedaży na koncie w kraju przez pewien okres, niezależnie od długości wcześniejszej inwestycji. Nakaz taki wprowadzany jest najczęściej na krótki okres w przypadku dużych zachwiań na rachunku kapitałowym. Istnieją jednak problemy związane z takim rozporządzeniem. Po pierwsze, powinno ono być wprowadzane jedynie w wyjątkowych przypadkach. Jeśli działa ono długo, daje identyczny efekt jak podatek od zagranicznych inwestycji kapitałowych (patrz niżej). Obowiązek utrzymywania pieniędzy ze sprzedaży papierów wartościowych na krajowych rachunkach bankowych przez na przykład 3 miesiące, powoduje jedynie przesunięcie decyzji inwestycyjnych oraz ich wykonania w fazie. Najbardziej prawdopodobny efekt takich regulacji to nieco mniejszy napływ kapitału (z powodu mniejszych zysków) oraz praktycznie nie zmienione zachowania inwestorów. Nawet w przypadku stosowania takich regulacji jedynie w wyjątkowych przypadkach studzący paniczne zachowania efekt stabilizujący może być zniwelowany przez większą nerwowość inwestorów obawiających się wprowadzenia restrykcji odpływu kapitału.

Podatek od transferów kapitałowych

Podatek od transferów kapitałowych pozwala na wprowadzenie różnicy pomiędzy krajowymi stopami procentowymi dla inwestorów wewnętrznych i zewnętrznych. Najczęściej stosowany jest on w celu powstrzymania napływu kapitału zagranicznego. W krańcowych przypadkach można zastosować czasową opłatę od repatriacji kapitału za granicę. Inwestorzy mieliby powstrzymać się od zamykania pozycji w niekorzystnym dla krajowej gospodarki okresie, w oczekiwaniu braku konieczności zapłacenia podatku później. Skuteczność działania takiego środka w ekstremalnych warunkach rynkowych jest jednak wątpliwa. Inwestorzy zagraniczni nie są w stanie zaakceptować duże straty w celu pokrycia krótkich pozycji na innych dotkniętych kryzysem rynkach. Co więcej, podobnie jak w poprzednim przypadku, odpływ kapitału może zostać przyspieszony przez inwestorów obawiających się wprowadzenia podatku. Podatek wyrównawczy w wysokości 3% był stosowany przez Brazylię w 1993 roku i był pobierany w momencie wymiany walut obcych na walutę krajową w celu kupna brazylijskich obligacji i innych instrumentów dłużnych.

Obowiązkowe depozyty

Kolejnym instrumentem instrumentów pośredniego zabezpieczania jest obowiązkowy depozyt (VDR)[15]. Formalnie VDR jest podatkiem płaconym od zagranicznego finansowania w formie nie oprocentowanych rezerw (depozytów) obowiązkowych nominowanych i płaconych w walutach obcych. Praktycznie

[15] Por. Jang-Yung Lee,1996, Impication of Surge in Capital Inflows: Avaiable Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy, IMF Working Paper 96/53.

działanie tego instrumentu polega na odprowadzaniu określonego procentu (w Hiszpanii i Chile było to 20-30%) pasywów zagranicznych przez rezydentów na nie oprocentowany rachunek w banku centralnym na określony, stały okres czasu. Typowo, procent ten jest ustalany w stosunku do nowo napływającego kapitału i może być zmieniany w zależności od sytuacji. Okres minimalny przechowywania depozytu w banku centralnym jest również zmienny. Tym samym jedną z istotnych zalet VDR jest możliwość elastycznego stosowania.

Inną zaletą tego instrumentu jest to, że posiada wbudowany mechanizm, który penalizuje w znacznie większym stopniu napływ kapitału krótkoterminowego i tym samym ogranicza napływ kapitału uważanego za spekulacyjny. Powodem jest fakt, że okres przechowywania depozytu jest stały, tak że efektywne koszty funduszy zagranicznych rosną jeśli termin, na który pożyczane są środki zmniejsza się. Istnieją również możliwości zróżnicowania wielkości procentu lub okresu przechowywania w zależności terminu na jaki pożyczane są środki z zagranicy. Kolejną zaletą VDR jest fakt, że może służyć on bankowi centralnemu jako automatyczny instrument sterylizacji napływu kapitału poprzez fakt, że część środków nie zostanie wymieniona na walutę krajową powiększającą bazę monetarną i tym samym presja inflacyjna zostanie zmniejszona.

Instrument ten posiada również pewne potencjalne ograniczenia oraz utrudnienia w praktycznym zastosowaniu. Po pierwsze, jak każda administracyjna regulacja jest kosztowna i wymaga zaangażowania środków (prowadzenie rachunków i kontrola). Po drugie, wprowadzenie tego instrumentu może zniechęcić nie tylko kapitał spekulacyjny, ale także kapitał długoterminowy.

Jak działa to w praktyce?

Badania empiryczne wskazują, że w długim okresie bariery przypływu kapitału raczej w niewielkim stopniu zmieniają poziom makroekonomicznych wskaźników danego kraju[16]. W krótkim okresie jednak, ograniczenia odpływu kapitału mogą wspomóc programy stabilizacyjne, poprzez umożliwienie odejścia od parytetu stopy procentowej. Na przykład, jeśli reforma systemu bankowego wymaga pewnego poluzowania polityki pieniężnej, dewaluacja zaś wywołałaby całkowity upadek tego sytemu, kontrola odpływu kapitału może dostarczyć nieco swobody działania.

Ograniczenia odpływu kapitału są jednak drastycznym rozwiązaniem, które (nie bez racji zresztą) są kojarzone z krajami zacofanymi[17]. Dla nich ograniczenia odpływu kapitału są metodą na utrzymywanie polityki fiskalnej lub monetarnej niespójnej z realnym kursem walutowym. Nawet jeśli kontrola wypływającego kapitału stosowana jest jedynie tymczasowo i służy np. planowi

---

[16] Por. Dooley, M., 1995, A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions, IMF Working Paper 95/127.

[17] Por. Grilli, V., Milesi-Feretti, G.M., 1995, Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, IMF Working Paper WP/95/31.

stabilizacyjnemu, związane jest z nią szereg problemów. Po pierwsze, jak każda administracyjna regulacja, kontrola wypływu kapitału wymaga sporego zaangażowania środków (fiskalnych) – biurokracja (jak również związana często z nią korupcja) ma wymiernie negatywny wpływ na dochód narodowy.

Po drugie, ograniczenia odpływu kapitału mają swoje efekty uboczne, które w wielu przypadkach mogą zniwelować korzyści wynikające z kontroli przepływów kapitałowych. Ograniczenie wypływu funduszy wywołuje zawsze olbrzymi spadek zaufania inwestorów. Mało kto decyduje się na inwestycje w kraju, z którego bardzo trudno zrepatriować zysk. Dotyczy to nie tylko inwestycji portfelowych, ale i bezpośrednich. Spadek napływu zagranicznych inwestycji bardzo często likwiduje potencjalne poprawienie rachunku kapitałowego wynikające z retencji środków już zainwestowanych. Co więcej, odzyskiwanie tak utraconego zaufania może trwać bardzo długo. Ograniczenia przepływów kapitału nie pozostają bez wpływu na handel zagraniczny, który w przypadku ogromnej większości rozwijających się państw, jest motorem wzrostu[18].

Należy też pamiętać, że nie wynaleziono jeszcze skutecznych metod powstrzymywania odpływu kapitału. Nie chodzi tu jedynie o proste wywożenie dolarów w walizkach. Obok oficjalnego kursu wymiany zawsze pojawia się (czasem zresztą za zgodą władz) kurs czarnorynkowy (wystarczy przypomnieć polskich „waluciarzy" z czasów sprzed 1989 roku). Pojawiają się fałszywe faktury eksportowe, dokumenty importowe zaś chowane są do szuflady (a waluta wyasygnowana na ten cel odpływa za granicę). Malejąca z czasem efektywność barier odpływu kapitału nie jest zresztą jedynie wynikiem nauki ich omijania przez uczestników rynku kapitałowego. Efektywność ta niknie również z powodu rozwijającego się gwałtownie stopnia skomplikowania instrumentów finansowych. Oczywistym przykładem jest tutaj omijanie zakazu „krótkiej" sprzedaży złotówki za pomocą transakcji typu *swap*.

Fakt, że żadne metody ochrony przed odpływem kapitału nie są skuteczne nie zmienia wcale tego, że kontrola odpływu kapitału ma często negatywny wpływ na dochód narodowy. Angażowanie się w nieproduktywne działania mające na celu ominięcie przepisów (ang. *rent seeking*) powoduje wiele strat.

Ostateczna odpowiedź na pytanie czy należy stosować kontrolę odpływu kapitału wcale nie jest oczywista. Wymienione wyżej problemy związane z kontrolą odpływu kapitału mogą być uznawane za nikłe wobec spodziewanego w Azji skurczenia się realnego dochodu narodowego brutto. Przy wprowadzaniu ograniczeń odpływu kapitału następujące uwarunkowania muszą być uwzględnione:

- Ograniczenia odpływu kapitału muszą być traktowane jako środek tymczasowy pomagający w rozpoczęciu programu stabilizacyjnego czy też służący neutralizacji niesłychanego zachwiania równowagi bilansu płatniczego.

[18] Tamirisa, N., 1998, Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade, IMF Working Paper WP/98/81.

Jako że zaburzenia związane z ograniczeniami odpływu kapitału są poważne i zazwyczaj pogarszają się z czasem. Konieczne jest szczegółowe uzasadnienie wprowadzonych regulacji oraz wskazanie czasu ich zlikwidowania.

- Ograniczenia odpływu kapitału muszą być tak skonstruowane, aby handel międzynarodowy był jak najmniej dotknięty. W szczególności musi być możliwa wymiana walut dla celów obsługi bilansu obrotów bieżących.
- Pod żadnym pozorem nakazy administracyjne nie mogą przekształcić się w stymulant handlu zagranicznego (przez utrzymywanie sztucznie zaniżonego kursu walutowego) czy też tarczę chroniącą przed efektami nieodpowiedzialnej polityki monetarnej lub fiskalnej. Taka sytuacja wywołałaby trudne do odrobienia straty wiarygodności Polski na arenie międzynarodowej i cofnęła kraj do kategorii państw „przed-trasformacyjnych".

Zagrożenia dla bilansu płatniczego i stabilności gospodarki związane z liberalizacją transakcji kapitałowych

Zagrożenia dla bilansu płatniczego związane z inwestycjami bezpośrednimi portfelowymi rezydentów i nierezydentów

Zagrożenia związane z liberalizacją inwestowania za granicą przez rezydentów

Liberalizacja możliwości inwestowania przez rezydentów za granicą nie stanowi żadnego zagrożenia dla bilansu płatniczego zarówno w krótkim, jak i długim okresie. W dającej się przewidzieć przyszłości Polska będzie importerem kapitału netto, gdyż udział inwestycji w majątek trwały w PKB (obecnie wynoszący około 26%) będzie znacznie przekraczał udział krajowych oszczędności w PKB (obecnie około 19%).

Zagrożenia związane z liberalizacją inwestowania nierezydentów w Polsce

Inwestycje portfelowe są praktycznie w pełni zliberalizowane. Nierezydenci już obecnie kupują papiery skarbowe, obligacje przedsiębiorstw i krótkoterminowe papiery komercyjne oparte na prawie wekslowym. Również dokonują transferu zysków z tytułu inwestycji w powyższe instrumenty. Ponieważ rynek papierów komercyjnych jest bardzo płytki, skala zagrożeń dla bilansu płatniczego z tytułu inwestycji nierezydentów w te instrumenty jest niewielka w krótkim okresie. W kwietniu 2000 roku łączna wartość papierów komercyjnych w obrocie wynosiła około 8,7 mld złotych, podczas gdy wartość rynku papierów skarbowych wg danych Ministerstwa Finansów[19] przekraczała 98 mld złotych w grudniu 2000 roku. W dłuższym okresie w Polsce nastąpi gwałtow-

[19] Ministerstwo Finansów, Departament Długu Publicznego „DP" 12/99.

ny rozwój rynku papierów komercyjnych i obligacji przedsiębiorstw, który będzie wynikał z czterech czynników:

- Ten segment rynku jest słabo rozwinięty nawet w porównaniu z takimi krajami, jak Węgry czy Czechy.
- Ustawa o obligacji została uchwalona przez Sejm, czeka na dyskusję w Senacie i podpis prezydenta. Po usystematyzowaniu zasad emisji, wszystkie papiery komercyjne będą miały tę samą konstrukcję prawną, co znacznie upłynni i pogłębi rynek.
- Wraz ze spadkiem nominalnych stóp procentowych wzrośnie popyt przedsiębiorstw na długoterminowe finansowanie, które często w najtańszy sposób zapewnia emisja obligacji.
- W kwietniu 1999 roku pojawiły się fundusze emerytalne drugiego filara zreformowanego systemu emerytalnego. Te podmioty będą zainteresowane papierami komercyjnymi, co przyczyni się do obniżenia rentowności, a zatem do szybkiego rozwoju tego rynku.

Według danych ministerstwa finansów w grudniu 1999 roku nierezydenci posiadali PLN 13,5 mld papierów skarbowych, w tym PLN 9,2 mld obligacji pięcioletnich. Według danych bilansu płatniczego w okresie styczeń-marzec nierezydenci zainwestowali w Polsce około US$ 2 mld w instrumenty o stałej stopie procentowej.

Zagrożenia dla bilansu płatniczego związane z transakcjami w zakresie kredytów i depozytów

Jednym z istotnych zagrożeń związanych z liberalizacją transakcji w zakresie kredytów jest możliwość pożyczania przez nierezydentów złotych w polskich bankach. Złotówki uzyskane w ten sposób mogą być wykorzystane do spekulacyjnych ataków na polską walutę. Nierezydenci za pożyczone złotówki mogą dokonywać zakupów walut wymienialnych powodując presję na deprecjację waluty krajowej. Będzie to skutkowało zmieszaniem się aktywów walutowych polskich podmiotów. Chociaż nowe prawo dewizowe określa, że obrót kredytowy nie wymaga zezwolenia dewizowego, jeżeli termin pierwotny spłaty jest dłuższy niż 1 rok, co w pewnym stopniu zmiesza ryzyko działań spekulacyjnych. Faktycznie restrykcje prawa dewizowego dotyczą w tym przypadku zarówno banków krajowych, jak i nierezydentów. Rozwiązanie to dopuszcza jednak możliwość pożyczania złotych na okres powyżej 1 roku do kwoty określonej w przepisach.

Alternatywą drogą uzyskania złotych może być tzw. kredyt w rachunku bieżącym, czyli przekroczenie salda na rachunku nierezydenta prowadzonego w polskim banku. Operacja ta występuje powszechnie w odniesieniu do klientów rezydentów. Gdy nierezydent przekroczy rachunek faktycznie uzyskuje krótkoterminowy kredyt złotowy. Wydaje się, że w obecnym prawie brak odpowiednich zabezpieczeń przed tego typu transakcjami.

Innym źródłem umożliwiającym nierezydentom zaciąganie krótkoterminowych zobowiązań mogą być transakcje typu repurchase agreement, tj. sprze-

daż krajowych papierów wartościowych z przyrzeczeniem odkupu w przyszłości. Transakcja ta dokonywana na długoterminowych dłużnych papierach wartościowych w świetle proponowanych przepisów nie wymaga zezwolenia dewizowego. Jednocześnie transakcja ta może być dokonana na dowolnie krótki okres czasu. Może też w zależności od potrzeb być wielokrotnie powtarzana.

W zakresie rachunków depozytowych prowadzonych w zagranicznych instytucjach finansowych (polskie inwestycje za granicą) umożliwiono dokonywanie obrotu depozytowego związanego z inwestycjami bezpośrednimi lub portfelowymi. Wyłączono również te środki z obowiązku natychmiastowego transferu. Tym samym rozszerzono możliwy zakres transakcji o lokowanie środków na tych rachunkach bez ograniczeń. Może to powodować odpływ środków walutowych w przypadku zachwiania równowagi bilansu płatniczego. W zakresie zagranicznych inwestycji w Polsce istotne zagrożenia mogą wynikać z napływu lub odpływu kapitału wynikającego z obrotu depozytowego dokonywanego przez nierezydentów w polskich bankach. Chociaż odpowiednie zabezpieczenia znalazły się w projekcie nowego prawa dewizowego to wykorzystanie instrumentów pochodnych, jak zostało to wykazane poniżej, pozwoli omijać te ograniczenia.

Zagrożenia dla bilansu płatniczego z tytułu transakcji derywatami

Wraz z dynamicznym rozwojem rynków finansowych w Polsce transakcje pozabilansowe mają coraz silniejszy wpływ na bilans płatniczy Polski. Dlatego kontrola zobowiązań pozabilansowych banków nabiera szczególnego znaczenia z kilku powodów:

- Skala transakcji derywatami rośnie z roku na rok. Jako przykład można przytoczyć fundusz hedgingowy (tzn. taki, który poza swoim kapitałem pożycza pieniądze od banków, lewarując tym samym pozycję spekulacyjną kilku albo wręcz kilkunastokrotnie) Long Term Capital. LTCM miał około US$ 4 mld własnego kapitału, suma otwartych pozycji LTCM w papierach przekraczało US$ 120 mld w sierpniu 1998 r. (kwota niewiele mniejsza od wielkości polskiego PKB i dwukrotnie przekraczająca łączną kapitalizację wszystkich polskich rynków kapitałowych) zaś kwota ekspozycji LTCM w derywatach przekraczała US$ 1 bln. Na skutek kryzysu w Rosji fundusz ten stanął na skraju bankructwa i został uratowany dzięki interwencji konsorcjum największych amerykańskich i europejskich banków inwestycyjnych.
- Kraje starające się o członkostwo w Unii Europejskiej (EU) i Unii Monetarnej (EMU) stają się naturalnym celem funduszy hedgingowych. Przytaczany powyżej LTCM spekulował m.in. na konwergencji oprocentowania włoskich i niemieckich obligacji rządowych kursów walutowych i stóp procentowych. Zaś taki proces stanowi doskonałe środowisko spekulacji dla funduszy hedgingowych. Proces spekulacji może zostać jeszcze bardziej nasilony poprzez wprowadzenie jednolitej waluty Euro w styczniu 1999 roku. Spekulanci walutowi i stóp procentowych utracili większą część dotychczasowych instrumentów w Europie – będzie tylko jedna waluta –

więc w naturalny sposób zainteresują się walutami krajów aspirujących do członkostwa w strukturach europejskich, głównie Czech, Polski i Węgier.

- W latach 1994-5 kryzys finansowy doprowadził do głębokiej recesji w Meksyku i Argentynie. W 1997 i 1998 roku fala kryzysów finansowych przelała się przez kraje azjatyckie: Indonezja, Korea Płd., Malezja i Tajlandia, to tylko niektóre przykłady. W sierpniu 1998 roku na skutek dewaluacji rubla Rosja zawiesiła spłaty długu wewnętrznego i zagranicznego, a następnie pogrążyła się w głębokiej recesji. Wielu decydentów (np. bank rozliczeń międzynarodowych, niektórzy przedstawiciele grupy G7) uważa, że częściową winą za tak silną falę kryzysów należy obarczyć spekulantów, a w szczególności fundusze hedgingowe. W rezultacie proponuje się wprowadzenie restrykcji w przepływów krótkoterminowego kapitału przez kraje rozwijające się. Jednak wiele pozabilansowych transakcji instrumentami pochodnymi pozwala na ominięcie tych restrykcji. Co więcej, na skutek zawierania takich transakcji przepływ kapitału w statystyce bilansu płatniczego będzie zupełnie „legalny" i „długoterminowy", jednak będzie odzwierciedlał tylko transakcje zabezpieczające krótkoterminowe spekulacje.
- Transakcje derywatami pozwalają na lewarowanie swoich pozycji. Np. bank rezydent może w bardzo prosty sposób cztero-pięciokrotnie zwiększyć swoje ryzyko związane z akcjami lub instrumentami o stałej stopie procentowej bez wykazywania tego ryzyka w bilansie. Z drugiej strony bank inwestycyjny w Londynie sprzedający taki instrument musi zabezpieczyć się przed ryzykiem. Dlatego też w wyniku transakcji derywatami pojawiają się duże przepływy kapitału, które nie miałyby miejsca, gdyby takie transakcje nie były zawierane.

Transakcje derywatami generują duże przypływy kapitału, a także pozwalają na ominięcie ograniczeń w przepływie kapitału, w tym również ograniczeń w nowym prawie dewizowym. Wiele z tych transakcji przyczyniło się do powstania kryzysu walutowego w Meksyku w latach 1994-1995 (zob. P. Garber [1998]).