

Finanse

Kontrola przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej

Podejście instytucjonalne
Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz



Kontrola przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej

Podejście instytucjonalne

Międzynarodowego Funduszu Walutowego



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Kontrola przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej

Podejście instytucjonalne
Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz (ORCID: 0000-0001-5789-3346)
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENCI

Sławomir I. Bukowski, Marzanna Lament

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Monika Poradecka

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Wojciech Grzegorzczak

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Texvector

© Copyright by Iwona Maciejczyk-Bujnowicz, Łódź 2023
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2023

<https://doi.org/10.18778/8331-164-7>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.10106.20.0.M

Ark. wyd. 12,0; ark. druk. 11,125

e-ISBN 978-83-8331-164-7

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-237 Łódź, ul. Matejki 34A
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wprowadzenie	7
Rozdział 1	
Przepływy kapitału w świetle teorii i badań empirycznych	11
1.1. Przegląd wybranych koncepcji teoretycznych dotyczących przepływu kapitału	11
1.1.1. Klasyczne ujęcie modelu Mundella-Fleminga	15
1.1.2. Teoria optymalnych obszarów walutowych	18
1.2. Przepływy kapitału w świetle najnowszych wyników badań	20
1.3. Korzyści i koszty związane z przepływami kapitału	23
1.4. Zmienność przepływu kapitału – istota zjawiska	26
1.5. Finansowe efekty zewnętrzne związane z przepływami kapitału	28
1.6. Zewnętrzne efekty zagregowanego popytu	32
1.7. Inne zakłócenia międzynarodowych przepływów kapitału i efektów zewnętrznych	
– nadmierne pożyczanie	33
1.7.1. Pokusa nadużycia i ratowanie upadających podmiotów	33
1.7.2. Nadmierny optymizm	34
1.8. Wyzwania dla współczesnych gospodarek. Wnioski z badań	35
1.8.1. Chile	42
1.8.2. Kryzys azjatycki	44
1.8.3. Malezja i Brazylia	46
Rozdział 2	
İstota, pomiar i efektywność kontroli kapitału	49
2.1. Kontrola przepływu kapitału – istota zjawiska	50
2.2. Środki zarządzania przepływami kapitału – pojęcie	53
2.3. Projekcja i cechy wybranych środków kontroli kapitału	58
2.4. Motywy zastosowania środków kontroli kapitału	62
2.5. Kanały oddziaływania kontroli kapitału	67
2.6. Wpływ kontroli kapitału na stabilność finansową	69
2.7. Wpływ kontroli kapitału na wyniki makroekonomiczne	70
2.7.1. Kontrola kapitału a długoterminowe efekty wzrostu gospodarczego	71
2.7.2. Zmienność produkcji i konsumpcji a wzrost gospodarczy	72
2.7.3. Efekt realnego kursu walutowego i wzrost gospodarczy	73
2.7.4. Kontrola kapitału i niezależność polityki pieniężnej	74
2.8. Skutki uboczne kontroli kapitału	75
2.9. Reakcje polityki makroekonomicznej na kontrolę kapitału w Brazylii, Republice Południowej Afryki i Turcji	76

6 Spis treści

2.9.1. Brazylia	78
2.9.2. Republika Południowej Afryki	78
2.9.3. Turcja	79
2.10. Ocena efektywności zastosowanych środków kontroli kapitału w Brazylii, Republice Południowej Afryki i Turcji	80
2.11. Działania makroostrożnościowe w wybranych gospodarkach azjatyckich	83

Rozdział 3

Pogląd instytucjonalny MFW 2012. Motywy przyjęcia i wdrożenie	87
3.1. Uwarunkowania wprowadzenia i stosowania zasad poglądu instytucjonalnego	88
3.2. Główne założenia i zasady poglądu instytucjonalnego z 2012 roku	90
3.3. Kryzys COVID-19 i przepływy kapitału	94
3.4. Napływ kapitału – implikacje dla gospodarek	99
3.5. Odpływ kapitału – zarządzanie środkami kontroli kapitału	104
3.6. Rola krajów pochodzenia i współpraca międzynarodowa	109
3.7. Pogląd instytucjonalny z 2012 roku – doświadczenia i wnioski z badań	111

Rozdział 4

Podjęcie instytucjonalne Międzynarodowego Funduszu Walutowego z 2022 roku – aktualizacja	117
4.1. Środki kontroli kapitału w przeglądzie instytucjonalnym	121
4.1.1. Prewencyjne środki CFM/MPM w przypadku napływu długu	122
4.1.2. Instrumenty CFM/MPM z wyłączeniem	130
4.2. Monitoring i znoszenie środków kontroli przepływów kapitału	130
4.3. Środki specjalnego traktowania	131
4.3.1. Środki kontroli kapitału ze względu na bezpieczeństwo narodowe lub międzynarodowe	132
4.3.2. Środki oparte na uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym standardach ostrożnościowych	133
4.3.3. Instrumenty kontroli i przeciwdziałania nielegalnym przepływom kapitału	135
4.3.4. Środki kontroli wynikające z międzynarodowych standardów współpracy przeciwko unikaniu lub uchylaniu się od płacenia podatków	137
4.4. Makrokrytyczność, gwałtowne napływy kapitału, zbliżające się sytuacje kryzysowe i przedwczesna liberalizacja	138
4.4.1. Makrokrytyczność	138
4.4.2. Ocena gwałtownego napływu kapitału	139
4.4.3. Identyfikacja determinant zbliżającego się kryzysu w obliczu gwałtownego odpływu kapitału z gospodarki	141
4.4.4. Przedwczesna liberalizacja przepływów kapitału	141
4.5. Działania antykryzysowe i zapobiegające stosowaniu środków CFM	144
4.6. Zagrożenia wynikające ze stosowania instrumentów CFM i CFM/MPM	149
4.7. Ewolucja poglądów Międzynarodowego Funduszu Walutowego wobec kontroli przepływów kapitału – perspektywa instytucjonalna MFW	152
Zakończenie	161
Bibliografia	163
Spis rysunków i tabel	175
Spis wykresów	177

Wprowadzenie

Globalna integracja finansowa w ostatnich dziesięcioleciach stała się dynamiczna, obejmując wzrost wymiany handlowej oraz powiązania przepływów kapitału między krajami. Historycznie światowe przepływy kapitału obejmowały głównie przepływy między gospodarkami rozwiniętymi, jednak na przełomie XX i XXI wieku wzrosła rola przepływów do i z gospodarek się rozwijających. Liberalizacja przepływów kapitału była częścią strategii rozwoju w wielu krajach (Janicka, 2022). Ponieważ przepływy kapitału mają wpływ na stabilność gospodarczą i finansową zarówno w poszczególnych gospodarkach, jak i globalnie, ważnym wyzwaniem dla decydentów jest wypracowanie spójnego podejścia do przepływów kapitału i polityk, które na nie wpływają.

W przypadku międzynarodowej wymiany handlowej i/lub integracji finansowej przepływy kapitału między krajami pełnią kluczowe funkcje w uzyskiwaniu oczekiwanych stóp zwrotu przez uczestników rynku oraz w podziale ryzyka. Oferują wiele korzyści dla otwartych gospodarek. Można wyróżnić korzyści bezpośrednie i pośrednie, wynikające z różnych kategorii przepływów, nie tylko z napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Charakterystyka kraju – w szczególności jego rozwój instytucjonalny i finansowy – określa stopień, w jakim czerpie on z tych korzyści.

Z przepływami kapitału nierozzerwalnie związane są potencjalne zagrożenia nagłych zatrzymań lub kryzysów finansowych. Szczególnie gospodarki z relatywnie wysokim poziomem zadłużenia zewnętrznego mogą być podatne na kryzysy finansowe i głębokie recesje w przypadku odpływu kapitału. Zobowiązania zagraniczne są najbardziej ryzykowne, gdy powodują niedopasowanie walutowe oraz gdy zadłużenie zewnętrzne nominowane jest w walucie obcej i nie jest równoważone aktywami walutowymi ani innymi zabezpieczeniami.

Celem opracowania jest ocena ewolucji poglądu instytucjonalnego Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) na kontrolę przepływów kapitału¹ na początku XXI wieku.

1 Kontrola kapitału, inaczej kontrola przepływów kapitału lub zarządzanie przepływami kapitału oraz ograniczenia w przepływach kapitału stanowią w tym opracowaniu synonimy i będą używane zamiennie.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 2012 roku przyjął podejście instytucjonalne, zwane poglądem instytucjonalnym (*Institutional View* – IV). W tym czasie wiele rynków rozwijających się zmagало się z dużymi i niestabilnymi przepływami kapitału. Podejmowano wiele badań nad znalezieniem zrównoważonego i konsekwentnego podejścia do kwestii liberalizacji rachunków finansowych i zarządzania przepływami kapitału. Głównym celem opracowania poglądu instytucjonalnego przez MFW jest znalezienie wspólnej płaszczyzny między różnymi poglądami występującymi w społeczności międzynarodowej w odniesieniu do przepływów kapitału i związanych z nimi polityk.

Pogląd MFW z 2012 roku został ukształtowany przez kryzysy finansowe lat dziewięćdziesiątych XX wieku i globalny kryzys finansowy lat 2008–2009. Przedstawiono główną jego ideę, stanowiącą, że przepływy kapitału są pożądane, ponieważ mogą przynieść znaczne korzyści krajom będącym beneficjentami, ale mogą również powodować inne wyzwania makroekonomiczne i zagrożenia dla stabilności finansowej. W poglądzie instytucjonalnym zwrócono również uwagę na rolę krajów pochodzenia w łagodzeniu wielostronnych zagrożeń związanych z przepływami kapitału oraz na znaczenie współpracy międzynarodowej w zakresie polityki przepływów kapitału.

Gigantycznych rozmiarów odpływy kapitału obserwowane na początku globalnej pandemii (marzec 2020 r.) i zawirowania w przepływach kapitału na niektóre rynki wschodzące po wybuchu wojny w Ukrainie (luty 2022 r.) dobitnie pokazują, jak niestabilne mogą być przepływy kapitału i jaki może to mieć wpływ na gospodarkę. Od początku pandemii COVID-19 wiele krajów poniosło wydatki na wsparcie ożywienia gospodarczego, co doprowadziło do wzrostu ich zadłużenia zewnętrznego. W niektórych przypadkach wzrost zadłużenia w walutach obcych nie był kompensowany przez aktywa walutowe lub zabezpieczenia. Taka sytuacja stwarza nowe zagrożenia w przypadku nagłego spadku popytu na dług rynków wschodzących, co może doprowadzić do poważnych problemów finansowych w niektórych państwach.

W marcu 2022 roku MFW stwierdził, że kraje powinny mieć większą elastyczność we wprowadzaniu środków zarządzania przepływami kapitału (CFM) i środków makroostrożnościowych (MPM). Środki te, znane jako CFM/MPM, mogą wesprzeć kraje w ograniczeniu napływu kapitału, a tym samym złagodzeniu zagrożeń dla stabilności finansowej nie tylko wtedy, gdy napływ kapitału gwałtownie rośnie, ale także w innych sytuacjach. Ogłoszony w marcu 2022 roku przegląd podejścia instytucjonalnego z 2012 roku ustanowił nowe rozwiązania na wypadek powstania zagrożeń związanych z przepływami kapitału.

W pierwszym rozdziale opracowania przedstawiono ogólną charakterystykę liberalizacji przepływów kapitału. Ze względu na to, że jest ona dobrze opisana w literaturze przedmiotu (Janicka, 2010; 2022), uwaga została skierowana na prezentację tylko najistotniejszych – z punktu widzenia celu opracowania – postępów w badaniach w zakresie sposobów wykorzystania kontroli kapitału do korygowania

makroekonomicznych efektów zewnętrznych. Drugi rozdział prezentuje odmiany środków kontroli kapitału i dowody empiryczne dotyczące ich skuteczności. Zawiera przegląd historycznych i bieżących debat politycznych na temat roli kontroli kapitału w zarządzaniu makroekonomicznym. Przedstawiono w nim również najważniejsze miary kontroli kapitału, aby uchwycić różne aspekty otwartości rachunków finansowych. Oceniono mocne i słabe strony zastosowania różnych środków i dokonano przeglądu badań dotyczących skuteczności kontroli kapitału w radzeniu sobie z efektami zewnętrznymi, tj. w zmniejszaniu niestabilności finansowej i zwiększaniu stabilności makroekonomicznej. Rozdział trzeci oparty został na charakterystyce podejścia instytucjonalnego MFW z 2012 roku – pierwszego oficjalnego stanowiska środowiska międzynarodowego na temat kontroli kapitału w globalnym systemie finansowym. W rozdziale czwartym dokonano charakterystyki motywów i zmian wprowadzonych w 2022 roku w przeglądzie podejścia instytucjonalnego na temat liberalizacji i kontroli przepływu kapitału. Całość domyka zakończenie, w którym zawarto najistotniejsze wnioski odnoszące się do analizy celowości wprowadzanych rozwiązań w zakresie zarządzania przepływami kapitału w gospodarce międzynarodowej.

Rozdział 1

Przepływy kapitału w świetle teorii i badań empirycznych

1.1. Przegląd wybranych koncepcji teoretycznych dotyczących przepływu kapitału

Za pierwszy nurt w teorii ekonomii, który w sposób kompleksowy obejmuje procesy zachodzące pomiędzy gospodarkami, uważa się ekonomię klasyczną¹. Założeniem charakterystycznej dla handlu międzynarodowego teorii kosztów komparatywnych był względny brak mobilności kapitału między krajami. Początki teorii ekonomii neoklasycznej wiążą się z opublikowaniem przez W.S. Jevonsa pracy *Teoria ekonomii politycznej* w 1871 roku (Janicka, 2010, s. 24; 2022). Za głównego jej przedstawiciela uważa się A. Marshalla, który w *Zasadach ekonomii* w 1890 roku rozwinął koncepcję produktywności krańcowej. Autor zakładał istnienie konkurencji doskonałej, w wyniku której dochodzi do natychmiastowej samoregulacji rynku, tj. w przypadku bilansu płatniczego do korekty wszystkich odchyleń od stanu równowagi. W teorii neoklasycznej zakłada się występowanie korzyści wynikających z pełnej liberalizacji przepływów kapitału. Choć rozwój teorii neoklasycznej przypadł na obowiązujący system waluty złotej, to współcześnie wielu autorów wykorzystuje jej dorobek do wyjaśniania niektórych zjawisk ekonomicznych. Warunki funkcjonowania systemu waluty złotej przyczyniły się do powstania pierwszej fali globalizacji rynków finansowych (1871–1913), związanej ze wzrostem przepływów kapitału. Akceptowany był pogląd dotyczący osiągnięcia równowagi zewnętrznej wobec równowagi wewnętrznej kraju – jako nadrzędnego celu w gospodarce. Wybuch pierwszej wojny światowej zakończył funkcjonowanie systemu waluty złotej. W 1936 roku J.M. Keynes w *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* stworzył podwaliny nowej teorii ekonomii.

1 Przedstawicielami tego nurtu są A. Smith i D. Ricardo.

Autor ten odmiennie wobec wcześniejszych teorii odnosił się do liberalizacji przepływów kapitałowych. Uważał, że rynki finansowe powinny dostarczać płynności uczestniczącym w rynku podmiotom, a sama idea inwestycji finansowych jest szkodliwa. Zbiegło się to w czasie z wybuchem wielkiego kryzysu w 1929 roku. Keynes opowiadał się za ograniczaniem swobody przepływu kapitałów pomiędzy krajami, uznając ją za jedną z głównych przyczyn destabilizacji gospodarki. Był także zwolennikiem stałych kursów walutowych. Teoria keynesizmu zakłada liberalizację przepływów kapitałowych w zależności od wyboru reżimu kursowego i prowadzonej polityki gospodarczej (Janicka, 2022).

„Intelektualni ojcowie” porozumienia z Bretton Woods – J.M. Keynes i H.D. White – wyrażali pogląd, że swobodny przepływ kapitału między krajami był głównym źródłem niestabilności finansowej, która wywołała poważne problemy w latach dwudziestych i kryzys lat trzydziestych XX wieku. Byli oni zdania, że międzynarodowe przepływy kapitału nie powinny zakłócać przestrzeni dla obranej polityki gospodarczej w tych gospodarkach, w których możliwe jest jednoczesne prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej, mającej na celu realizację krajowych priorytetów, w szczególności pełnego zatrudnienia, oraz dostosowanie kursów walutowych, ale w stabilnych granicach, aby ułatwić odbudowę handlu międzynarodowego w latach powojennych (np. Ocampo, 2017).

Umowa z Bretton Woods podpisana w 1944 roku zobowiązała kraje członkowskie do odbudowy handlu międzynarodowego i wyeliminowania regulacji wpływających negatywnie na niego. Szerzej dotyczyło to także transakcji dokonywanych na rachunkach bieżących, biorąc pod uwagę poważne nierównowagi płatnicze, z którymi borykało się wiele państw. Umowa zawierała również postanowienie, że „członkowie mogą stosować ograniczenia niezbędne do regulowania międzynarodowego przepływu kapitału, jednak żaden członek nie może sprawować tych ograniczeń w sposób ograniczający płatności z tytułu transakcji bieżących” (art. VI ust. 3). Ponadto podpisując umowę, kraj zobowiązywał się do przestrzegania zasady, że środki MFW mogą być wykorzystywane do finansowania deficytów bilansu płatniczego związanych z deficytami na rachunku bieżącym, ale nie mogą dotyczyć rachunku finansowego, który miał podlegać kontroli przepływu kapitału. Porozumienie sugerowało także współpracę między krajami w celu zwiększenia skuteczności kontroli przepływu kapitału. Podczas gdy członkowie MFW szeroko korzystali ze swobody regulowania przepływów kapitału, w praktyce przepisy dotyczące współpracy były rzadko stosowane.

Kodeks Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (Organisation for Economic Cooperation and Development – OECD) dotyczący liberalizacji przepływów kapitału został przyjęty wraz z utworzeniem tej organizacji w 1961 roku, ale zezwalał krajom, po przystąpieniu do niej, na zgłaszanie zastrzeżeń do liberalizacji określonych transakcji. Pozwalał im również, na podstawie art. 7, stosować tymczasowe (12–18-miesięczne) odstępstwa od zobowiązań w przypadku zakłóceń gospodarczych i finansowych uzasadniających odwrócenie procesu liberalizacji lub

w przypadku poważnych problemów z bilansem płatniczym (Janicka, 2022). Choć kodeks był w późniejszych dekadach rozbudowywany, to w praktyce przepisy te umożliwiały jedynie stopniową liberalizację rachunku finansowego zarówno dla pierwotnych członków OECD (krajów rozwiniętych), jak i nowych – z Europy Południowej (Griffith-Jones, Gottschalk, Ciara, 2003).

Odbudowa prywatnych globalnych finansów po drugiej wojnie światowej zaczęła nabierać kształtu pod koniec lat pięćdziesiątych, szczególnie na rynku eurodolara, który swoją nazwę wziął od tego, że był to pierwszy rynek handlu dolarami w Europie, zwłaszcza w Londynie. Wiązało się to jednak z presją na bilans płatniczy (pozytywną lub negatywną), generowaną przez transgraniczne przepływy kapitału w zależności od kraju. Naciski te doprowadziły do zaostrzenia regulacji rachunków kapitałowych, które koncentrowały się albo na ograniczeniu napływów (pionierami w tym zakresie były Niemcy), albo na łagodzeniu odpływów (m.in. Francja i Wielka Brytania w Europie Zachodniej, ale także USA na początku lat sześćdziesiątych XX wieku). Wymagało to również nowych form finansowania bilansów płatniczych, w szczególności umów swapowych między bankami centralnymi głównych krajów rozwiniętych, czasami za pośrednictwem Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements – BIS). W przypadku odpływów kapitału wymagało to często dostępu do większych pakietów MFW, naruszających w pewnym sensie regułę, że takie środki finansowe nie powinny być dostępne na finansowanie odpływów kapitału.

Chociaż rozwój londyńskiego rynku offshore od późnych lat pięćdziesiątych doprowadził do wzrostu transgranicznych przepływów kapitałowych, a od 1961 roku obowiązywał kodeks liberalizacji przepływów kapitału OECD, kraje uprzemysłowione stosowały różne mechanizmy przewidziane w kodeksie i dozwolone przez MFW w celu moderowania przepływów na rachunkach finansowych. Szeroko zakrojona zmiana w kierunku liberalizacji przepływów kapitałowych rozpoczęła się w Stanach Zjednoczonych w 1974 roku, a następnie rozprzestrzeniła się w świecie (głównie na rozwinięte gospodarki) w drugiej połowie lat siedemdziesiątych. Proces ten został zasadniczo zakończony na początku lat dziewięćdziesiątych. Sprzyjało temu przyjęcie przez OECD pod koniec lat osiemdziesiątych ostrzejszych zasad dotyczących liberalizacji rachunków kapitałowych, które zmusiły nowo przyjętych członków do szybszego usunięcia przepisów dotyczących rachunków kapitałowych hamujących liberalizację przepływów kapitału. W Unii Europejskiej pełna liberalizacja przepływów kapitału nastąpiła w 1990 roku.

Liberalizacja rachunków finansowych przebiegała inaczej w gospodarkach rozwiniętych oraz gospodarkach się rozwijających. W krajach rozwijających się liberalizacja rachunków kapitałowych odbywała się w wolniejszym tempie i była mniej powszechna. Należy w tym miejscu mocno podkreślić, że w latach osiemdziesiątych kilku wybitnych ekonomistów pracujących w MFW było zagorzałymi krytykami tego liberalnego trendu. W szczególności S. Edwards z Banku Światowego i J. Frenkel z MFW argumentowali, że liberalizacja rachunków kapitałowych powinna

przebiegać w odpowiedniej kolejności, a kontrola przepływu kapitału była wskazana jedynie w okresie przejściowym, aby zagwarantować stabilność makroekonomiczną (Frenkel, 1983; Edwards, 1989). Mimo to w latach dziewięćdziesiątych wiele gospodarek rozwijających się przyłączyło się do tego trendu pod wpływem neoliberalnego konsensusu waszyngtońskiego².

Pod koniec lat dziewięćdziesiątych Departament Skarbu USA mocno promował liberalizację rachunków kapitałowych w krajach rozwijających się (Abdelal, 2007). Ponieważ wiele z tych krajów doświadczało powolnego wzrostu gospodarczego i poszukiwało nowych polityk stymulujących ich gospodarki, to otwarcie się na zagraniczne przepływy kapitałowe wydawało się nowym sposobem osiągnięcia tego celu (Reinhart, Rogoff, 2009). Punktem kulminacyjnym tego procesu była propozycja przedstawiona przez ówczesnego dyrektora zarządzającego MFW (popierana przez Stany Zjednoczone) na spotkaniu MFW w Hongkongu w 1997 roku, aby potraktować jako obowiązek członków MFW i w statucie włączyć wymienialność (liberalizację) rachunków kapitałowych obok wymienialności rachunków bieżących. Propozycja ta nie została jednak przyjęta, najprawdopodobniej ze względu na trudności wywołane trwającym wówczas kryzysem finansowym w Azji Wschodniej.

Z punktu widzenia teoretycznego stanem idealnym funkcjonowania poszczególnych gospodarek jest sytuacja, w której saldo bilansu płatniczego wynosi zero. Taki stan odnosi się do gospodarki zamkniętej. Współcześnie trudno znaleźć przykład gospodarki, w której oszczędności krajowe pokrywają zapotrzebowanie na kapitał w celu realizacji inwestycji. W gospodarkach otwartych swobodnie przepływający kapitał umożliwia finansowanie inwestycji także w sytuacji niedoboru kapitału na rodzimym rynku. Wówczas dochodzi do powstania nadwyżki lub niedoboru w saldzie bilansu płatniczego. Przy braku równowagi zewnętrznej trudno osiągnąć stan równowagi wewnętrznej pomiędzy sferą realną i sferą finansową. Model stabilności ogólnogospodarczej IS-LM stanowi uzupełnienie teorii Keynesa (Hicks, 1937). Koncepcja prezentuje jednocześnie zachowanie się sfer realnej i finansowej na rynku wewnętrznym i spotkała się z szeroką krytyką. Rozbudowany przez R. Mundella i M. Fleminga model IS-LM-BP pokazuje stan równowagi osiągany jednocześnie na rynkach wewnętrznym i zewnętrznym. W tym podejściu w przypadku nierównowagi bilansu płatniczego dopuszcza się nakładanie ograniczeń na te formy przepływów kapitału, które zagrażają stabilności bilansu płatniczego (Mundell, 1968). Zgodnie z założeniami modelu IS-LM-BP, uwzględniając teorię keynesowską, stopień liberalizacji przepływów kapitałowych (całkowity, częściowy

2 Termin „konsensus waszyngtoński” został po raz pierwszy użyty przez J. Williamsona w 1989 roku do opisanie zestawu reform politycznych, które w tamtym czasie były powszechnie postrzegane jako pożądane przez MFW, Bank Światowy i Departament Skarbu USA. Pierwotnie reformy te obejmowały jedynie liberalizację napływających BIZ. Później termin ten zaczął być rozumiany szerzej, obejmując program neoliberalnych reform, który dotyczył liberalizacji rachunków kapitałowych.

lub brak liberalizacji) przy kursie płynnym pozwala na prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej³. Z kolei przy założeniu reżimu kursu stałego polityka pieniężna jest nieskuteczna. Z innej strony, zakładając w modelu przyjęcie kursu stałego, prowadzenie ekspansywnej polityki fiskalnej jest najskuteczniejsze w przypadku częściowej liberalizacji przepływów kapitałowych. Ta dychotomiczność użycia wielu rozwiązań znalazła zastosowanie w koncepcji zwanej trójkątem niemożliwym. Oznacza to brak jednoczesnej realizacji trzech celów: stabilizacji kursu walutowego, prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej oraz pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych (Janicka, 2010).

Monetarizm jest nurtem, który pojawił się po drugiej wojnie światowej. Głównym przedstawicielem teorii monetarizmu jest M. Friedman (*Teoria funkcji konsumpcji* – 1957 r., *Wolny wybór* – 1980 r.), który opowiadał się za liberalizmem gospodarczym. Krytykował on założenia teoretyczne daleko posuniętego interwencjonizmu Keynesa. Po rozpadzie systemu z Bretton Woods nastąpił wzrost wolumenu przepływów międzynarodowych. Poszczególne kraje rozpoczęły znoszenie barier w jego przepływie. W 1990 roku R. Lucas opublikował artykuł, w którym podkreślał istnienie pewnej zależności, którą nazwano w literaturze przedmiotu paradoksem Lucasa. Zauważył, że kapitał – przeciwnie do założeń teoretycznych – przepływa z krajów biednych do krajów bogatych, a nie odwrotnie. Tym samym podważył wnioski wynikające z teorii neoklasycznej, zgodnie z którą występują oczekiwania co do przepływu kapitału z krajów bogatych, bardziej zasobnych w kapitał, w kierunku biednych (Janicka, 2010).

1.1.1. Klasyczne ujęcie modelu Mundella-Fleminga

Podstawy teorii, która dominuje w praktycznych rozważaniach polityki pieniężnej i fiskalnej w gospodarkach otwartych, stworzył R. Mundell. Jego praca nad polityką monetarną i optymalnymi obszarami walutowymi zainspirowała pokolenia badaczy. Chociaż wkład Mundella sięga lat sześćdziesiątych XX wieku, to nadal stanowi on rdzeń nauczania ekonomii międzynarodowej.

We wczesnych latach sześćdziesiątych XX wieku prawie wszystkie kraje były połączone stałymi kursami wymiany w ramach systemu z Bretton Woods. Międzynarodowe przepływy kapitału zostały znacznie ograniczone, w szczególności dzięki szeroko zakrojonej kontroli kapitału. W latach pięćdziesiątych w Kanadzie – ojczyźnie Mundella – uwolniono kurs dolara kanadyjskiego w stosunku do dolara amerykańskiego i zaczęto łagodzić wprowadzone ograniczenia obowiązujące od Bretton Woods. Mundell zaprezentował pionierską analizę, która stała się przyczynkiem do dalszych zaawansowanych badań prowadzonych w ciągu następnych dziesięciu lat, gdy otworzyły się międzynarodowe rynki kapitałowe i załamała się

3 O tym szczegółowo traktuje dalsza część opracowania.

system z Bretton Woods. Z kolei M. Fleming, będący zastępcą dyrektora działu badawczego MFW, mniej więcej w tym samym okresie co Mundell przedstawił podobne badania dotyczące polityki stabilizacyjnej w gospodarkach otwartych. W rezultacie w publikacjach naukowych autorzy badań odwołują się do modelu Mundella-Fleminga. Jednakże warto podkreślić, że pod względem głębokości, zasięgu i mocy analitycznej przeważa wkład Mundella.

Wkład naukowy Mundella jest oryginalny. Praca w MFW w latach 1961–1963 dodatkowo wpłynęła na jego zainteresowanie polityką stabilizacyjną. W kilku artykułach opublikowanych na początku lat sześćdziesiątych ubiegłego wieku – przedrukowanych w książce *International Economics* z 1968 roku – Mundell rozwinął koncepcję zależności polityki pieniężnej i fiskalnej, tzw. polityki stabilizacyjnej, w gospodarkach otwartych. Poszukiwał odpowiedzi na pytania: „W jaki sposób skutki polityki pieniężnej i fiskalnej wiążą się z integracją międzynarodowych rynków kapitałowych?” i „Czy poszczególne kraje powinny mieć w ogóle własną walutę?”. Zastanawiał się, w jaki sposób te efekty zależą od tego, czy kraj ustala wartość swojej waluty, czy też pozwala rynkowi swobodnie wpływać na poziom kursu.

Pionierski artykuł z 1963 roku dotyczy krótkookresowych skutków polityki pieniężnej i fiskalnej w gospodarce otwartej. Dokonana analiza jest prosta, ale wnioski liczne, solidne i jasne. Mundell wprowadził handel zagraniczny i przepływy kapitału do modelu gospodarki zamkniętej IS-LM, początkowo opracowanego przez laureata Nagrody Nobla z ekonomii z 1972 roku J. Hicksa. To pozwoliło mu wykazać, że skutki polityki stabilizacyjnej zależą od stopnia międzynarodowej mobilności kapitału. W szczególności pokazał daleko idące znaczenie reżimu kursowego. Mundell zauważył, że przy płynnym kursie polityka pieniężna staje się silna, a polityka fiskalna bezsilna, podczas gdy w przypadku stałego kursu walutowego jest odwrotnie.

W sytuacji, w której występuje duża mobilność kapitału, stopy procentowe za granicą i w kraju pokrywają się (biorąc pod uwagę, że kurs wymiany jest stały). Przy stałym kursie walutowym bank centralny musi interweniować na rynku walutowym w celu zaspokojenia popytu na walutę obcą po tym kursie. W rezultacie traci kontrolę nad podażą pieniądza, która następnie biernie dostosowuje się do popytu na pieniądź (płynność krajowa). Próby realizacji niezależnej krajowej polityki pieniężnej za pomocą tzw. operacji otwartego rynku okazują się daremne, ponieważ bank centralny nie może wpłynąć na wysokość stopy procentowej oraz na kurs walutowy. Jednakże zwiększone wydatki rządowe lub inne środki polityki fiskalnej mogą podnieść poziom aktywności gospodarczej w kraju bez oddziaływania na nią rosnących stóp procentowych lub silniejszego kursu walutowego.

Przy wyborze płynnego kursu walutowego w danym kraju to rynek wyznacza poziom kursu, ponieważ bank centralny powstrzymuje się od interwencji walutowej. Polityka fiskalna okazuje się wówczas bezsilna. Przy niezmienionej polityce pieniężnej zwiększone wydatki rządowe powodują wzrost popytu na pieniądź i impuls do podwyższania stóp procentowych. Napływ kapitału do gospodarki wzmacnia

kurs walutowy do tego stopnia, że niższa wartość eksportu netto eliminuje efekt ekspansywnej polityki fiskalnej w postaci wyższych wydatków rządowych. Przy płynnych kursach walutowych polityka pieniężna staje się potężnym narzędziem oddziaływania na aktywność gospodarczą. Ekspansja podaży pieniądza ma tendencję do sprzyjania niższym stopom procentowym, co skutkuje odpływem kapitału i słabszym kursem walutowym, a to z kolei rozwija gospodarkę poprzez zwiększony eksport netto.

Oryginalny model Mundella-Fleminga miał swoje ograniczenia. Na przykład, podobnie jak we wszystkich analizach makroekonomicznych w tamtym czasie, przyjmował bardzo uproszczone założenia dotyczące oczekiwań na rynkach finansowych i zakładał sztywność cen w krótkim okresie. Te założenia zostały zniesione przez późniejszych badaczy, którzy wykazali, że stopniowe dostosowywanie cen i racjonalne oczekiwania można włączyć do analizy bez znaczącej zmiany jej wyników. Jednakże należy podkreślić, że badania Mundella nie ograniczały się do krótkich okresów. Polityka monetarna jest głównym tematem kilku ważnych opracowań jego autorstwa. Mundell podkreślił różnice w szybkości dostosowań na rynkach dóbr i aktywów (zgodnie z tzw. zasadą efektywnej klasyfikacji rynków). Później różnice te zostały podkreślone przez jego uczniów i innych autorów, aby pokazać, jak kurs wymiany może odbiegać od zakładanego poziomu w następstwie wystąpienia pewnych zakłóceń.

Mundell w swoich pracach badawczych zajmował się także problemem deficytów i nadwyżek w bilansie płatniczym. Po drugiej wojnie światowej badania tych nierównowag opierały się na modelach statycznych i kładły nacisk na rzeczywiste czynniki ekonomiczne i przepływy w handlu zagranicznym. Zainspirowany klasycznym mechanizmem międzynarodowej korekty cen D. Hume'a, który skupiał się na czynnikach monetarnych i zmiennych giełdowych, Mundell sformułował dynamiczne modele opisujące, w jaki sposób przedłużające się nierównowagi mogą powstawać i być eliminowane. Pokazał, że gospodarka będzie dostosowywać się stopniowo w czasie, gdy zasoby pieniężne sektora prywatnego (a tym samym jego bogactwo) będą się zmieniać w odpowiedzi na występujące nadwyżki lub deficyty w bilansie płatniczym. Na przykład przy stałych kursach walutowych, gdy przepływ kapitału nie wyróżnia się zbyt wysoką dynamiką, na skutek prowadzonej ekspansywnej polityki pieniężnej powinien wystąpić spadek stóp procentowych i wzrost popytu krajowego. W dalszej kolejności pojawienie się deficytu bilansu płatniczego może sprawić, że kapitał będzie odpływał, a to może rzutować z kolei na ograniczenie i spadek popytu do czasu powrotu bilansu płatniczego do stanu równowagi. To podejście, które zostało przyjęte przez wielu badaczy, stało się znane jako monetarne podejście do bilansu płatniczego. Przez długi czas było ono postrzegane jako swego rodzaju długoterminowy punkt odniesienia do analizy polityki stabilizacyjnej w gospodarkach otwartych. Wnioski płynące z tej analizy były często wykorzystywane w praktycznej polityce gospodarczej – szczególnie przez ekonomistów MFW (w tym Fleminga i jego współpracowników).

Teoria polityki stabilizacyjnej Mundella była nie tylko statyczna, ale zakładała również, że cała polityka gospodarcza w kraju jest połączona, koordynowana i prowadzona w ramach wytyczonej polityki gospodarczej. Przy takim założeniu Mundell zbudował i zastosował do swojej analizy prosty model dynamiczny, aby zbadać, w jaki sposób każdy z dwóch instrumentów – polityka pieniężna i fiskalna – powinien oddziaływać i być skierowany na jeden z dwóch celów: równowagę zewnętrzną i wewnętrzną, aby z czasem gospodarka zbliżyła się do tych celów. To oznaczało, że zarówno rząd, jak i bank centralny ponoszą odpowiedzialność za własne instrumenty polityki stabilizacyjnej. Wniosek z przeprowadzonych przez Mundella badań był następujący: aby zapobiec niestabilności gospodarki, powiązanie celów musi być zgodne ze względną wydajnością zastosowanych instrumentów. W jego modelu polityka pieniężna jest powiązana z bilansem zewnętrznym, a polityka fiskalna z równowagą wewnętrzną. Wnioski i przemyslenia Mundella zostały powszechnie zaakceptowane i były uwzględniane w jego antycypacji koncepcji, która stanowiła o powierzeniu bankowi centralnemu niezależnej odpowiedzialności za stabilność cen.

Wkład Mundella w dynamiczne podejście okazał się przełomowy dla badań z zakresu makroekonomii międzynarodowej. Podejście to opiera się na wyraźnym rozróżnieniu między stanem a przepływem kapitału, a także na analizie ich interakcji podczas dostosowywania gospodarki do stabilnej, długoterminowej sytuacji. Badania Mundella zapoczątkowały również wzrost liczby analiz przeprowadzanych pomiędzy krótkookresową analizą keynesowską a klasyczną analizą długoterminową. Kolejni badacze rozwinęli odkrycia Mundella. Modele zostały rozszerzone, aby uwzględnić przyszłościowe decyzje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, o dodatkowe rodzaje aktywów finansowych oraz dynamiczne korekty cen i zmian w rachunku obrotów bieżących. Krótko- i długoterminowe analizy przeprowadzone przez Mundella prowadzą do tego samego fundamentalnego wniosku, jeśli chodzi o prowadzoną politykę pieniężną. Zakłada się, że przy pełnej mobilności kapitału polityka pieniężna danego kraju może być zorientowana albo na cel zewnętrzny (kurs walutowy), albo na cel wewnętrzny (krajowy) – taki jak poziom cen, ale nie na oba cele w tym samym czasie. Wyżej wymienione zależności zachodzące pomiędzy niezależnością monetarną, otwartością finansową oraz kursem walutowym stały się podwaliną do pogłębionych badań naukowych i dyskusji akademickich, także w XXI wieku.

1.1.2. Teoria optymalnych obszarów walutowych

Jak już wspomniano, we wczesnych latach sześćdziesiątych XX wieku w gospodarce światowej dominowały stałe kursy wymiany. Podejmowano w tym czasie dyskusję nad zaletami i wadami płynnego kursu walutowego oraz nad zrzeczeniem się suwerenności monetarnej na rzecz wspólnej waluty. Pytanie, które Mundell

postawił w 1961 roku w swoim artykule na temat optymalnych obszarów walutowych, wydawało się wtedy radykalne: „Kiedy zrzeczenie się suwerenności monetarnej na rzecz wspólnej waluty jest korzystne dla wielu regionów?”. Mundell wspominał w nim również o zaletach wprowadzenia wspólnej waluty w kilku regionach. Jego zdaniem najważniejszymi z nich są niższe koszty transakcji w handlu i mniejsza niepewność co do cen względnych. Główną wadą jest zaś trudność w utrzymaniu zatrudnienia, gdy zmiany popytu lub inne „szoki asymetryczne” wymagają obniżenia płac realnych w danym regionie. Mundell podkreślił znaczenie dużej mobilności siły roboczej, aby zrównoważyć takie potencjalne zakłócenia. Scharakteryzował optymalny obszar walutowy jako zbiór regionów, wśród których skłonność do migracji jest na tyle wysoka, aby zapewnić pełne zatrudnienie, gdy jeden z regionów dotyka szok asymetryczny. Inni badacze rozszerzyli teorię Mundella i zidentyfikowali dodatkowe kryteria wprowadzenia wspólnej waluty w kilku obszarach, do których zaliczyli: mobilność kapitału, specjalizację regionalną oraz wspólny system podatkowy.

Sposób, w jaki Mundell pierwotnie sformułował ten problem przed kilkudziesięciu laty, wydaje się dziś bardzo aktualny. Ze względu na coraz większą mobilność kapitału w gospodarce światowej reżimy z tymczasowo stałym, ale regulowanym kursem wymiany okazały się bardziej kruche i nieodporne na zachowanie stabilności gospodarczej i są przez wielu badaczy kwestionowane. Podkreśla się, że za Mundellem, że unia walutowa lub płynny kurs walutowy są najodpowiedniejszymi alternatywami. Dlatego punktem wyjścia do powołania unii walutowej wśród krajów Unii Europejskiej była idea optymalnego obszaru walutowego, uwzględniająca zalety i wady funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej. Jedną z kluczowych kwestii w tym kontekście była swobodna mobilność siły roboczej w odpowiedzi na potencjalne asymetryczne wstrząsy.

Należy dodać, że poza znaną w literaturze przedmiotu i stworzoną przez Mundella teorią optymalnych obszarów walutowych, badacz ten wniósł także wkład w teorię makroekonomii. Pokazał na przykład, że wyższa inflacja może skłonić inwestorów do obniżenia salda posiadanej gotówki na korzyść zwiększonej akumulacji realnego kapitału (tzw. efekt Mundella-Tobina). Uważał, że nawet oczekiwana inflacja może mieć rzeczywisty wpływ na zachowania konsumentów i inwestorów. Poza tym Mundell wniósł również trwały wkład w teorię handlu międzynarodowego. Wyjaśnił, w jaki sposób międzynarodowa mobilność siły roboczej i kapitału powodują wyrównywanie cen towarów między krajami, nawet jeśli handel zagraniczny jest ograniczony barierami handlowymi. Można to uznać za lustrzane odbicie znanego podejścia Heckschera-Ohlina-Samuelsona, zgodnie z którym wolny handel towarami ma tendencję do wyrównywania wynagrodzeń za pracę i wyceny kapitału pomiędzy krajami, nawet jeśli międzynarodowe przepływy kapitału i migracja są ograniczone. W związku z tym Mundell zauważył, że bariery handlowe stymulują międzynarodową mobilność siły roboczej i kapitału, natomiast bariery migracji osób i przepływu kapitału stymulują handel towarami.

1.2. Przepływy kapitału w świetle najnowszych wyników badań

Na początku XXI wieku panował konsensus co do tego, jak teoria makroekonomiczna kształtuje politykę gospodarczą w wielu jej aspektach, włączając w to przyjmowanie celu skierowanego na inflację (Chari, Kehoe, 1998). Jednak wdrażanie wielu środków jednocześnie oraz odpowiednich ram polityki w gospodarkach wschodzących, w szczególności podczas globalnych kryzysów finansowych, pokazało, że gospodarki rynków rozwijających się opierają się na wielu instrumentach polityki gospodarczej. I tak w ciągu pierwszych dwóch dekad XXI wieku banki centralne w gospodarkach rozwijających się, w ramach celu inflacyjnego, w coraz większym stopniu stosowały te instrumenty, aby go osiągnąć. Na podstawie zaobserwowanych okresów stabilności makroekonomicznej można stwierdzić, że te działania były skuteczne pod względem stabilizacji produkcji i poziomu inflacji. Dlatego często stawia się pytanie o to, jaka jest optymalna kombinacja polityk oraz zastosowanych instrumentów w przypadku wahań przepływów kapitału i związanej z nimi zmienności makroekonomicznej⁴.

Powszechnym zjawiskiem w gospodarkach rozwijających się jest dolaryzacja pasywów, która zwiększa podatność gospodarek na ruchy w przepływach kapitałów i związane z nimi wahania kursów walut. W swoim opracowaniu M. Gertler, S. Gilchrist i F.M. Natalucci (2007) uwzględnili część długu denominowanego w walucie obcej. Stwierdzili, że nagłe zmiany w przepływach kapitału w warunkach dolaryzacji zobowiązań mogą wywołać ponadprzeciętną zmienność kursów walutowych, które z kolei mogą poważnie zakłócić prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych, a tym samym wywołać negatywne zależności między sektorem finansowym i gospodarką realną. Przyjmując założenie, że bank centralny opiera się głównie na trzech instrumentach w ramach prowadzonej polityki, tj. stopie procentowej, interwencjach walutowych oraz rezerwach obowiązkowych, ważne, aby znaleźć optymalną kombinację tych instrumentów w przypadku odpływów kapitałowych wywołanych szokami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Chociaż oba rodzaje szoków wywołują odpływ kapitału i spadek zagregowanego popytu, to ich mechanizmy transmisji są różne. Szok zewnętrzny jest określany jako wzrost zagranicznej stopy procentowej, natomiast szok wewnętrzny jako wzrost ryzyka dla produktywności produkcji krajowej. Najczęściej wybieranym przez rynki rozwijające się rozwiązaniem jest kompromis między stabilizacją produkcji a inflacją, które stanowią o stosowaniu przez bank centralny wielu instrumentów⁵.

4 Na przykład R. Lama i J. Medina (2020) poszukiwali odpowiedzi na to pytanie i włączyli do swojego badania zakłócenia finansowe w postaci mechanizmu akceleratora finansowego opisanego przez B. Bernankego, M. Gertlera i S. Gilchrista (1999).

5 W najnowszych opracowaniach literatury przedmiotu dotyczącej badań nad wyborem optymalnej polityki w warunkach zakłóceń finansowych znaleźć można bardzo interesujące wnioski.

Odpływ kapitału, wywołując deprecjację kursu walutowego, powoduje wzrost inflacji i kosztów obsługi długu denominowanego w walutach obcych oraz – ostatecznie – spadek inwestycji. Zacieśnianie polityki pieniężnej może wprowadzić stabilizować kurs walutowy, ale jednocześnie powoduje obniżenie cen aktywów, co z kolei pogarsza sytuację finansową przedsiębiorstw i prowadzi do spadku inwestycji i zagregowanego popytu (Céspedes, Chang, Velasco, 2004). W tym kontekście dodatkowe narzędzia, takie jak interwencja walutowa lub polityka makroostrożnościowa, mogą poprawić sytuację. W celu stabilizacji gospodarki bank centralny może optymalnie zastosować takie instrumenty, które bezpośrednio reagują na nadmierną zmienność na rynku walutowym lub na zakłócenia na rynkach finansowych. Interwencja walutowa i polityka makroostrożnościowa mogą pełnić komplementarne role do celów stabilności makroekonomicznej i finansowej. Przykładowo: decyzja banków centralnych o sprzedaży waluty obcej nie tylko stabilizuje kurs walutowy, ale także zapobiega wzrostowi kosztów obsługi długu walutowego, poprawiając sytuację finansową przedsiębiorstw. Podobnie ekspansywny środek polityki makroostrożnościowej, taki jak obniżenie rezerwy obowiązkowej, nie tylko zmniejsza koszt kredytu, ale także stymuluje inwestycje i zaciąganie pożyczek zagranicznych, zmniejszając presję na rynku walutowym.

Zdaniem Lamy i Mediny (2020) rozszerzenie analizy W. Poolé'a (1970) na temat optymalnego wyboru instrumentów polityki stosowanej w sytuacji odpływów kapitału pokazuje, że – po pierwsze – dla wszystkich typów szoków zarówno interwencje walutowe, jak i rezerwa obowiązkowa są narzędziami uzupełniającymi stopę polityki pieniężnej i pomagającymi stabilizować aktywność gospodarczą, inflację i warunki finansowe. Bank centralny wdraża instrumenty w celu wygładzenia zmienności kursów walutowych i ustabilizowania premii za ryzyko na rynkach finansowych. Te uzupełniające się polityki umożliwiają skoncentrowanie się na regulowaniu stopy procentowej w celu utrzymania stabilności cen. Po drugie, zgodnie z opinią Poolé'a (1970) intensywność wykorzystania każdego instrumentu zależy od podstawowego źródła wyzwającego odpływ kapitału. W przypadku szoku związanego z zagraniczną stopą procentową interwencje walutowe przyjmują główną rolę w stabilizowaniu gospodarki, po czym następuje niewielka korekta w zakresie rezerwy obowiązkowej i podstawowej stopy procentowej. W przypadku szoków związanych z ryzykiem krajowym reakcja na stabilizację rynków finansowych polega w pierwszej kolejności na rezerwach obowiązkowych, którym towarzyszą interwencje walutowe i dostosowania stopy procentowej.

Ogólnie rzecz biorąc, istnieje uzasadnienie dla stosowania wieloinstrumentalnej polityki ramowej w przypadku wystąpienia zakłóceń finansowych w rozwijających

Na przykład L.F. Céspedes, R. Chang i A. Velasco (2004) oraz M. Gertler, S. Gilchrist i F.M. Natalucci (2007) analizowali rolę polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki z występującymi zakłóceniami finansowymi i dolaryzacją zobowiązań. Optymalny wybór polityki monetarnej i makroostrożnościowej w gospodarkach z zakłóceniami finansowymi badali S. Leduc i J.M. Natal (2016). Z kolei A.R. Ghosh, J.D. Ostry i M.S. Qureshi (2016) badali interakcje między interwencjami walutowymi a polityką pieniężną.

się gospodarkach. Te wnioski nawiązują do zaleceń proponowanych przez Mundella, który stwierdził, że „politykę należy połączyć z celami, na które ma ona największy wpływ” (Mundell, 1968, s. 177), oraz Poole’a (1970), który wykazał, że intensywność, z jaką każdy instrument polityki jest optymalnie rozmieszczony, zależy w decydującym stopniu od źródła zakłóceń wpływających na gospodarkę. Rozszerzenie analizy Poole’a (1970) na optymalne wykorzystanie instrumentów do zarządzania odpływami kapitałowymi w gospodarkach rozwijających się umożliwia uzasadnienie wyboru systemu wielu polityk i instrumentów.

Niestabilne przepływy kapitału były powszechnie obwiniane za epizody wzrostów i spadków na rynkach rozwijających się (Calvo, 1998). Trylemat Mundella dostarcza potężnych ram teoretycznych do analizy tego, do jakich rodzajów interwencji makroekonomicznych musi dochodzić, aby politycy gospodarczy poradzili sobie z tymi epizodami. Badane jest tutaj szczególnie znaczenie reżimu kursu walutowego. Przy sztywnym kursie walutowym istnieje argument za ingerencją w swobodny przepływ międzynarodowych kapitałów poprzez nałożenie na nie kontroli w celu odzyskania autonomii monetarnej (Schmitt-Grohe, Uribe, 2016). Natomiast przy elastycznym kursie walutowym polityka pieniężna jest już niezależna i *prima facie* nie ma powodu do ograniczania międzynarodowej mobilności kapitału. Ten wniosek został zakwestionowany przez niektórych decydentów i badaczy (Rey, 2015). Rey stwierdziła, że w praktyce mamy do czynienia z dylematem. Jej zdaniem niezależna polityka pieniężna jest możliwa tylko wtedy, gdy możliwe jest zarządzanie krajowym rachunkiem kapitałowym (Rey, 2015). Wyniki badań pokazują podobieństwa i różnice w uzyskanych wnioskach wobec klasycznych wniosków Mundella (Farhi, Werning, 2014). Zgodnie z poglądem Mundella potwierdzono, że reżim kursowy jest kluczowy, gdy dotyczy przepływów kapitału.

Jeśli zatem przyjąć, że optymalne zarządzanie przepływami kapitału zależy w dużej mierze od reżimu kursu walutowego, to – w przeciwieństwie do tradycyjnego poglądu Mundella – występuje uzasadnienie dla wprowadzenia kontroli kapitału nawet przy elastycznych kursach wymiany. Optymalna kontrola kapitału wprowadzona do polityki gospodarczej, zdaniem Farhiego i Werninga (2014), skutecznie reaguje w przypadku wystąpienia zakłóceń. Tym samym gwałtowne i relatywnie duże ilości napływającego kapitału wymagają nałożenia tymczasowego opodatkowania napływu i subsydiowania odpływu kapitału. Z kolei nagłe zatrzymania wymagają od decydentów okresowego wsparcia napływu kapitału i wprowadzenia podatku od jego odpływu. Interesujące jest zatem to, jaką rolę podczas nagłego zatrzymania odgrywa zastosowana kontrola kapitału przy elastycznych kursach wymiany, wiedząc zarazem, że bez kontroli kapitału optymalna polityka pieniężna odpowiada deprecjacją nominalnego kursu walutowego i wzrostem nominalnej stopy procentowej. Tak więc przywrócenie równowagi na rachunku obrotów bieżących następuje poprzez ograniczenie wydatków krajowych. Z kolei optymalna kontrola kapitału w celu złagodzenia tych reakcji przybiera formę tymczasowego subsydiowania napływu i nałożenia podatków na odpływający z gospodarki kapitał. Te działania mają na celu złagodzenie deprecjacji

kursu walutowego, zatrzymanie wzrostu nominalnej stopy procentowej, odwrócenie zachodzących operacji na rachunku obrotów bieżących i spadek konsumpcji. To może oznaczać, że występuje uzasadnienie wprowadzania kontroli kapitału w dążeniu do wygładzenia warunków wymiany handlowej i stabilizowania sytuacji makroekonomicznej. W literaturze przedmiotu poświęca się wiele uwagi zmienności przepływów kapitału, zwłaszcza odnoszącej się do nagłych zatrzymań (np. Mendoza, 2010). Rolę zastosowanych kontroli kapitału dla zaciąganych zagranicznych pożyczek, które w nadmiernej ilości powodują nieefektywność ich wykorzystania, podkreślali R.J. Caballero i A. Krishnamurthy (2003). Kładzie się również nacisk na finansowe efekty zewnętrzne, które we wprowadzanych ograniczeniach pożyczkowych, działając poprzez ceny, mają zapobiegać nadmiernemu pożyczaniu – *overborrowing* (Bianchi, Mendoza, 2010; Jeanne, Korinek, 2010; Bianchi, 2011; Korinek, 2011).

Należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, że o ile założenia modelu Mundella-Fleminga są czysto teoretyczne, to wyniki badań dotyczą faktycznych zdarzeń, z których można wnioskować, że optymalna kontrola kapitału jest niezależna od reżimu kursu walutowego.

W przypadku gospodarek rozwijających się przepływy kapitału i związane z nimi zmiany kursów walutowych mogą zakłócić pośrednictwo finansowe, utrudniając prowadzenie polityki pieniężnej. Dlatego uzupełnienie polityki pieniężnej interwencjami walutowymi i rezerwą obowiązkową może w dużym stopniu ustabilizować gospodarkę podczas epizodów odpływu kapitału. Natomiast dokładna kombinacja tych instrumentów zależy od dominującego szoku, który dotknie gospodarkę. W przypadku gdy odpływ kapitału jest wywołany szokami zewnętrznymi, takimi jak zmiana zagranicznej stopy procentowej, interwencja walutowa odgrywa główną rolę w stabilizowaniu gospodarki. Jednak gdy szok ma źródło w kraju, na przykład wystąpi wzrost krajowego ryzyka, rezerwa obowiązkowa odgrywa dominującą rolę w powstrzymaniu zmienności rynków finansowych, a tym samym przyczynia się do stabilizacji produkcji i inflacji.

1.3. Korzyści i koszty związane z przepływami kapitału

Przepływy kapitału oferują wiele bezpośrednich korzyści dla krajów pochodzenia oraz odbiorców kapitału. Najnowsza literatura empiryczna, opierając się na postępkach metodologicznych i najnowszych danych, wyraźniej uwypukla te korzyści⁶.

6 W najnowszej literaturze na temat przepływów kapitału wykorzystano nowatorskie zbiory danych na poziomie firmy, udoskonalone miary kontroli kapitału, a także strategie identyfikacji kontroli endogeniczności, np. metody oceny skłonności lub eksperymenty naturalne.

Przepływy kapitału pozwalają na bardziej efektywną globalną alokację zasobów, umożliwiając kapitałowi przemieszczanie się z miejsc, w których jest mniej produktywny, do miejsc, w których jest bardziej produktywny, i przynosząc korzyści zarówno krajom pochodzenia, jak i krajom przyjmującym (Reinhart, Rogoff, 2013). Przepływy kapitału mogą obniżać koszty finansowania, zachęcać do unowocześniania i stosowania nowych technologii, poprawiać alokację zasobów między firmami i wydajność produkcji, zwiększając w ten sposób zagregowaną produktywność (Bau, Matray, 2020). Bezpośrednie inwestycje zagraniczne zwiększają efektywność produkcji poprzez transfer technologii oraz większą innowacyjność i konkurencję, przyczyniając się jednocześnie do większej odporności przedsiębiorstw na kryzysy (Alfaro, Chen, 2018). Przepływy kapitału umożliwiają również większy podział ryzyka między państwami, ułatwiając im płynną konsumpcję poprzez międzynarodowe zaciąganie i udzielanie pożyczek (Kalemli-Ozcan, Papaioannou, Perri, 2013).

Korzyści płynące z przepływów kapitału wynikają nie tylko z przepływów BIZ do sektorów niefinansowych, ale także z przepływów portfelowych i dłużnych oraz z obecności banków zagranicznych (Bank for International Settlements, 2021). Stwierdzono, że liberalizacja rynku akcji i większy napływ kapitału portfelowego przyczyniają się do wyższego wzrostu płac realnych w sektorze wytwórczym, a także do większego wzrostu inwestycji i PKB. Banki mające dostęp do zagranicznych pożyczek, w szczególności banki większe i bardziej dokapitalizowane, mogą skorzystać z bardziej dogodnych warunków kredytowych za granicą, aby zwiększyć lokalną podaż kredytu, co jest korzystne dla firm o wysokiej produktywności. Obecność zagranicznych filii banków może złagodzić ograniczenia finansowe i ułatwić wzrost gospodarczy oraz eksport (Claessens, van Horen, 2021). Może również stanowić źródło płynności walutowej i wspierać stabilną podaż kredytów w czasie kryzysów.

Przepływy kapitału przynoszą również korzyści pośrednie lub dodatkowe. Mogą pomóc w zwiększeniu głębokości i płynności rynków papierów wartościowych oraz w promowaniu ogólnego rozwoju krajowych rynków kapitałowych. Większa zagraniczna własność instytucjonalna prowadzi do znacznego wzrostu innowacyjności, bardziej efektywnych informacyjnie cen akcji na rynkach krajów rozwijających się oraz poprawy płynności akcji (Aghion, Akcigit, Howitt, 2013). Liberalizacja finansowa może również przyczynić się do poprawy ładu korporacyjnego w odpowiedzi na zagraniczną konkurencję i żądania międzynarodowych inwestorów. Obecność filii banków zagranicznych w kraju może także poprawić jakość świadczonych przez nie usług finansowych dzięki mobilizacji banków krajowych do większej konkurencji. Ekspansja zagraniczna krajowych banków może zapewnić z kolei dywersyfikację oraz obniżenie indywidualnego i systemowego ryzyka krajów macierzystych (Faia, Laffitte, Ottaviano, 2019).

Charakterystyka kraju określa stopień, w jakim korzysta on z przepływów kapitału. Kraje, w których funkcjonują silne i rozwinięte instytucje w ramach realizowanej polityki wewnętrznej, są w stanie przyciągnąć większą część bezpieczniejszych kategorii kapitału (BIZ, przepływy kapitału dłużnego w lokalnej walucie),

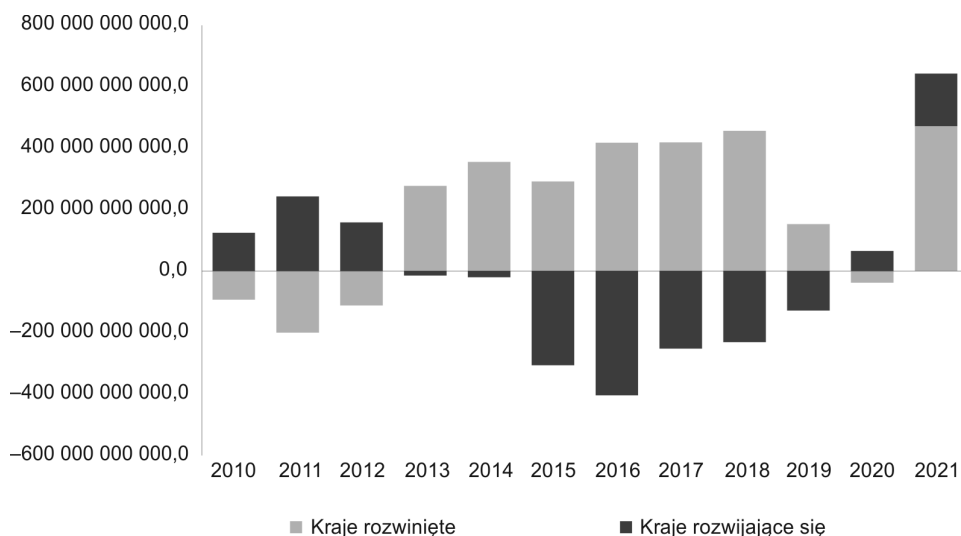
doświadczają mniejszej zmienności tych przepływów w okresach niepewności politycznej i czerpią ogólnie większe korzyści dla wzrostu gospodarczego. Kraje o słabszych i mniej rozwiniętych instytucjach są zazwyczaj mniej zróżnicowane na arenie międzynarodowej, co zmniejsza korzyści wynikające z podziału ryzyka. Kraje o słabiej rozwiniętych rynkach finansowych i bardziej restrykcyjnych ograniczeniach kredytowych doświadczają większej zmienności w dokonywanych prywatnych inwestycjach i reakcjach konsumentów na egzogeniczne wstrząsy (Carrière-Swallow, Cespedes, 2013).

Przepływy kapitału wywołują również ryzyko niestabilności finansowej i makroekonomicznej, które jest wzmacniane przez zakłócenia krajowe i międzynarodowe, a które można ograniczać poprzez zastosowanie instrumentów z kategorii kontroli kapitału: *Capital Flows Management* – CFM lub w połączeniu z polityką makroostrożnościową – *Macroprudential Policy Management* – CFM/MPM. Ryzyko takie obejmuje podwyższoną zmienność makroekonomiczną oraz podatność na kryzysy, ponieważ gospodarka otwarta finansowo byłaby bardziej narażona na wstrząsy zewnętrzne i zmiany nastrojów inwestorów zagranicznych. Do niedawna literatura podkreślała rosnącą rolę globalnego cyklu finansowego w cenach aktywów i/lub przepływach kapitału, który jest napędzany przez politykę pieniężną w kraju tzw. centrum – głównie USA (Rey, 2015). Jak stwierdzili K.J. Forbes i F.E. Warnock (2020), epizody ekstremalnych przepływów kapitału nie stały się częstsze od czasu światowego kryzysu finansowego i są mniej skorelowane ze zmianami globalnego ryzyka. Również E. Cerutti, S. Claessens i L. Laeven (2017) znaleźli ograniczone dowody na istnienie globalnego cyklu finansowego w przepływach kapitału. W najnowszej literaturze znaleziono dowody na wpływ polityki pieniężnej rynków rozwijających się na podaż kredytów w USA podczas COVID-19. To może przyczyniać się do zmienności makroekonomicznej, szczególnie w gospodarkach cechujących się słabszą wiarygodnością polityki pieniężnej (Carrière-Swallow, Marzluf, 2021).

Z literatury wynika, że reżimy sztywnego kursu walutowego są bardziej wrażliwe na warunki panujące w kraju centrum i doświadczają większych negatywnych, realnych skutków szoków globalnej podaży kredytu niż reżimy elastycznego kursu walutowego (Klein, Shambaugh, 2015; Aizenman, Chinn, Ito, 2016; Obstfeld, Ostry, Qureshi, 2019). W przypadku zakłóceń na krajowych i międzynarodowych rynkach finansowych, w tym braku adekwatnych krajowych regulacji w zakresie rynków finansowych i nadzoru, przepływy kapitału mogą również powodować narastanie słabości systemowych w postaci nadmiernej dźwigni finansowej i inflacji cen aktywów, niedopasowania walutowego zaciągniętego długu, a także ryzyka płynności, gdy przepływy są krótkoterminowe. To powoduje zwykle wzrost ryzyka związanego z nagłym odwróceniem kierunku przepływu kapitału. Można zatem stwierdzić, że słaba jakość instytucjonalna prowadzi do nieefektywnie niskiego udziału finansowania kapitałowego w stosunku do długu i do nieefektywnie wysokiego napływu kapitału ogółem.

1.4. Zmienność przepływu kapitału – istota zjawiska

Od lat dziewięćdziesiątych XX wieku gospodarki rozwijające się doświadczyły trzech głównych cykli koniunkturalnych w zakresie finansowania zewnętrznego. Pierwszy rozpoczął się na początku tej dekady i zakończył się kryzysem finansowym w Azji Wschodniej w 1997 roku. Ta faza ekspansji przepływów kapitału do rynków wschodzących została na krótko przerwana przez wybuch kryzysu meksykańskiego peso w 1994 roku. Kryzys finansowy w Azji Wschodniej, który rozpoczął się w Tajlandii w 1997 roku, rozprzestrzenił się na inne gospodarki azjatyckie (w tym Indonezję, Malezję i Koreę Południową), Rosję, Amerykę Łacińską (zwłaszcza Argentynę i Brazylię) oraz Turcję. Drugi cykl ekspansji rozpoczął się w 2003 roku, krótko po kryzysie dotcomów w USA, gdy System Rezerwy Federalnej USA Fed zaczął obniżać stopy procentowe. Ten etap zakończył się w 2007 roku wybuchem kryzysu na rynku kredytów hipotecznych subprime w USA, który z kolei był początkiem globalnego kryzysu finansowego. Przepływy kapitału netto krajów rozwijających się osiągnęły rekordowy poziom przekraczający 3,5% w relacji do PKB w 2007 roku. Następnie większość krajów rozwijających się doświadczyła największych odpływów w latach 2008 i 2009. Trzeci cykl rozpoczął się w 2010 roku, gdy ekspansywna polityka pieniężna w Stanach Zjednoczonych i innych rozwiniętych krajach wywołała kolejną falę napływu kapitału do rozwijających się gospodarek. Dane dotyczące przepływów kapitału netto na świecie przedstawia wykres 1.1.

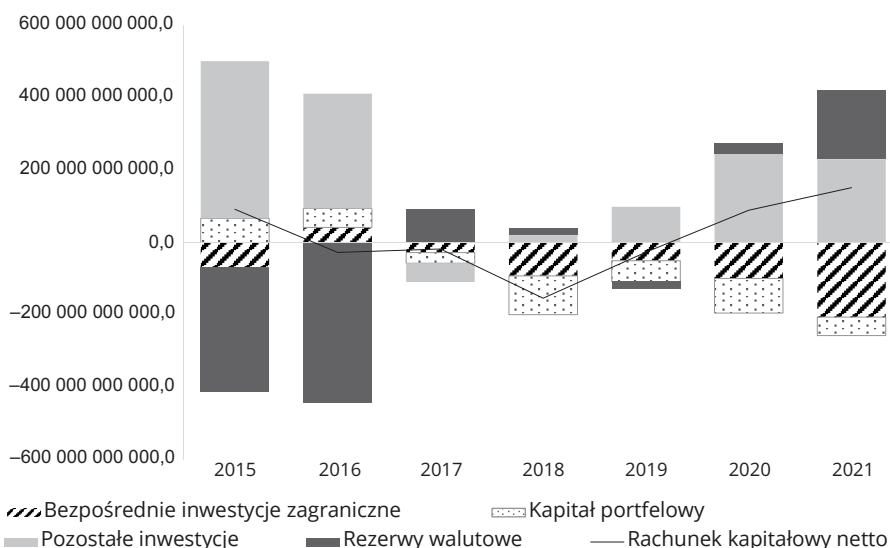


Wykres 1.1. Przepływy kapitału netto na świecie w latach 2010–2021 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, 2009.

Warto podkreślić, że wraz z ograniczeniem polityki luzowania ilościowego Fed w 2013 roku (*Taper Tantrum*) nastąpił początek kolejnej światowej dekoniunktury. Cykle wzrostów i spadków przepływów kapitału stanowią wyzwanie dla poszczególnych gospodarek i mogą generować znaczące efekty zewnętrzne – szczególnie w krajach o mniej rozwiniętych rynkach finansowych. Na wykresie 1.1 można zauważyć, że przepływy kapitału netto w krajach rozwijających się były relatywnie wysokie i niestabilne (zgodnie z cyklami wzrostów i spadków). Ogólnie rzecz biorąc, podczas wzrostu napływu kapitału kraje doświadczają aprecjacji waluty, co wiąże się ze spadkiem ich konkurencyjności, wzrostem deficytów handlowych, wyższą inflacją oraz bankami na rynkach mieszkaniowym i giełdowym. W przypadku gdy finansowanie z zewnątrz ulega obniżeniu lub całkowicie nie występuje, co G.A. Calvo (1998) określił mianem epizodów nagłego zatrzymania przepływu kapitału, pojawiają się inne wyzwania, w tym deprecjacja waluty i związane z nią efekty bilansowe oraz presja inflacyjna, wolniejszy wzrost gospodarczy i gwałtowny wzrost banki cenowej aktywów. W 2016 roku nastąpił nieznaczny wzrost, ale wielkości kapitału netto należnego krajom rozwijającym się pokazują, że ta faza trwała jeszcze w latach 2018 i 2019. Wzrost stóp procentowych w USA spowodował, że z kilku gospodarek wschodzących (zwłaszcza z Argentyny i Turcji) kapitał odpłynął, co wywołało silną presję na deprecjację kursów walutowych i obniżenie koniunktury gospodarczej.

Szczególnie interesujący jest przykład Chin, w których kontynuacja spadku zadłużenia kapitałowego po zakończeniu cyklu wzrostu cen surowców w 2014 roku i wielu negatywnych wydarzeniach na chińskich giełdach w 2015 roku spowodowała powstanie dużych należności na rachunku kapitałowym (434 mld USD w 2015 i 317 mld USD w 2016 roku). Wartość netto przepływów w Chinach zaznaczono na wykresie 1.2.



Wykres 1.2. Przepływy kapitału w Chinach w latach 2015–2021 (w mln USD)
Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, 2009.

W odpowiedzi na tak duże i niestabilne przepływy kapitału decydenci rozpoczęli intensywne prace nad znalezieniem takich narzędzi politycznych, które mogą pomóc w skutecznym zarządzaniu tymi przepływami. Ogólnie kraje przyjmują kombinację polityk makroekonomicznych, aby przeciwdziałać zmienności przepływów kapitału. Na przykład podczas gwałtownych wzrostów napływu kapitału kraje mogą dostosowywać stopy procentowe, zaostbrać politykę skali, umożliwiać aprecjację kursów walutowych, gromadzić rezerwy walutowe czy wręcz zachęcać do odpływu kapitału. Jednak każda z tych reakcji politycznych wiąże się ze znacznymi ograniczeniami i kosztami. Przykładowo: obniżka stóp procentowych jest procykliczną reakcją polityczną, która może spowodować gwałtowny wzrost dynamiki gospodarczej i inflację (choć jest ona łagodzona przez aprecjację kursu walutowego). Zaostwienie polityki skali może skutkować aprecjacją waluty i napotkać przeszkody polityczne, natomiast przyzwolenie na aprecjację kursu walutowego może zaszkodzić konkurencyjności gospodarki. Z kolei akumulacja rezerw może wiązać się z dużymi kosztami i skutkować nieefektywną alokacją zasobów, a wprowadzenie zachęt do odpływu kapitału może mieć ograniczony wpływ. Opisane wyżej ograniczenia i koszty wywołały gorącą dyskusję na szczeblu międzynarodowym, w wyniku której doszło do rewizji dotychczasowych poglądów na temat kontroli kapitału w następstwie globalnego kryzysu finansowego. Ponownie rozpoczęto rozważania o włączeniu do polityki gospodarczej kontroli kapitału i o zmianach krajowych regulacji ostrożnościowych jako narzędzi polityki makroostrożnościowej (Ostry i in., 2011a; Ghosh, Ostry, Qureshi, 2017).

1.5. Finansowe efekty zewnętrzne związane z przepływami kapitału

W latach dziewięćdziesiątych XX wieku wśród ekonomistów neoklasycznych panowało głębokie przekonanie, że kraje powinny dążyć do liberalizacji swoich rachunków kapitałowych (np. Dornbusch, 1998; Summers, 2000; Fischer, 2003). Sądono, że w pełni zliberalizowane międzynarodowe przepływy kapitału oddziałują na wzrost gospodarczy i wzrost dobrobytu społeczeństwa. W modelu M. Obstfelda i K. Rogoffa (1996) podkreśla się, że otwartość gospodarek na międzynarodowe pożyczki i kredyty generuje korzyści z handlu zagranicznego dla stron transakcji. W kraju biorcy kapitału jego napływ może być alokowany w inwestycje produkcyjne lub przeznaczany przez podmioty krajowe na wygładzenie konsumpcji. Pożyczkodawcy z kolei uzyskują wyższe zwroty z kapitału i osiągają większą dywersyfikację swoich aktywów i pasywów. Oprócz tych neoklasycznych korzyści inwestycje zagraniczne, zwłaszcza w postaci BIZ, mogą prowadzić do transferu technologii, a jeśli nastąpi to w systemie finansowym, to mogą wzmocnić rozwój finansowy. Rozwój systemu finansowego ma bardzo duży i istotny wpływ na wzrost gospodarczy. Przeciwnicy takiego stanowiska twierdzą, że

zastosowanie kontroli w przepływach kapitału ogranicza wzajemnie korzyści i ostatecznie obniża wydajność ekonomiczną, wzrost gospodarczy i dobrobyt.

Wiele opracowań naukowych zawiera wnioski stanowiące, iż prywatne przepływy kapitałowe mogą prowadzić do makroekonomicznych efektów zewnętrznych, tj. takich, które zwiększają niestabilność finansową i zakłócają zarządzanie zagregowanym popytem na poziomie makroekonomicznym. Następnie te efekty zewnętrzne powodują, że prywatne podmioty zapożyczają się nadmiernie i podejmują zbyt duże ryzyko. W literaturze teoretycznej znaleźć można przykłady instrumentów, przy użyciu których te efekty zewnętrzne można skorygować za pomocą antycyklicznych interwencji na rachunku finansowym. W opracowaniu B. Erten, A. Korineka i J.A. Ocampo (2019) zbadano skuteczność regulacji rachunków kapitałowych w zmniejszaniu niestabilności finansowej i zwiększaniu stabilności makroekonomicznej. Autorzy dokonali oceny wpływu podejmowanych decyzji w gospodarce na to, w jaki sposób rozwijające się gospodarki rynkowe mogą włączyć odpowiednie regulacje dotyczące rachunków kapitałowych do swoich zestawów narzędzi politycznych oraz czy istnieje potrzeba globalnej koordynacji gospodarczej w celu zmniejszenia wpływu negatywnych skutków na poszczególne kraje.

Do końca XX wieku literatura przedmiotu dotycząca motywów wprowadzania kontroli kapitału dotyczyła w dużej mierze finansowych efektów zewnętrznych, które wynikają z efektów bilansowych. Opracowania skupiały się na kryzysach związanych z prowadzoną przez rządy polityką, np. z niespójnymi reżimami kursowymi (np. Krugman, 1979). Z kolei w centrum ostatnich kryzysów finansowych lat 2008–2012 znajdowali się kredytobiorcy z sektora prywatnego, którzy przyjęli nadmierną dźwignię finansową. W przypadku gdy relatywnie duża liczba kredytobiorców w gospodarce doświadcza jednocześnie trudności finansowych i angażuje się w delewarowanie, to ich wspólne działania prowadzą do spadków cen aktywów i deprecjacji kursu walutowego, co często obniża wartość aktywów w bilansach kredytobiorców i/lub zwiększa wartość ich zobowiązań. W rezultacie zdolność kredytowa potencjalnych kredytobiorców dalej spada, co prowadzi do sprzężenia zwrotnego w postaci dalszego delewarowania, spadku cen aktywów i kursu walutowego oraz efektów bilansowych. W kontekście międzynarodowych przepływów kapitału ten mechanizm wzmocnienia finansowego został po raz pierwszy nieformalnie opisany przez Calvo (1998) jako nagłe zatrzymanie, a bardziej formalnie przez P.R. Krugmana (1999a). W bogatej literaturze wykorzystano modele skutków bilansowych i amplifikacji finansowej (wzmocnienia finansowego – *financial amplification*) w celu uchwycenia kryzysów finansowych rozwijających się rynków. Modele dla rynków rozwijających się, dotyczące efektów bilansowych, skonstruowali również P.R. Krugman (1999a), P. Aghion, P. Bacchetta i A. Banerjee (2000; 2001), L.F. Céspedes, R. Chang i A. Velasco (2004) oraz E.G. Mendoza (2010). Chang i Velasco (2001) opracowali modele kryzysowe oparte na niestabilności finansowej i tzw. runach na banki, w których ważną rolę odgrywa również kurs walutowy.

Główny wniosek wynikający z literatury przedmiotu stanowi, że podmioty prywatne nie internalizują tego, w jaki sposób ich wspólne zachowanie wpływa na

ceny rynkowe, takie jak kursy walutowe lub ceny aktywów, które wchodzą w interakcje z ograniczeniami finansowymi. W kontekście tradycyjnej makroekonomii ten rodzaj niekorzystnego mechanizmu sprzężenia zwrotnego między cenami a ograniczeniami finansowymi jest znany od dawna, począwszy od opisu redukcji długu w czasie wielkiego kryzysu przez I. Fishera (1933), włączając formalne modele B. Bernankego i M. Gertlera (1989) oraz N. Kiyotaki i J. Moore'a (1997) pod pojęciem akceleratora finansowego lub wzmocnienia finansowego. W rezultacie poszczególni uczestnicy rynku narzucają sobie nawzajem efekty zewnętrzne. Te efekty są *de facto* finansowymi efektami zewnętrznymi, ponieważ występują, gdy zachodzą zmiany cen rynkowych, takich jak ceny aktywów i kursy walut. W standardowym modelu Arrowa-Debreu z doskonałymi rynkami pierwsze twierdzenie o dobrobycie stanowi, że zewnętrzne efekty finansowe nie mają znaczenia dla efektywności Pareto, ponieważ zmiany cen generują efekty majątkowe, które są równoważone transferami występującymi pomiędzy uczestnikami rynku. Natomiast gdy rynki finansowe są niedoskonałe, np. ze względu na skutki bilansowe, to finansowe efekty zewnętrzne na ogół prowadzą do ograniczenia efektywności według Pareto, a rola decydentów powinna sprowadzać się do koordynowania zachowań prywatnych podmiotów. Ogólny pogląd, że finansowe efekty zewnętrzne mogą prowadzić do ograniczonych według Pareto i niepewnych wyników, zaobserwował m.in. J.E. Stiglitz (1982). Jednak w zasadzie zewnętrzne efekty finansowe mogą zachodzić w obu kierunkach, jak podkreślają m.in. E. Dávila i A. Korinek (2018). Jednym z wniosków na temat kryzysów bilansowych i finansowych efektów zewnętrznych jest ustalenie, że w pewnych okolicznościach kierunek efektów zewnętrznych, które pojawiają się podczas kryzysów finansowych, jest dość przewidywalny.

Tak zwane efekty bilansowe (*balance sheet effects*) i efekty wzmocnienia finansowego, nieodłącznie związane ze współczesnymi kryzysami finansowymi na rynkach rozwijających się gospodarek, jako pierwsi opisali Krugman (1979) i Calvo (1998). Okazało się, że mają one istotne implikacje dla zrozumienia korzyści i kosztów związanych z przepływami kapitału, na co w swoich pracach zwracali uwagę także R.J. Caballero i A. Krishnamurthy (2003), J. Bianchi i E.G. Mendoza (2010), O. Jeanne i A. Korinek (2010) oraz A. Korinek (2011). Stwierdzono, że indywidualni uczestnicy rynku nie internalizowali swojego wkładu w efekty wzmocnienia finansowego, które odgrywały kluczową rolę w opisywanych kryzysach finansowych, generując finansowe efekty zewnętrzne (*pecuniary externalities*). Przykładowo: gdy pożyczkobiorca spłaca pożyczkę zagranicznemu pożyczkodawcy w samym środku trwającego kryzysu, wówczas wyprowadza fundusze z kraju i przyczynia się do deprecjacji kursu waluty krajowej, dodatkowo zwiększając w ten sposób efekt wzmocnienia finansowego. Ponadto napięcia związane z kryzysem ograniczają jego zdolność do finansowania krajowych aktywów, zaostrażając w ten sposób problem ich potencjalnych gwałtownych wyprzedaży po niskich cenach (*fire sales*) i generując spadki cen aktywów oraz dalsze wzmocnienie finansowe. Zjawiska te stanowią

o występowaniu efektów zewnętrznych, ponieważ indywidualni uczestnicy rynku nie internalizują sposobu, w jaki ich wspólne zachowanie wpływa na poziom kursów walutowych czy ceny aktywów na poziomie makro.

Zgodnie z innym podejściem w literaturze przedmiotu podkreślano, że przepływy kapitału, które generują efekty zewnętrzne, mogą wywoływać skutki dla zagregowanego popytu, ponieważ uniemożliwiają one gospodarkom uzyskanie pełnego zatrudnienia. Zgodnie z tym poglądem celem wprowadzenia kontroli przepływów kapitału jest złagodzenie odpływów kapitału mających miejsce podczas kryzysów finansowych, w których występują efekty bilansowe i efekty wzmocnienia finansowego. Większość autorów zajmujących się tym tematem koncentrowała się na implikacjach dla ostrożnościowych regulacji przepływów kapitału. Poprzez zmniejszenie napływów kapitału w okresach dobrej koniunktury można złagodzić późniejsze odpływy w czasie kryzysów. Pewne kategorie napływającego kapitału wywołują największe efekty zewnętrzne, do których należą zadłużenie indeksowane wskaźnikiem inflacji oraz zadłużenie w walutach obcych. Podobnie przepływy krótkoterminowe generują większe efekty zewnętrzne niż przepływy długoterminowe – ze względu na trudności związane z rolowaniem długu w czasie kryzysów. Również w środku poważnego kryzysu finansowego można złagodzić efekty wzmocnienia finansowego w odniesieniu do odpływów kapitału, które można tymczasowo zmniejszyć poprzez ograniczenie zbiorowego „pędu do ucieczki” (*rush to the exit*). W efekcie ma to przynieść korzyści większości inwestorów i zachodzi tu tzw. problem działania zbiorowego.

Dávila i Korinek (2018) podzielili finansowe efekty zewnętrzne w gospodarkach z niedoskonałościami finansowymi na dwie kategorie. Po pierwsze, dystrybucyjne finansowe efekty zewnętrzne pojawiają się, gdy podział ryzyka jest niepełny, a decydenci mogą wpływać na ceny rynkowe w sposób, który prowadzi do redystrybucji bogactwa między podmiotami, co w konsekwencji usprawnia podział ryzyka. Na przykład Caballero i Krishnamurthy (2003) pokazali, że decyzje właściwych władz, ograniczające odpowiednio pożyczki dolarowe lub lewarowanie, łagodzą zmiany kursu walutowego i spadek cen aktywów w stanach kryzysowych. Takie działanie poprawia warunki handlowe ograniczonych kredytobiorców, którzy angażują się w odsprzedaż – prowadzi to do lepszego podziału ryzyka między kredytobiorcami i kredytodawcami. Z kolei R.J. Caballero i G. Lorenzoni (2014) zidentyfikowali dystrybucyjne efekty zewnętrzne między przedsiębiorcami a pracownikami w małej, otwartej gospodarce, które stwarzają przesłanki do interwencji zarówno *ex ante*, jak i *ex post*. Po drugie, zewnętrzne finansowe zabezpieczenia (lub bardziej ogólnie zewnętrzne efekty cenowe) powstają, gdy ceny rynkowe, takie jak ceny aktywów lub kursy walutowe, pojawiają się w wiążącym ograniczeniu finansowym, a decydenci mogą zaangażować się w działania, które zwiększają ceny i rozluźniają ograniczenie finansowe. Przykładowo: jeśli kurs walutowy pojawia się w ograniczeniu finansowym, to takie dodatkowe efekty zewnętrzne mogą skłonić kredytobiorców z gospodarek rozwijających się do zaciągania zbyt dużego długu w walutach obcych (Jeanne, Korinek, 2010; Bianchi, 2011; Korinek, 2011). Takie bezwarunkowe zobowiązania dłużne, zwłaszcza jeśli są

denominowane w walucie obcej, prowadzą do znaczących efektów zewnętrznych. Jak wskazali G. Benigno i współautorzy (2016), decydenci mogą zmniejszyć ograniczenia finansowe i tym samym rozwiązać wszelkie zewnętrzne obostrzenia finansowe, jeśli dysponują wystarczającymi instrumentami, w szczególności jeśli mogą ustalić kurs wymiany na takim poziomie, aby nie wprowadzać innych zakłóceń w gospodarce. Należy podkreślić, że wyżej opisane sytuacje dotyczą działań decydentów, którzy mogą interweniować po wybuchu kryzysu i podczas jego trwania, a nie tylko *ex ante* przed wystąpieniem kryzysu. W swoim modelu wzrostu endogenicznego Ch. Ma (2020) stwierdził ponadto, że dodatkowe efekty zewnętrzne również mogą prowadzić do pewnych strat w poziomie dobrobytu, ponieważ występuje nadmierna, nieoczekiwana i szkodliwa dla wzrostu gospodarczego zmienność.

1.6. Zewnętrzne efekty zagregowanego popytu

Przepływy kapitału w gospodarkach otwartych mogą generować efekty zewnętrzne także poprzez ingerencję w zarządzanie zagregowanym popytem. Takie efekty zewnętrzne zagregowanego popytu mogą pojawić się zawsze, gdy zagregowany popyt różni się od zagregowanej podaży. Może się tak zdarzyć, gdy na przykład w gospodarce występują sztywne ceny i nie występuje samoregulacja rynków. Z kolei zagregowany popyt jest w równowadze wtedy, gdy podmioty prywatne uznają go za dany (Woodford, 2004; Galí, 2015). Oznacza to, że poszczególni uczestnicy rynku racjonalnie nie internalizują swojego udziału w zagregowanym popycie, tworząc przestrzeń dla efektów zewnętrznych. Międzynarodowe przepływy kapitału mogą powodować efekty zewnętrzne zagregowanego popytu, ponieważ realokują wydatki między podmiotami krajowymi i zagranicznymi, które mają różne koszyki konsumpcyjne, a co za tym idzie – różne krańcowe skłonności do konsumpcji (*marginal product consumption* – MPC). W szczególności podmioty krajowe mają wyższą MPC na towary krajowe niż obcokrajowcy. Następuje zatem wzrost w zagregowanym popycie krajowym i wzrost należności, natomiast zobowiązania ulegają obniżeniu.

Podobnie Farhi i Werning (2012; 2014) pokazali, że w otwartej gospodarce ograniczenia prowadzonej polityki monetarnej i kursu walutowego z lepkimi cenami⁷ tworzą efekty zewnętrzne zagregowanego popytu i przemawiają za wprowadzeniem kontroli kapitału jako drugim najlepszym instrumentem zarządzania popytem. Zauważyli jednak, że nawet przy elastycznych kursach wymiany istnieją argumenty za kontrolą kapitału, gdy sama polityka pieniężna nie może optymalnie zarządzać sektorem

7 Lepkość cen to zjawisko polegające na przywracaniu naruszonej równowagi rynkowej przez zmiany ilości podaży danego dobra (dostosowania ilościowe) przy zachowaniu dotychczasowego poziomu cen albo bardzo nieznacznych jego zmianach. Lepkość cen występuje w warunkach konkurencji niedoskonałej, zwłaszcza w oligopolu.

strukturą popytu. Z kolei S. Schmitt-Grohé i M. Uribe (2016) pokazali, że stałe kursy walutowe i sztywność płac nominalnych wywołują efekty zewnętrzne zagregowanego popytu, które mogą motywować do wprowadzenia kontroli kapitału. Farhi i Werning (2016) przedstawili ogólną teorię efektów zewnętrznych zagregowanego popytu, która podkreśla, że takie efekty zewnętrzne pojawiają się, gdy zarządzanie zagregowanym popytem jest niedoskonałe, a interwencje na rynku finansowym mogą przyczynić się do zarządzania popytem w drugorzędny sposób. Decydenci polityczni często stają w obliczu trudnego kompromisu w zarządzaniu tymi dwoma problemami, tj. niekorzystnymi skutkami bilansowymi i problemami z zagregowanym popytem. Stosowanie polityki skalowania jest często ograniczone w gospodarkach rozwijających się, zwłaszcza podczas kryzysów. Wiele innych środków polityki *ex post* wpływa na bilanse i zagregowany popyt w przeciwnych kierunkach, dodatkowo utrudniając wymianę handlową. Na przykład decydenci polityczni, aby złagodzić skutki bilansowe, często stosują podwyżki stóp procentowych w okresach odpływów kapitału, aby zmniejszyć ich wielkość i przeciwdziałać deprecjacji kursów walutowych. Jednakże z drugiej strony wyższe stopy procentowe również zmniejszają zagregowany popyt, pogarszając wynikający z tego spadek produkcji. Ta kwestia jest często jednym z głównych punktów spornych w debacie politycznej dotyczącej sposobów reagowania na kryzysy finansowe. W okresach boomu decydenci polityczni są z kolei skłonni do obniżania stóp procentowych, aby zredukować ilość kapitału w przepływach i związane z tym efekty zagregowanego popytu.

1.7. Inne zakłócenia międzynarodowych przepływów kapitału i efektów zewnętrznych – nadmierne pożyczanie

Chociaż literatura ekonomiczna podejmująca tematykę kontroli kapitału najczęściej dotyczy efektów zewnętrznych: finansowych i zagregowanego popytu, to należy również wspomnieć o dwóch innych kategoriach potencjalnych zakłóceń generowanych przez międzynarodowe przepływy kapitału. Należą do nich: pokusa nadużycia oraz nadmierny optymizm.

1.7.1. Pokusa nadużycia i ratowanie upadających podmiotów

W sytuacji, w której warunki panujące na rynku finansowym bardzo sprzyjają podmiotom w zaciąganiu kredytów i pożyczek – nierzadko ponad ich faktyczne możliwości spłaty zobowiązań, a dodatkowo te podmioty mają świadomość, że nie

są zobligowane do spłaty całego zadłużenia w przypadku kryzysu, bo będzie im oferowana pomoc – często wykorzystują one ten fakt i zadłużają się nadmiernie. To zjawisko, nazywane pokusą nadużycia, zachęca do coraz większego lewarowania i podejmowania ryzyka kredytowego. Problem ten, pomimo że jest regularnie poruszany w literaturze przedmiotu w celu wyjaśnienia boomów i spadków na rynkach finansowych, nadal jest aktualny. Na przykład R.I. McKinnon i H. Pill (1998) przedstawili modele boomu finansowego i nadmiernego zadłużania się z powodu pokusy nadużycia w okresie poprzedzającym kryzys azjatycki. Natomiast Krugman (1999b) dokonał analizy kryzysu w Azji Wschodniej przez pryzmat przepływów kapitału i związanego z tym nadmiernego zadłużania się. Tym argumentom i wnioskom przeczyły z kolei zachowania podmiotów podczas boomu hipotecznego przed kryzysem finansowym w 2008 roku. Jak podkreślali I.H. Cheng, S. Raina i W. Xiong (2014), wiele podmiotów (w tym klienci indywidualni, firmy oraz banki), mając świadomość, że ich ratowanie w przypadku kryzysu było wysoce nieprawdopodobne, i tak podejmowało coraz większe ryzyko finansowe w swoich decyzjach inwestycyjnych. W ten sposób sektor finansowy był narażony na wysokie ryzyko związane z bankructwem podmiotów indywidualnych i przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych. To sugeruje, że ich zachowanie było bardziej napędzane nadmiernym optymizmem niż oczekiwaniami związanymi z potencjalnymi skutkami takich działań. Można zatem sądzić, że brak zdecydowanych interwencji w postaci zastosowania adekwatnych instrumentów ze strony władz monetarnych i przyzwalanie na takie praktyki były jednymi z przyczyn wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku.

1.7.2. Nadmierny optymizm

W sytuacji gdy kredytobiorcy są zbyt optymistycznie nastawieni do przyszłych perspektyw gospodarczych, w naturalny sposób pożyczają więcej niż w bardziej realistycznych warunkach. Konsekwencje takiego nadmiernego optymizmu dla ich dobrobytu są dwojakie. Po pierwsze, nadmierny optymizm zmniejsza już zrealizowany dobrobyt kredytobiorcy, który zaciągnął zbyt duży dług. Ten efekt można nazwać bardziej efektem wewnętrznym niż zewnętrznym, ponieważ pożyczkobiorca narzuca sam sobie utratę dobrobytu z powodu swoich nierealistycznych oczekiwań. Po drugie, nadmierny optymizm zaostrza wszelkie inne efekty zewnętrzne związane z zaciąganiem pożyczek, które mogą występować w gospodarce, ponieważ skłania jednostki do pożyczania coraz większych kwot. Istotnym wyzwaniem dla polityki jest to, że zjawiska takie jak nadmierny optymizm czy nadmierny pesymizm są trudne do ustalenia w praktyce, a regulatorzy i decydenci często także zarażają się tym samym optymizmem, który kieruje poszczególnymi uczestnikami rynku podczas boomu.

1.8. Wyzwania dla współczesnych gospodarek

Wnioski z badań

Globalny kryzys finansowy i jego następstwa oraz pandemia COVID-19 przyniosły cykliczne wzrosty i załamania w przepływach transgranicznych kapitału o niespotykanej skali, wywołując intensywną debatę, której tematem stało się zarządzanie przepływami kapitału. Tradycyjnie rozwijającym się gospodarkom rynkowym doradzano, aby nie ograniczały przepływów kapitału i stosowały elastyczne kursy walutowe oraz rozważną politykę fiskalną w obliczu dużych i gwałtownych napływów. Jednakże w ostatnich latach coraz częściej uznaje się, że rozwijające się gospodarki rynkowe mogą przyjmować bardziej aktywną postawę, wdrażając wiele narzędzi politycznych, w tym środków ostrożnościowych i kontroli kapitału, w celu lepszego zarządzania jego napływem. Takie działania mogą sprawić, że gospodarka będzie mniej podatna na kryzys, gdy przepływy kapitału ostatecznie osłabną lub ulegną odwróceniu (Ostry i in., 2010; 2011b; International Monetary Fund, 2012).

Od czasu globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2012 gospodarki rozwijające się odgrywają coraz większą rolę w globalnym systemie finansowym. Odzwierciedla to m.in. ich rosnące znaczenie w światowym PKB. Na rynkach rozwijających się nastąpiły istotne zmiany w strukturze bilansów płatniczych, a konkretnie na rachunkach finansowych. Obejmują one szeroko omawiany wzrost zobowiązań portfelowych, ponieważ państwa i przedsiębiorstwa z gospodarek rozwijających się zwiększyły emisje papierów wartościowych i zyskały przychylną globalnych inwestorów. Odzwierciedla to również wzrost znaczenia gospodarek rozwijających się jako inwestorów zewnętrznych, co jest widoczne w zwiększonej skali odpływu kapitału. Obejmują one nie tylko zwiększone stany aktywów posiadanych przez sektor oficjalny (rezerwy walutowe, państwowe fundusze majątkowe), ale także zwiększoną obecność korporacji i inwestorów instytucjonalnych z gospodarek rozwijających się na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

W grupie gospodarek rozwijających się szczególnie ważną rolę odgrywają Chiny. O ile relacja aktywów i pasywów zewnętrznych do PKB w Chinach nie zmieniła się dramatycznie od okresu sprzed kryzysu 2008 roku, to bardzo dynamiczny i duży wzrost jego udziału w łącznym PKB gospodarek rozwijających się po kryzysie oznacza, że Chiny odgrywają coraz większą rolę w kształtowaniu globalnych zagregowanych tendencji w ich integracji finansowej, szczególnie w zakresie rezerw walutowych, bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz innych inwestycji.

W 2015 roku Chiny odpowiadały za blisko 40% PKB gospodarek rozwijających się, liczonego według kursów rynkowych, w porównaniu z 22% w 2007 roku. Wydarzenia w Chinach w 2015 roku odegrały dużą rolę w wyjaśnieniu wzrostu rezerw walutowych, ale także wzrostu napływających i wychodzących BIZ oraz innych inwestycji. Z kolei w przypadku instrumentów portfelowych zmiany były większe w wartościach bezwzględnych dla innych gospodarek rozwijających się, biorąc pod

uwagę stosunkowo zamknięty charakter chińskich rynków na zagraniczne inwestycje portfelowe. W odniesieniu do tych kategorii spadek kapitałów portfelowych związany jest z osłabieniem wycen aktywów i wzrostem portfelowych zobowiązań dłużnych.

Decydenci polityczni w krajach rozwijających się dysponują potencjalnie pięcioma instrumentami zarządzania przepływami kapitału i łagodzenia wszelkich niepożądanych konsekwencji z tym związanych. Są to: polityka pieniężna (stopy procentowe), polityka fiskalna, polityka kursowa, środki ostrożności i kontrola kapitału. Wdrażając te narzędzia, należy uwzględnić ryzyko związane z każdym z nich i uzyskane efekty. Teoretycznie kontrole napływu kapitału, jeśli są stosowane wystarczająco szeroko, mogą wzmocnić te polityki, przede wszystkim ograniczając wielkość napływu kapitału, bardziej ukierunkowane kontrole mogą być też stosowane w celu ograniczania lub wyeliminowania takich zjawisk, jak np. niedopasowanie walutowe czy terminy zapadalności. Kraje kontrolujące odpływ kapitału mogą również złagodzić te ograniczenia, aby zmniejszyć wielkość przepływów netto, zmniejszając w ten sposób presję na dynamiczną koniunkturę i aprecjację waluty.

W praktyce występuje stosunkowo niewielka liczba dowodów na to, że gospodarki rozwijające się rzeczywiście reagują na zakłócenia w przepływach kapitału, stosując się do powyższych założeń, lub w ogóle nie reagują. Jak stwierdzili B. Eichengreen i A. Rose (2014) oraz A. Fernández, A. Rebucci i M. Uribe (2015), raz wprowadzona kontrola kapitału jest zwykle bardzo trwała i nie zmienia się w odpowiedzi na cykle gospodarcze i finansowe. Pokazali, że polityka pieniężna w wielu krajach rozwijających się jest procykliczna w stosunku do produkcji. Z kolei E. Talvi i C. Végh (2005) zauważyli, że polityka fiskalna na rynkach rozwijających się jest wysoce procykliczna. Biorąc pod uwagę, że napływ kapitału do rynków rozwijających się ma zwykle charakter ekspansywny, oznacza to, że polityka albo nie odpowiada na nie, albo reaguje w przeciwnym kierunku.

Na przykład Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund, 2005) podaje, że w latach dziewięćdziesiątych XX wieku jego pracownicy udzielali porad dotyczących zarządzania napływem kapitału szesnastu gospodarkom rozwijającym się (z próby 27), obejmując dziewiętnaście epizodów dużych napływów kapitału. Spośród tych dziewiętnastu przypadków w dwunastu wyraźnie zalecono krajom rozwijającym się, aby zacieśniły politykę fiskalną, w czternastu zezwolono na wyższą elastyczność kursu walutowego, w czterech zaostrożono politykę pieniężną, w dziewięciu dokonano interwencji walutowych, w sześciu zliberalizowano odpływy kapitału, w czterech zaostrożono środki ostrożnościowe, a w dwóch zastosowano kontrolę napływu kapitału.

W literaturze pojawia się coraz więcej badań na temat systematycznej reakcji decydentów polityki gospodarczej państw rozwijających się na przepływy kapitału. Często jednak badacze ograniczają swoją analizę do jednego instrumentu politycznego (kontrola monetarna, fiskalna lub kapitałowa). Prawdopodobnie ograniczenia polityczne lub strukturalne uniemożliwiają stosowanie określonych instrumentów w niektórych rozwijających się gospodarkach. Trudno jest zatem jednoznacznie

stwierdzić, czy polityka gospodarcza odpowiada na gwałtowne przepływy kapitału, jeśli uwaga jest skierowana na jeden instrument. Ponadto większość badań opiera się na szerokich i heterogenicznych próbach krajów (rynkı rozwijające się o średnich dochodach z rozwiniętymi gospodarkami o wysokich dochodach lub kraje rozwijające się o niskich dochodach) i obejmują długie okresy. Wyzwania stawiane przed gospodarkami rozwijającymi się w zakresie przepływów kapitału są często zupełnie inne niż wyzwania stawiane przed gospodarkami rozwiniętymi. Co więcej, dopiero w ostatnich latach większość państw rozwijających się zliberalizowała swoje rachunki kapitałowe na tyle, że duże i gwałtowne przepływy mogą stwarzać zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej i finansowej, które z kolei wymagają reakcji politycznej. Większość analiz opiera się na danych rocznych, ale polityka kontroli kapitału może się zmieniać w ciągu roku w odpowiedzi na zmiany w przepływach kapitału, co może prowadzić do mylnych wniosków. W przypadku badań analizujących kontrolę kapitału dodatkową obawą jest to, że wykorzystują one wolno zmieniające się wskaźniki, odzwierciedlające zastosowane środki kontroli, a nie intensywność zastosowanych ograniczeń. Jest to kluczowe rozróżnienie, ponieważ większość reakcji na nagłe przepływy kapitału pociąga za sobą zwiększanie lub zmniejszanie intensywności istniejących środków, a nie nakładanie nowych ograniczeń lub ich całkowitą eliminację. Dlatego indeksy oparte jedynie na obecności ograniczeń mogą nie odzwierciedlać odpowiednio siły reakcji gospodarek rozwijających się na przepływy kapitału.

Ghosh, Ostry i Qureshi (2017) poddali badaniu blisko pięćdziesiąt rozwijających się gospodarek rynkowych i ich reakcje na przepływy kapitału w latach 2005–2013. Zauważyli, że decydenci w tych gospodarkach proaktywnie reagują na napływ kapitału, stosując kombinację narzędzi politycznych. Banki centralne podnoszą stopy procentowe, dążąc do zapobieżenia gwałtownemu wzrostowi udzielanych kredytów oraz popytu konsumpcyjnego i popytu inwestycyjnego w gospodarce, a także interweniują na rynku walutowym, aby oprzeć się presji aprecjacji waluty. Zaostrzane są środki makroostrożnościowe w celu zahamowania wzrostu akcji kredytowej oraz wdrażane są kontrole napływu kapitału w obliczu obaw o konkurencyjność i stabilność finansową gospodarek. W przeciwieństwie do konwencjonalnych działań dotyczących polityki dla państw rozwijających się nie znaleziono dowodów na prowadzenie antycyklicznej polityki fiskalnej w obliczu napływu kapitału.

Ogólnie rzecz ujmując, gospodarki rozwijające się reagują na napływ kapitału za pomocą kombinacji instrumentów polityki – zarówno narzędzi makroekonomicznych, jak i innych dostępnych środków. W obliczu napływu kapitału netto banki centralne podnoszą podstawowe stopy procentowe, aby powstrzymać inflację, jednocześnie przez cały czas kontrolując sytuację w gospodarce. Większość banków centralnych również intensywnie interweniuje, kupując średnio około 30–40% napływającego kapitału. Polityka fiskalna jest jednak prawie zawsze neutralna lub procykliczna i prawie nie wykazuje oznak zacieśniania w obliczu napływu kapitału. Niektóre gospodarki rozwijające się zaostrzają stosowanie niedyskryminujących

środków ostrożności, a także kontrolę kapitału (w tym środki ostrożności oparte na walutach, które oddziałują na napływ kapitału). Z kolei gospodarki rozwijające się ze stosunkowo zamkniętymi rachunkami kapitałowymi łagodzą ograniczenia odpływu kapitału, aby zmniejszyć presję na napływ netto.

Ważne jest, że reakcje poszczególnych decydentów politycznych różnią się w zależności od rodzaju przepływów kapitału. Na przykład zmiany stóp procentowych bardziej odpowiadają przepływowi zobowiązań (nierezydentów) niż przepływowi aktywów (rezydentów krajowych). Spośród różnych rodzajów przepływów tym rynkom bardziej odpowiadają bezpośrednie inwestycje zagraniczne niż inne rodzaje przepływów – być może dlatego, że napływy BIZ są zwykle bardziej ekspansywne (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2016). Podobnie banki centralne bardziej intensywnie interweniują w obliczu napływów kapitału portfelowego w porównaniu z innymi rodzajami przepływów kapitału. Ogólnie rzecz biorąc, gospodarki rozwijające się stosują środki ostrożnościowe i kontrolę napływów kapitału w obliczu bardziej ryzykownych form napływów, z występującą pewną zależnością między rodzajem środka a rodzajem przepływów. W związku z tym zastosowane instrumenty makroostrożnościowe (takie jak wymogi dotyczące rezerw, wskaźniki reprezentujące wartości kredytów do wartości zabezpieczeń i długu do dochodu) i kontrole napływu obligacji oraz zastosowane środki ostrożności dotyczące przepływów w obcych walutach są bardziej adekwatne i skuteczne w przypadku przepływów inwestycji portfelowych i pozostałych inwestycji niż bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Co ciekawe, takie reakcje polityczne mają w sobie intuicyjny sens, ponieważ tego rodzaju przepływy kapitału są bardziej podatne na wzrost obaw o stabilność finansową (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2016).

Banki centralne są bardziej skłonne do interwencji, gdy realny kurs walutowy umacnia się i bardziej skłonne do zaostrzenia polityki pieniężnej, gdy gospodarka ulega dynamicznemu i gwałtownemu wzrostowi, oraz bardziej przychylne do korzystania z narzędzi makroostrożnościowych, gdy dotyczy to stabilności finansowej. Wprowadzanie kontroli napływów kapitału jest bardziej prawdopodobne, gdy decydenci polityczni zmagają się z nierównowagami, w szczególności gdy waluta zyskuje na wartości i istnieją obawy dotyczące utrzymania stabilności finansowej.

Wyzwania badawcze związane z zastosowaniem narzędzi i zarządzania kontrolą kapitału są ogromne. Jednym z nich jest brak danych o wyższej częstotliwości niż rok, co powoduje, że trudno jest uchwycić zachodzące w gospodarce krótkoterminowe zmiany. Innym powodem, dla którego należy zachować ostrożność w odniesieniu do szacunków na podstawie badań wykorzystujących roczne dane z różnych krajów, jest to, że trudno znaleźć odpowiednie zmienne odnoszące się do endogeniczności kontroli kapitału. Na przykład podczas gdy M.W. Klein (2012) wykorzystywał tylko opóźnione wartości kontroli kapitału, aby częściowo rozwiązać ten problem, Ostry i współautorzy (2012) wykorzystywali opóźnione wartości wraz ze strategią zmiennych instrumentalnych, a w szczególności instrumenty dotyczące dwustronnych umów inwestycyjnych pomiędzy USA i Unią Europejską, tj. umowy, zgodnie

z którymi można stwierdzić, czy kraje stosują kontrolę kapitału, czy jej nie stosują. Te umowy międzynarodowe zabraniają stosowania kontroli kapitału. Generują zatem ryzyko występowania zmienności, która jest egzogeniczna wobec zastosowania wybranych instrumentów.

Pokrewne pytanie w literaturze empirycznej związanej z niestabilnością finansową dotyczy tego, czy władze polityczne korygowały kontrolę kapitału z częstotliwością cyklu koniunkturalnego. Korzystając z rocznych wskaźników z bazy danych AREAER MFV, Fernández, Rebucci i Uribe (2015) dostarczyli dowodów na to, że kontrola kapitału jest antycykliczna, to znaczy, że jej stosowanie nie jest związane z epizodami boomu w produkcji, rachunkiem bieżącym oraz realnym kursem walutowym. Podobnie Eichengreen i Rose (2014) oraz P. Gupta i O. Masetti (2018) wykazali empirycznie, że kontrole międzynarodowych przepływów kapitału są bardzo stabilne w czasie i argumentowali, że fakt ten stanowi wyzwanie dla propozycji wykorzystania kontroli kapitału jako instrumentów zarządzania makroostrożnościowego, biorąc pod uwagę małe doświadczenie w wykorzystywaniu ich jako instrumentów antycyklicznych w całym cyklu koniunkturalnym. Może istnieć wiele powodów, dla których w tych badaniach nie udało się zidentyfikować systemowej reakcji polityki gospodarczej na przepływy kapitału. Po pierwsze, zarówno literatura ekonomiczna, jak i społeczność zajmująca się polityką międzynarodową dopiero niedawno zauważyły, że pożądane może być wykorzystanie kontroli kapitału jako narzędzia polityki cyklicznej. To może wyjaśniać, dlaczego w danych statystycznych sprzed dziesięcioleci widać niewielką cykliczność. Drugim powodem jest dobór próby badawczej. Niektóre badania łączą rozwijające się gospodarki rynkowe o średnich dochodach z krajami o wysokich i niskich dochodach w długim okresie, co daje niejednorodną próbę badawczą. Biorąc pod uwagę fakt, że wyzwania związane z przepływami kapitału różnią się w zależności od rodzaju gospodarki, trudno udokumentować systematyczne reakcje na tak dużych i heterogenicznych próbach. Trzecim powodem niskiego zastosowania kontroli kapitału jest to, że badania te wykorzystują wolno zmieniające się wskaźniki roczne, które pokazują, czy ograniczenia są obecne, zamiast cyklicznych zmian ograniczeń w cyklu koniunkturalnym. Ponieważ wiele krajów dostosowuje jedynie restrykcyjność kontroli kapitału (na przykład poprzez obniżanie lub zwiększanie podatków od przepływów kapitału), wskaźniki skupiające się na obecności bądź braku ograniczeń w przepływach kapitału nie uchwycą intensywności takich zmian. Wreszcie istnieje również tzw. stronniczość selekcji. Kraje, które dostosowują w swojej polityce gospodarczej kontrolę kapitału i w których obowiązują wysokie poziomy ograniczeń, mają inne cechy niż pozostałe kraje. Na przykład Brazylia, Chile, Korea Południowa, Indonezja i Tajlandia częściej dostosowują swoje ograniczenia dotyczące przepływów kapitału. Natomiast w gospodarkach z Azji, zwłaszcza w Chinach i Indiach, kontrola kapitału jest znacznie bardziej zaostrzona niż w innych regionach świata. Problem selekcji stanowi poważne wyzwanie empiryczne dla badań, których celem jest wygenerowanie szacunków przyczynowo-skutkowych kontroli kapitału.

Biorąc pod uwagę niewielką zmienność wewnątrz krajową wskaźników rocznych, w większości badań nie można wykorzystać efektów stałych dla poszczególnych krajów do wyodrębnienia wpływu niezmiennych w czasie charakterystyk krajów na zmienne wynikowe. Podczas gdy w niektórych badaniach stosowane są regionalne efekty stałe, to – biorąc pod uwagę duże i systematyczne różnice między krajami w ramach regionów – nadal nie wystarcza to do rozwiązania problemu selekcji.

W odpowiedzi na empiryczne wyzwania związane z wykorzystaniem danych rocznych w literaturze pojawiają się pierwsze badania z wykorzystaniem danych o wyższej częstotliwości. W celu rozwiązania problemu selekcji wykorzystuje się od niedawna dane o wyższej częstotliwości (tygodniowej, miesięcznej lub kwartalnej), które lepiej oddają zmienność czasową. Korzystając z danych kwartalnych dla bardziej spójnej próby pięćdziesięciu gospodarek rozwijających się w latach 2005–2013, Ghosh, Ostry i Qureshi (2017) przeanalizowali zestaw instrumentów polityki, stosowanych przez kraje w odpowiedzi na gwałtowny wzrost napływu kapitału. Podjęli się analizy procesów, poczynając od polityki monetarnej i polityki skali, a skończywszy na interwencjach kursowych oraz kontroli kapitału. W wyniku przeprowadzonych badań autorzy stwierdzili, że banki centralne podnoszą stopy procentowe, aby zmniejszyć inflację i nieco obniżyć gwałtowny wzrost aktywności w gospodarce, monitorując na bieżąco sytuację, by w obliczu presji na aprecjację waluty zmniejszać stopy procentowe. Większość banków centralnych również mocno interweniuje na rynku walutowym, skupując blisko 30–40% obligacji. Z drugiej strony polityka skali jest albo acykliczna, albo procykliczna, bez oznak zacieśnienia podczas gwałtownych wzrostów przepływów kapitału. Wreszcie zastosowanie w polityce gospodarczej mają instrumenty makroostrożnościowe, poza BIZ-ami, w przypadku zbyt wysokiego długu portfelowego czy innych zobowiązań inwestycyjnych. Najczęściej wykorzystywane są rezerwy obowiązkowe, wprowadzane kontrole przepływów obligacji oraz monitoring wskaźników wartości kredytu do wartości zabezpieczenia czy stosunek długu do dochodu. Ogólnie rzecz biorąc, w okresie 2005–2013 reakcja polityczna w gospodarkach rozwijających się była daleka od antycyklicznej. Okazało się, że kraje stosowały wiele narzędzi i reagowały częściej podczas gwałtownych wzrostów napływu kapitału niż w bardziej stabilnych okresach.

Na podstawie tygodniowych danych dla sześćdziesięciu krajów w latach 2009–2011 K.J. Forbes, M. Fratzscher i R. Straub (2015) stwierdzili, że zastosowanie miar do kontroli przepływów kapitału obniża ryzyko destabilizacji gospodarki. Szybka reakcja decydentów na zbyt wysoki wzrost wartości poszczególnych kategorii kapitału prowadzi do zmniejszenia dźwigni finansowej banków, oczekiwań inflacyjnych, wzrostu kredytów bankowych oraz wzrostu ekspozycji na zobowiązania portfelowe. Autorzy nie znaleźli jednak dowodów na wpływ zastosowanych środków na przepływy kapitału netto lub realne kursy walutowe. Dowody te są zgodne z wynikami wcześniejszych badań dotyczących poszczególnych krajów, w których także wykorzystano dane o wysokiej częstotliwości. Koncentrując się na stosowanych rezerwach obowiązkowych w Chile w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, w kilku badaniach

konsekwentnie wykazano, że chilijskie rezerwy obowiązkowe miały znaczący wpływ na strukturę przepływów kapitału, przesuwając szalę w kierunku dłuższego terminu zapadalności (Edwards, 1999; De Gregorio, Edwards, Valdes, 2000). Podobne efekty otrzymano również w przypadku doświadczeń Kolumbii z lat dziewięćdziesiątych XX wieku (Baba, Kokenyne, 2011), a także Malezji z 1989 roku (Reinhart, Smith, 1998) oraz ponownie jeśli chodzi o wykorzystanie kapitału w kontroli jego przepływu w Malezji w 1994 roku (Ariyoshi i in., 2000). Z kolei S. Ahmed i A. Zlate (2014) stwierdzili, że kontrola kapitału ma znaczący i negatywny wpływ na saldo należności portfelowych za okres od III kwartału 2009 roku do II kwartału 2013 roku, w którym wiele krajów zaostrzyło kontrolę należności portfelowych. Korzystając z tych samych danych dotyczących kontroli kapitału, O. Akinci i J. Olmstead-Rumsey (2018) dowodzili, że krajowe polityki ostrożnościowe są zwykle korygowane równolegle z wymogami dotyczącymi rezerw bankowych, ograniczeniami w przepływie kapitału i prowadzoną polityką pieniężną. Ich dynamiczna analiza panelowa dla 57 krajów od I kwartału 2000 roku do IV kwartału 2013 roku pokazuje, że zacieśnienie makroostrożnościowe wiąże się z niższym wzrostem udzielonych kredytów bankowych, niższym wzrostem kredytów mieszkaniowych i aprecjacją cen domów. W swoich badaniach C. Baba i A. Kokenyne (2011), korzystając z danych miesięcznych od stycznia 2000 roku do sierpnia 2008 roku dla Brazylii, Kolumbii, Korei Południowej i Tajlandii, stwierdzili, że kontrola przepływów kapitału wiąże się ze spadkiem kapitału na rachunkach i wydłużaniem się terminów zapadalności, jednakże zastrzegli, że te skutki są tymczasowe. W podobnym duchu O. Jordà, M. Schularick i A.M. Taylor (2011) wykorzystali długoterminowe dane historyczne z lat 1870–2008 dla czternastu krajów rozwiniętych, aby zbadać, czy nierównowaga zewnętrzna zwiększa ryzyko kryzysów finansowych. Wyniki ich badań pokazały, że wzrost akcji kredytowej był najlepszym pojedynczym predyktorem niestabilności finansowej i mimo braku równowagi zewnętrznej odegrał ogromną rolę. Autorzy zastrzegli jednak, że takie wnioski dotyczą bardziej okresu przedwojennego i niskiego stopnia nacjonalizacji, niż obecnie ma to miejsce.

Podsumowując, badania empiryczne wykorzystujące dane roczne do uchwycenia ograniczeń dotyczących międzynarodowych przepływów kapitału napotykają na znaczące bariery w mierzeniu intensywności tych przepływów i słabym odróżnianiu ich od niezmiennych w czasie charakterystyk krajów. Nowsze badania, które wykorzystują źródła danych o wyższej częstotliwości i alternatywne metodologie empiryczne w celu uwzględnienia selekcji, na ogół prowadzą do bardziej spójnych wniosków. W szczególności wyniki badań pokazują, że zaostrzenie kontroli kapitału zmniejsza wskaźniki niestabilności finansowej, takie jak dźwignia bankowa, kredyt bankowy i ekspozycja na zobowiązania portfelowe. Natomiast ich zwiększona intensywność w okresie pokryzysowym doprowadziła do spadku przepływów kapitału netto, zwłaszcza portfelowych. W przypadkach, w których krajowe regulacje ostrożnościowe były stosowane jako uzupełnienie ograniczeń w przepływach kapitału, doprowadziło to do spadku dynamiki kredytów prywatnych i aprecjacji

cen mieszkań, poprawiając stabilność finansową gospodarek. Skutki bezpośrednie wprowadzonej kontroli przepływów kapitału rozciągają się od wzrostu kosztu długu pochodzącego z zagranicy do wysyłanych sygnałów na międzynarodowy rynek finansowy na temat przyszłej polityki rządu. Stopień, w jakim te kanały mogą działać, zależy od implikowanego kosztu polityki kontroli kapitału i innych czynników, jak np. postrzeganie sygnałów przez rynki.

Poniżej dokonano krótkiej charakterystyki wybranych przykładów gospodarek i zdarzeń, w których zastosowano wybrane środki kontroli przepływów kapitału.

1.8.1. Chile

Kryzys azjatycki lat 1997–1998 wzbudził ponowne zainteresowanie społeczności międzynarodowej sposobami radzenia sobie z niestabilnymi międzynarodowymi rynkami kapitałowymi, w szczególności krótkoterminowymi pożyczkami zewnętrznymi. W tym kontekście kontrola kapitału nałożona przez Chile na krótkoterminowe napływy kapitału od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku spotkała się z dużym zainteresowaniem niektórych obserwatorów i decydentów. Argumentowano między innymi, że nałożenie przez Chile nieoprocentowanej rezerwy obowiązkowej na pożyczki zewnętrzne odegrało ważną rolę w płynnej liberalizacji jego rachunku finansowego, umożliwiając temu państwu skuteczne radzenie sobie z krótkoterminowymi napływami kapitału, a tym samym zmniejszenie podatności na wstrząsy zewnętrzne, oraz że takie właśnie działania powinny zostać podjęte przez inne kraje.

W świetle doświadczeń Chile dokonano przeglądu motywów władz chilijskich przy wprowadzaniu rezerwy obowiązkowej oraz oceny jej skuteczności pod kątem oczekiwanych efektów. Kontrola kapitału jest powiązana z wieloma środkami z zakresu prowadzonej polityki gospodarczej, co utrudnia wyodrębnienie wpływu konkretnego instrumentu. Ponadto motywy i cele wprowadzenia rezerw obowiązkowych mogły ulec zmianie od czasu ich pierwszego zastosowania, co utrudnia ocenę skuteczności środka w porównaniu z oczekiwanymi korzyściami. Wydaje się, że podczas gdy wprowadzenie rezerwy obowiązkowej było motywowane względami makroekonomicznymi i ostrożnościowymi, w późniejszym okresie większy nacisk kładziono na wpływ zastosowanego środka na zaciąganie zewnętrznych pożyczek krótkoterminowych przez podmioty krajowe. W szczególności dotyczyło to przedsiębiorstw, których nie można objąć kompleksowym nadzorem ostrożnościowym, tak jak ma to miejsce w przypadku instytucji finansowych. Wyciągnięte wnioski dla polityki gospodarczej i doświadczenie Chile są cenne zarówno pod względem makroekonomicznym, jak i ostrożnościowym.

Pierwszy wniosek dotyczy skuteczności rezerwy obowiązkowej w odniesieniu do zmiennych makroekonomicznych. Badania empiryczne (np. Laurens, Cardoso, 1998) dostarczyły dowodów na ograniczoną skuteczność kontroli kapitału. W szczególności wymóg rezerwy obowiązkowej nie miał długoterminowego wpływu

na całkowity napływ kapitału i kurs walutowy. Ten wniosek sugeruje, że rezerwy obowiązkowe mają ograniczoną zdolność do wpływania na autonomię w zakresie wdrażania polityki pieniężnej. Po drugie, jeśli chodzi o strukturę napływającego kapitału, który ma bezpośredni związek z oczekiwanym efektem ostrożnościowym zastosowanego środka, skuteczność długoterminowa rezerwy obowiązkowej jest niska, jej wpływ na strukturę napływu kapitału okazał się bowiem krótkotrwały. Po trzecie, stosowanie obowiązkowej rezerwy wdrożonej przez Chile jako środka ostrożnościowego wymaga szczegółowej analizy ze względu na pewne niedociągnięcia związane z samą naturą tego instrumentu. Wymagane rezerwy obowiązkowe mają zastosowanie niezależnie od struktury aktywów i pasywów podmiotów jej podporządkowanych. W rzeczywistości oczekiwano, że środki ostrożnościowe będą dyskryminować podmioty im podlegające na podstawie pewnych elementów ryzyka w aktywach lub pasywach, lub w obu. Ponadto użyty środek ma zastosowanie transgraniczne, w tym do instytucji finansowych, które już podlegają nadzorowi ostrożnościowemu. W związku z tym można stwierdzić, że w tym przypadku rezerwa obowiązkowa nie wydaje się najodpowiedniejszym instrumentem do rozwiązywania problemów ostrożnościowych, takich jak te związane z nadmiernym zaciąganiem zewnętrznych pożyczek krótkoterminowych przez przedsiębiorstwa. Najważniejsza w tym zakresie jest większa przejrzystość w ramach przyjętego na szczeblu międzynarodowym zestawu zasad lub standardów sprzyjających wzmocnionej dyscyplinie rynkowej, tak aby można było odpowiednio wesprzeć wybory polityczne w międzynarodowej architekturze systemu walutowego. Wśród niektórych ekonomistów panuje pogląd, że w tym zakresie środki stosowane wobec chilijskich korporacji pożyczających za granicą byłyby skuteczniejsze niż opodatkowanie napływów (Laurens, Cardoso, 1998). Po czwarte, nacisk kładziony na aspekty ostrożnościowe sprawia, że rezerwa obowiązkowa jest stałym elementem zestawu polityk, a nie instrumentem służącym odwlekaniu decyzji w czasie. Przypadek Chile, gdzie dokonywano zerowania rezerw obowiązkowych zamiast je eliminować, wydaje się to potwierdzać. Prawdziwy charakter rezerwy obowiązkowej ilustruje przykład rekompensaty wyższej premii za ryzyko, narzuconej przez międzynarodowy rynek finansowy w następstwie kryzysu azjatyckiego. Służy ona jako mechanizm przeciwdziałania wpływowi zmian nastrojów rynkowych na premię za ryzyko kraju w sytuacji, gdy skostniała polityka strukturalna uniemożliwia dostosowanie krajowych stóp procentowych do nowego otoczenia zewnętrznego. Po piąte, przywiązywanie się do potencjalnej skuteczności rezerwy obowiązkowej w ograniczaniu zmienności kursu walutowego mogło przyćmić wkład czynników instytucjonalnych, które odgrywają ważną, jeśli nie główną rolę w tym zakresie. W szczególności struktura krajowego rynku walutowego mogła znacznie ułatwić uporządkowaną aprecjację kursu walutowego. Doświadczenia Chile w zarządzaniu przepływami kapitału są lekcją dla decydentów. Nie można oczekiwać, że chilijski sposób kontroli kapitału będzie miał znaczący lub długookresowy wpływ na całkowity wolumen napływu kapitału lub kurs walutowy. Nie można także oczekiwać, że rezerwy obowiązkowe

dotyczące pożyczek zewnętrznych złagodzą presję na aprecjację kursu walutowego wynikającą z nadwyżki napływu kapitału w odpowiedzi na duże różnice w stopach procentowych. Trwałe rozwiązanie problemu potencjalnie destabilizującego krótkoterminowy napływ kapitału wymaga zrównoważenia kombinacji polityki makroekonomicznej, co ostatecznie umożliwi zbieżność krajowych stóp procentowych z poziomem międzynarodowych stóp procentowych. Ponadto kategorię oceny stosowania rezerwy obowiązkowej jako środka ostrożnościowego mającego na celu ograniczenie zdolności korporacji krajowych do opierania się w dużym stopniu na krótkoterminowych pożyczkach zewnętrznych także jest trudna. Dzieje się tak dlatego, że mechanizm, za pomocą którego działa, czyli tzw. podatek dorozumiany, opiera się raczej na względach makroekonomicznych niż ostrożnościowych.

Jednym z problemów dotyczących stosowania instrumentów kontroli kapitału jest obchodzenie przepisów poprzez błędne zgłaszanie. Kraje rozważające wprowadzenie środków typu chilijskiego nie powinny zatem lekceważyć kosztów takich regulacji pod względem zdolności egzekwowania. W związku z tym nie należy zalecać takich środków w krajach, których instytucje, w szczególności bank centralny, nie mają wiedzy fachowej i zasobów, aby je egzekwować. Wysoka mobilność kapitału, która może wymagać pewnej elastyczności kursu walutowego, potrzebuje również zaawansowanych umiejętności transakcyjnych ze strony banku centralnego w celu podjęcia interwencji wygładzającej, aby zminimalizować zmienności kursu walutowego.

1.8.2. Kryzys azjatycki

Azjatycki kryzys finansowy rozpoczął się w lipcu 1997 roku w Tajlandii, a następnie objął Azję Wschodnią i Południowo-Wschodnią. Uznaje się, że wydarzeniem, które go zapoczątkowało, była decyzja rządu Tajlandii o dewaluacji swojej waluty – bahta – w stosunku do dolara amerykańskiego. Nagły spadek kursu waluty spowodował masowe odpływy kapitału, co przyczyniło się do postawienia kraju w bardzo trudnej gospodarczo sytuacji. Kryzys szybko rozprzestrzenił się na sąsiednie regiony: Koreę Południową, Malezję, Indonezję, Filipiny, Singapur, a z czasem osiągnął charakter globalny, włączając również gospodarki rosyjską i brazylijską. Za główną przyczynę kryzysu uważa się prowadzenie nieracjonalnej polityki pieniężnej. Relatywnie wysoki napływ inwestycji zagranicznych przed wybuchem kryzysu sprzyjał rozwojowi sektora bankowego i rynku kredytowego. Nieodpowiednie i niedostosowane do zachodzących zmian na rynku finansowym regulacje prawne w zakresie nadzoru nad tym rynkiem okazały się słabym ogniwem ówczesnego systemu finansowego. W rezultacie wiele środków lokowanych było w niepewnych inwestycjach, a same banki przyczyniały się do wzrostu zadłużenia zagranicznego, ponieważ korzystały z obcych źródeł finansowania. Należy również zaznaczyć, że gospodarki dotknięte kryzysem opierały swój dynamiczny wzrost gospodarczy głównie na eksporcie, co uzależniało je od koniunktury rynku zagranicznego. Natomiast kursy walutowe były

ustalane na poziomach korzystnych dla eksporterów oraz aby przyciągać kapitał zagraniczny. Innym czynnikiem powodującym wybuch i natężenie kryzysu był rozwój gospodarczy Stanów Zjednoczonych po recesji w połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku i aprecjacja dolara amerykańskiego, czego wynikiem była deprecjacja walut krajów azjatyckich i odpływ z nich kapitału.

Istotną rolę w pokonaniu kryzysu odegrał Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który przygotował pakiety pomocowe dla krajów najbardziej dotkniętych załamaniem gospodarki. Kraje, które je otrzymały, zmuszone były do przeprowadzenia reform polegających na zaostrzeniu polityki fiskalnej i zmniejszeniu wydatków rządowych, dopuszczeniu do upadku niewypłacalnych instytucji finansowych oraz natychmiastowym podniesieniu stóp procentowych w celu zwiększenia stabilności walut.

Pomimo że kryzys azjatycki określany jest głównie jako kryzys finansowy, to miał on również wpływ na realne sfery gospodarki, powodując zmniejszenie produkcji i wysoki wzrost bezrobocia, co wpłynęło na zwiększenie ubóstwa. W konsekwencji kraje azjatyckie zdecydowały o gromadzeniu rezerw walutowych w celu zabezpieczenia swoich gospodarek przed działaniem czynników zewnętrznych. Wiele państw dostosowało politykę gospodarczą do ówczesnych warunków i dokonało dewaluacji walut, aby tworzyć nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących.

Kryzys azjatycki z 1997 roku wstrząsnął dominującym wówczas głównym nurtem neoklasycznym, pokazując, że relatywnie duże przepływy kapitału prywatnego mogą narazić nawet stosunkowo dobrze zarządzane gospodarki na katastrofalne kryzysy finansowe. To wywołało rewizję dotychczasowych poglądów i przyjęcie wniosku, że swobodny przepływ kapitału może nasilać niedoskonałości rynku, które z kolei prowadzą do niestabilności i kryzysu (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002). Na początku XXI wieku kilka krajów, które zliberalizowały swoje rachunki kapitałowe, zaczęło ponownie wprowadzać kontrolę kapitału (Klein, 2012). Proces ten nabrał tempa po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w latach 2008–2009, kiedy wiele rozwijających się rynków, w tym Brazylia, Korea Południowa i Peru, nałożyło nowe ograniczenia na przepływy kapitału lub zaostrzyło istniejące przepisy dotyczące rachunków kapitałowych w celu zmniejszenia powstałego ryzyka przez aprecjację walut i cen aktywów.

Na początku XXI wieku coraz więcej badań naukowych podejmowało temat kontroli kapitału i jej wpływu na dobrobyt. Wspólnym elementem tego nurtu literatury jest to, że przepływy kapitałowe mogą generować efekty zewnętrzne, których prywatne podmioty nie internalizują. Główne kategorie takich efektów zewnętrznych podkreślane w literaturze to finansowe efekty zewnętrzne, związane z niestabilnością finansową oraz efekty zewnętrzne zagregowanego popytu, związane z bezrobociem. Takie efekty zewnętrzne skłaniają często podmioty prywatne do pożyczania, szczególnie jeśli chodzi o krótkoterminowe kredyty, i podejmowania przy tym nadmiernego ryzyka, którym często niewłaściwie zarządzają, np. poprzez brak ubezpieczeń. Jednym z autorów, którzy do międzynarodowych przepływów

kapitału i oceny efektów zewnętrznych kontroli kapitału zastosowali współczesną teorię ekonomii dobrobytu, był Korinek (2011). Wcześniejsze opracowania na temat celowości kontroli kapitału dotyczyły ogólnych kwestii, takich jak na przykład te, czy międzynarodowe przepływy kapitału są pożądane oraz jakie z nich wynikają korzyści i koszty. W opinii niektórych autorów korzyści lub koszty mogą być zewnętrzne dla indywidualnego podmiotu. Jeśli efekty zewnętrzne związane z przepływami kapitałowymi są prawidłowo zidentyfikowane i odpowiednio uregulowane, to rynek dokona weryfikacji kosztów i korzyści z nich wynikających. Z kolei podjęcie decyzji o alokacji kapitału przez indywidualne podmioty będzie uzależnione od nich samych. Jeśli chodzi o efekty zewnętrzne przepływów kapitału, to literatura przedmiotu koncentruje się na szczegółowych analizach i ocenach poszczególnych zewnętrznych korzyści lub kosztów, pozostawiając rynkowi wszechstronną ocenę prywatnych korzyści i kosztów zobowiązań kapitałowych.

1.8.3. Malesja i Brazylia

Stosunkowo duża część literatury empirycznej koncentruje się na skuteczności kontroli kapitału i stwierdza, że wyniki nie są jednoznaczne.

Z analizy M. Janickiej (2022) wynika, że przypadek Malesji stanowi przykład gospodarki, w której zastosowany program ograniczania odpływu kapitału okazał się skuteczny. Autorka wskazała, że nałożenie ograniczeń nie tylko pozwoliło zmniejszyć odpływ kapitału z gospodarki, ale także umożliwiło władzom monetarnym prowadzenie bardziej niezależnej polityki monetarnej. Po kryzysie lat 1997–1998 Malesja, jako jedyne państwo z Azji Południowo-Wschodniej wśród najbardziej dotkniętych kryzysem (Tajlandii, Korei Południowej, Indonezji), nie zastosowała się do zaleceń MFW i sformułowanego dla niej programu naprawczego. Wprowadziła własne środki walki ze skutkami kryzysu i nałożyła ograniczenia na przepływy kapitału, a w zasadzie na odpływ kapitału z gospodarki. Ponadto w Malesji dokonano kompleksowego wdrożenia polityki niskich stóp procentowych w celu przekierowania kapitału na wzrost inwestycji i produkcji oraz zahamowanie bezrobocia. Utrzymano także stały kurs walutowy. W wyniku tych działań i jednocześnie wprowadzenia ograniczeń na odpływ kapitału oraz wdrożenia programu odbudowy po kryzysie przywrócono stabilności makroekonomiczną i finansową w gospodarce.

Nieco inaczej wyglądała po kryzysie azjatyckim odbudowa gospodarki Brazylii⁸. Forbes i współautorzy (2016) przeprowadzili badanie empiryczne dotyczące tego jednego z największych rozwijających się rynków, w którym narzucono kontrolę kapitału. Wyniki badań, w których wykorzystano dane na poziomie kraju, pokazały, że wdrożone ograniczenia w przepływie kapitału w Brazylii miały zgubny wpływ na inne państwa. Na przykład podwyższenie przez Brazylię podatku na

8 Szczegółowo została opisana w czwartym rozdziale opracowania.

napływający kapitał wiązało się z pewnym spowolnieniem alokacji kapitału do Brazylii, wzrostem jego napływu do innych krajów o podobnym współczynniku beta i spadkiem alokacji w krajach o podobnym ryzyku jak Brazylia. Forbes i Klein (2015) przeanalizowali reakcje polityczne w dwóch okresach naznaczonych kryzysami, tj. 1997–2001 i 2007–2011. Stwierdzili, że większość reakcji politycznych była podejmowana w izolacji, a nie jednocześnie lub w ramach różnych polityk. Zauważyli, że reakcja na kryzys była uwarunkowana konkretnym szokiem zewnętrznym, specyficzną dla danego kraju strukturą gospodarczą i podatnością na zagrożenia oraz konkretną reakcją wywołaną w roku poprzedzającym. Pokazali również, że typowe reakcje na kryzysy zmieniały się w czasie. Podczas kryzysu pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku kilka krajów podniosło stopy procentowe. Pod koniec pierwszej dekady XXI wieku kraje uciekały się do alternatywnych środków podczas kryzysu i nie podnosiły stóp procentowych zbyt często, a nawet obniżały je, jak w przypadku Malezji. Co ważne, zauważono, że żaden z różnych środków politycznych: sprzedaż dużej ilości rezerw, silne deprecjacje walut, znaczne zmiany w stopach procentowych i zwiększona kontrola odpływu kapitału, nie są w stanie ochronić kraju przed niekorzystnym wpływem kryzysów na realny PKB, bezrobocie i inflację. Okazuje się, że silny wzrost stóp procentowych i wprowadzona kontrola kapitału powodują znaczny spadek tempa wzrostu PKB. Gwałtowne deprecjacje walut mogą z czasem podnieść tempo wzrostu PKB, ale dzieje się to z opóźnieniem i po początkowym głębokim spadku.

Rozdział 2

Istota, pomiar i efektywność kontroli kapitału

W obliczu zmian zachodzących we współczesnej gospodarce światowej (szczególnie po globalnym kryzysie finansowym oraz pandemii COVID-19) i uwzględnienia klasycznego trylematu Mundella-Fleminga zachodzi konieczność zbadania nowych zjawisk. Jednym z rozwiązań wprowadzonych po globalnym kryzysie finansowym jest możliwość wykorzystania instrumentów do kontroli przepływów kapitału, zwana zarządzaniem przepływami kapitału (*capital flows management* – CFM) w globalnym cyklu finansowym. Zdaniem H. Rey (2015) stosowana w wielu gospodarkach kontrola kapitału CFM, nazywana zarządzaniem przepływami kapitału, powinna uwzględniać także globalne cykle koniunktury. Autorka, badając globalny cykl gospodarczy, wykorzystała PKB krajów G7 (USA, Japonii, Niemiec, Francji, Wielkiej Brytanii, Włoch i Kanady). Następnie, używając do tego modelu ekonometrycznego, dokonała analizy reakcji zmiennych politycznych na globalne warunki gospodarcze. Wyniki uzyskane z przeprowadzonego badania wskazują, że – podobnie jak w przypadku krajowych cykli koniunkturalnych – wykorzystanie *capital flows management* nie jest skorelowane z globalnym cyklem koniunkturalnym. Jeśli chodzi o wykorzystanie innych narzędzi polityki, wyniki dość jednoznacznie wskazują, że w odpowiedzi na globalną ekspansję gospodarczą gospodarki rozwijające się podnoszą stopy procentowe i wzmacniają działania makroostrożnościowe, nawet gdy ich kursy walutowe się umacniają, oraz gromadzą rezerwy walutowe, być może w celu powstrzymania ostrzejszej aprecjacji kursu walutowego. Rey (2015) zasugerowała, że istnieją globalne cykle finansowe, w których warunki monetarne i finansowe w najbardziej rozwiniętych gospodarkach, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, są przekazywane w skali międzynarodowej do pozostałych krajów rozwiniętych i się rozwijających. Zjawisko to rodzi ważne pytania dotyczące mechanizmów, za pośrednictwem których następuje transmisja. Jaką zatem rolę odgrywają trzy zmienne trylematu Mundella: kursy walutowe, polityka pieniężna oraz przepływy kapitału? W tym miejscu za ważne należy uznać uzyskanie odpowiedzi na pytanie o to, czy

i jaką funkcję pełnią kursy walutowe w izolowaniu gospodarek od wpływu tych globalnych cykli. Podobnie za istotne należy przyjąć poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o zakres autonomii polityki pieniężnej (i polityki fiskalnej) oraz o to, jaka jest rola kontroli kapitału i środków ostrożnościowych w zapewnianiu odporności gospodarek i systemów finansowych w obliczu przepływów kapitału wywołanych takimi globalnymi cyklami finansowymi.

Z kolei w innym badaniu Passari i Rey (2015) pokazały, że indeks VIX jest kluczowym czynnikiem wpływającym na ceny ryzykownych aktywów na całym świecie i jest silnie skorelowany ze wzrostem akcji kredytowej oraz dźwignią finansową w gospodarkach wschodzących. Wyniki analiz pokazują, że gospodarki rozwijające się w obliczu zwiększonej globalnej awersji do ryzyka obniżają stopy procentowe, rozluźniają środki makroostrożnościowe, pozwalają na deprecjację kursów walutowych i bronią ostrzejszej korekty kursów walutowych, wykorzystując do tego zgromadzone rezerwy walutowe. Jednak za ważne należy uznać, że te gospodarki nie wykorzystują narzędzi kontroli i zarządzania przepływami kapitału CFM jako narzędzi ich polityki.

2.1. Kontrola przepływu kapitału – istota zjawiska

Kontrolę kapitału w modelach teoretycznych wyraża się najczęściej jako pewne limity ilościowe nałożone na przepływy kapitału, natomiast praktyczna realizacja kontroli kapitału jest znacznie bardziej złożona i zależy w dużym stopniu od rozwiązań instytucjonalnych.

W praktyce kontrolę kapitału można podzielić na kilka kategorii. Można ją różnić w zależności od tego, na jakie rodzaje kapitału jest nakładana. Kluczowym aspektem brany pod uwagę w pierwszej kolejności jest kierunek przepływów kapitału, tj. czy kontrola ma odnosić się do wpływów, czy odpływów kapitału z gospodarki. Drugim ważnym kryterium jest rodzaj transakcji na rachunku finansowym. Na przykład czy przedmiotem badań są bezpośrednie inwestycje zagraniczne, czy inwestycje portfelowe w akcje, obligacje lub w inne inwestycje, które obejmują kredyty bankowe i inne zobowiązania bankowe. W kontekście obligacji i pożyczek ważnym aspektem jest to, czy kontrole kapitału dotyczą waluty obcej, czy krajowej oraz czy dotyczą to zobowiązań krótkoterminowych, czy długoterminowych.

Kolejnym kryterium jest to, czy kontrola kapitału opiera się na cenach, tj. podatkach lub subsydiach od przepływów kapitału, czy też ograniczeniach ilościowych lub administracyjnych, takich jak jawne zakazy lub ograniczenia ilościowe dotyczące transakcji w niektórych kategoriach aktywów. Ogólnie rzecz biorąc, zasada dualizmu implikuje, że każdej kontroli ilościowej odpowiada równoważna kontrola cenowa. W praktyce równoważność może nie zachodzić, gdy podmioty podlegające kontroli są heterogeniczne i dodatkowo występuje niepewność co do perspektyw rozwoju gospodarki.

Kontrolę kapitału charakteryzuje się również na podstawie harmonogramu kontroli w odniesieniu do celu, jakim jest zmniejszenie niestabilności finansowej i makroekonomicznej, tzn. czy kontrole są nałożone *ex ante*, czy *ex post* w odniesieniu do takiej niestabilności. Kontrole kapitałów *ex ante* to instrumenty ostrożnościowe, które zmniejszają ryzyko kryzysów finansowych poprzez zapobieganie podejmowaniu nadmiernego ryzyka. Przykładem jest zaostrożenie kontroli, która ma na celu zmniejszenie przepływów kapitału podczas boomów i redukcję kontroli odpływów. Przykładowo: kilka rozwijających się gospodarek rynkowych, w tym Brazylia i Korea Południowa, zwiększyło lub wdrożyło nowe kontrole napływu kapitału w odpowiedzi na gwałtowny wzrost napływu kapitału w 2009 roku. Natomiast Republika Południowej Afryki zliberalizowała kontrolę napływu kapitału w tym samym okresie (Baba, Kokenyne, 2011).

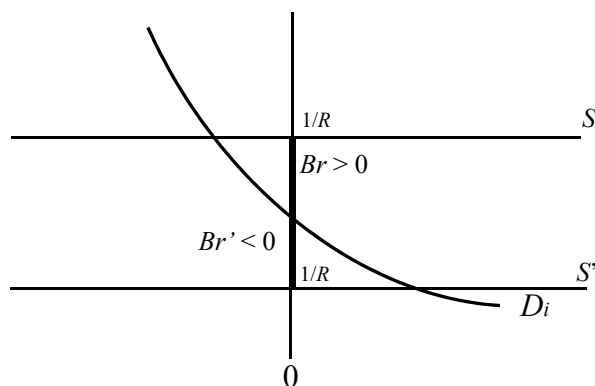
Kontrole napływu i odpływu kapitału mogą być również wykorzystywane jako interwencje *ex post*, tj. po wybuchu kryzysu. Na przykład wprowadzanie regulacji dotyczących obniżenia progów kapitałów własnych banków zachęca je do zaciągania nowych pożyczek z zagranicy. Podobnie wprowadzenie lub zaostrożenie kontroli przepływu kapitału po wybuchu kryzysu może zatrzymać samonapędzający się cykl odpływów kapitału i deprecjacji kursu walutowego, jeśli zostanie uzupełniony odpowiedzialnie prowadzoną polityką makroekonomiczną (Saborowski i in., 2014).

Przed światowym kryzysem finansowym 2008–2009 dominował pogląd, że najlepszym momentem na interwencję i zastosowanie kontroli kapitału jest okres *ex post*, czyli po wystąpieniu kryzysu, a nie w okresie go poprzedzającym, kiedy niestabilność silnie wzrastała (jak ówczesnie sugerowano m.in. poprzez zastosowanie doktryny Greenspana). Natomiast Jeanne i Korinek (2013) oraz Benigno i współautorzy (2016) pokazali, że optymalnym rozwiązaniem jest stosowanie kombinacji regulacji ostrożnościowych *ex ante* i odpowiednich polityk *ex post* w celu zminimalizowania kosztów socjalnych oraz niestabilności finansowej i makroekonomicznej. Autorzy ci są także zdania, że interwencje polityczne *ex post* same w sobie powodują efekt utraconych korzyści i mogą zniekształcić wprowadzone rozwiązania *ex ante*.

Kontrolę kapitału można także podzielić na strukturalną (długotrwałą), która zazwyczaj obowiązuje przez długi czas, oraz cykliczną (epizodyczną), która jest regularnie dostosowywana w trakcie cyklu koniunkturalnego (np. Klein, 2012). Kontrole strukturalne zwykle przybierają formę kontroli ilościowych, podczas gdy kontrole cykliczne często formę kontroli cenowych. Co ciekawe, oznacza to, że różnica między tymi dwoma rodzajami kontroli może być mniejsza, niż się powszechnie uważa. Tak więc stałe kontrole ilościowe są równoważne z antycyklicznymi kontrolami opartymi na cenach, biorąc pod uwagę, że napływ kapitału do gospodarek rozwijających się odbywa się procyklicznie. Wykres 2.1 ilustruje to w przypadku zamkniętego rachunku finansowego, równoważnego ograniczeniu ilościowemu $B = 0$.

Zakładając, że podaż funduszy zagranicznych (S) podlega wahaniom w trakcie cyklu koniunkturalnego i jest wysoka podczas boomów (wskazanych przez krzywą

S i niską stopę procentową $1/R$), podczas boomu zerowe ograniczenie ilościowe jest równoważne z podatkiem od przepływów kapitału (> 0), tj. konsumenci, którzy są opodatkowani dokładnie według stawki wskazanej na wykresie 2.1, byłoby skłonni posiadać obligacje oprocentowane 0%. Zapobiega to nadmiernemu pożyczaniu, które w przeciwnym przypadku ma miejsce podczas boomu. I odwrotnie – podczas spadków, gdy podaż dostępnych funduszy zagranicznych spada do S_0 , zerowe ograniczenie ilościowe międzynarodowych przepływów kapitału jest równoważne opodatkowaniu odpływów (< 0), zmniejszając odpływ kapitału, który w przeciwnym razie odpłynąłby z gospodarki. W związku z tym stałe kontrole ilości są *de facto* równoważne z kontrolami cen, które są korygowane antycyklicznie właśnie w trakcie cyklu koniunkturalnego.



Wykres 2.1. Kontrola kapitału oparta na stałej ilości a kontroli antycyklicznej w zamkniętym rachunku kapitałowym

Źródło: Ocampo, 2017.

Innym ważnym wyróżnikiem kontroli kapitału są środki z zakresu polityki makroekonomicznej. Istotne jest w tym przypadku rozróżnienie, czy kontrole kapitału nakładane są bezpośrednio na transakcje transgraniczne, czy też poprzez regulacje krajowe, które ograniczają przeprowadzanie transakcji finansowych przez podmioty krajowe lub wykorzystanie przez nie obcej waluty. Chociaż ten ostatni typ regulacji nie jest hipotetycznie wymierzony w międzynarodowe przepływy kapitału, *de facto* wpływa na poziom tych przepływów. Ocampo (2017) zauważył, że istnieje pewne kontinuum regulacji finansowych, które zaczyna się od regulacji dotyczących transakcji finansowych dokonywanych przez rezydentów krajowych w walucie krajowej. W tym przypadku stosowana jest tradycyjna regulacja ostrożnościowa, uwzględniająca antycykliczne regulacje makroostrożnościowe. Następnie istnieją ograniczenia dotyczące używania obcej waluty w kraju przez krajowych rezydentów (przepisy walutowe¹), które nie są oficjalnie traktowane jako kontrola

¹ Obejmują one: całkowity zakaz zawierania niektórych transakcji krajowych w walutach obcych, ograniczenia dotyczące tego, jakie pożyczki mogą być udzielane lokalnie w walutach

kapitału, ale mają efekt uboczny w postaci zastosowania ich do większości transakcji z obcokrajowcami, którzy zazwyczaj dokonują ich w walutach obcych.

W praktyce występują także ograniczenia związane z transakcjami zawierany-
mi pomiędzy podmiotami krajowymi a zagranicznymi rezydentami, na przykład
dotyczące zdolności rezydentów do zaciągania pożyczek i posiadania rachunków
za granicą, a także do posiadania rachunków w kraju. Oznacza to działania dys-
kryminujące zarówno rezydentów, jak i nierezydentów, a więc oficjalnie zaliczane
do kontroli kapitału.

Z teoretycznego punktu widzenia pożądaną jest jednoczesne stosowanie zarówno
kontroli kapitału, jak i krajowej polityki makroostrożnościowej (Korinek, Sandri,
2016). Obie polityki dotyczą dwóch różnych rodzajów problemów – nadmiernego
kredytu zagranicznego i nadmiernego kredytu ogółem w gospodarce. Mogą one
być komplementarne lub substytucyjne, w zależności od źródła ekspansji kredyto-
wej. Jednak w krajach, które całkowicie zliberalizowały swoje rachunki kapitałowe
lub podpisały umowy zabraniające stosowania jawnej kontroli kapitału (takie jak
dwustronne umowy inwestycyjne z USA lub są członkami UE), krajowe regulacje
ostrożnościowe zwykle odgrywają ważną rolę jako drugorzędny instrument w miej-
sce bezpośredniej kontroli kapitału. W takich przypadkach wprowadzenie choćby
antycyklicznych regulacji dotyczących dźwigni finansowej banków może mieć istotny
wpływ na wielkość międzynarodowych przepływów kapitału. Schmitt-Grohé i Uribe
(2016) argumentowali, że w okresie poprzedzającym kryzys finansowy lat 2008–2009
wprowadzenie takich rozwiązań w postaci bardziej surowych regulacji bankowych
w krajach peryferyjnych strefy euro złagodziłoby dotkliwość kryzysu euro.

2.2. Środki zarządzania przepływami kapitału – pojęcie

Przepływy kapitału do gospodarek rozwijających się są uważane za niestabilne, czę-
ściej napędzane czynnikami zewnętrznymi niż krajowymi. W tej części opracowania
dokonano klasyfikacji i przedstawiono sposoby pomiaru kontroli kapitału, a także
empiryczne dowody na skuteczność kontroli kapitału w zmniejszaniu niestabilności
finansowej i makroekonomicznej. Gwałtowne wzrosty przepływów kapitału zwykle
powodują nierównowagę makroekonomiczną w rozwijających się gospodarkach, co
skutkuje szybkim wzrostem akcji kredytowej, inflacją cen aktywów oraz gwałtownym
wzrostem produkcji i popytu konsumpcyjnego. Odwrócenie przepływu kapitału

obcych lub jakie papiery wartościowe mogą być emitowane w walutach obcych, zróżnicowane
traktowanie (np. wymogi w zakresie rezerw) na rachunkach depozytowych w walutach obcych
oraz limity pozycji walutowych pośredników finansowych.

może być również destrukcyjne, powodując niestabilność finansową, spowolnienie gospodarcze, a w niektórych przypadkach problemy w sektorze bankowym i wśród przedsiębiorstw. Pogląd, który zyskał na popularności od czasu światowego kryzysu finansowego lat 2008–2012, głosi, że gospodarki rynków rozwijających się mogą być w lepszej sytuacji, utrzymując stosunkowo zamknięte rachunki kapitałowe (Rey, 2015) lub zarządzając polityką swoich rachunków kapitałowych w sposób antycykliczny (International Monetary Fund, 2012a), traktując je jako zwykły instrument polityki gospodarczej, a nie środek ostateczny (Jeanne, Subramanian, Williamson, 2012). Współmierne do tych poglądów prace teoretyczne wykazały, że środki pochodzące z rachunku finansowego mogą rzeczywiście poprawiać dobrobyt. Badacze poszukują odpowiedzi na pytania o to, czy i jak gospodarki rynków rozwijających się wykorzystują w praktyce miary przepływu kapitału (Gupta, Maseti, 2018).

Termin „miara/miernik przepływu kapitału” jest stosowany w odniesieniu do wszystkich ilościowych lub cenowych regulacji przepływów kapitału, w tym do środków makroostrożnościowych dotyczących przepływów kapitału². Obejmuje to inne powszechnie i zamiennie stosowane terminy, takie jak „polityka rachunku finansowego”, „kontrola kapitału” lub „liberalizacja rachunku finansowego”. Luka ta wynika częściowo z braku systematycznych danych o wysokiej częstotliwości, dotyczących pomiaru przepływu kapitału dla reprezentatywnej grupy krajów. Istniejące miary polityki rachunku finansowego, takie jak te opracowane przez M.D. Chinn i H. Ito (2006) oraz M. Schindlera (2009), opierają się przede wszystkim na rocznych informacjach na temat szeroko zakrojonej kontroli kapitału. Miary te nie rejestrują wszystkich zmian w politykach regulujących rachunek finansowy – lepiej nadają się do statycznych porównań między krajami, ich otwartości rachunków kapitałowych w danym roku lub określenia kierunku zmian zasad dotyczących rachunków kapitałowych w dość długim okresie. W mniejszym stopniu nadają się do analizy wykorzystania miar przepływu kapitału w krótszym horyzoncie i większej częstotliwości cykli koniunkturalnych.

Jak już wspomniano, międzynarodowe przepływy kapitału przynoszą poszczególne gospodarkom zarówno korzyści, jak i koszty, ale niektóre z nich nie są internalizowane przez konkretne państwa, a więc stanowią efekty zewnętrzne. W literaturze przedmiotu zidentyfikowano finansowe efekty zewnętrzne i efekty zewnętrzne zagregowanego popytu, które przyczyniają się do niestabilności finansowej i ostatecznie do recesji. Te efekty zewnętrzne uzasadniają stosowanie antycyklicznych kontroli kapitału, które opierają się na cyklach boomów i załamań w międzynarodowych przepływach kapitału.

2 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund 2012a) odnosi się do kontroli kapitału i polityki ostrożnościowej mającej na celu wpływanie na transgraniczne przepływy kapitału za pomocą środków przepływu kapitału. Z kolei A. Korinek i D. Sandri (2016) zauważyli, że MFW (International Monetary Fund 2012a) przyjął termin „środki zarządzania przepływem kapitału” zamiast „kontroli kapitału”, ponieważ ten ostatni miał pozornie negatywną konotację.

Integracja z globalnymi rynkami finansowymi stwarza szanse oraz naraża gospodarkę na cykle boomów i spadków w międzynarodowych przepływach kapitału. W okresie koniunktury przepływający kapitał często powoduje gwałtowny wzrost udzielonych kredytów, inwestycji i popytu, podczas gdy obniżenie aktywności gospodarczej wywołuje odwrócenie przepływu kapitału i często recesję oraz kryzysy finansowe. Wśród wielu wyników badań można zauważyć, że liberalizacja rynku kapitałowego wiąże się ze zwiększoną niestabilnością finansową i makroekonomiczną (Reinhart, Rogoff, 2009; Gallagher, Griffith-Jones, Ocampo, 2012). Dlatego, uwzględniając wysokie koszty społeczne i ekonomiczne związane z kryzysami finansowymi, decydenci na wielu rynkach rozwijających się zareagowali poprzez aktywne zarządzanie międzynarodowymi przepływami kapitału, na przykład narzucając antycykliczne kontrole kapitału³, które są zaostrzane podczas boomów i rozluźniane podczas kryzysów (Ostry i in., 2010; Ocampo, 2017).

Aby dokonać oceny, czy stosowanie kontroli kapitału w sposób antycykliczny może być skutecznym narzędziem polityki gospodarczej w zarządzaniu przepływami kapitału, należy w pierwszym etapie dokonać pomiaru siły oddziaływania oraz efektów wprowadzonych środków kontroli kapitału. Jednym z głównych wyzwań stojących przed badaniami empirycznymi nad tym zagadnieniem jest odpowiedni miernik, za pomocą którego można dokonywać porównań w czasie oraz między krajami. Jeśli chodzi o różnorodność przepisów dotyczących rachunków kapitałowych, które są stosowane w praktyce, to jest ona duża, a przyjmowane rozwiązania w poszczególnych krajach znacznie się różnią pod względem rodzajów wdrażanych instrumentów kontroli. Na przykład niektóre państwa nakładają ograniczenia ilościowe, podczas gdy inne stosują podatki od przepływów kapitału, a jeszcze inne uzależniają wprowadzenie narzędzi kontroli od rodzaju zobowiązań lub całkowicie ograniczają przepływ np. bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Egzekwowanie przepisów w poszczególnych krajach również się różni i zależy od tego, jakie inne polityki ostrożnościowe są stosowane, a także od głębokości krajowego rynku finansowego. Te problemy w konstruowaniu rzetelnych miar, które nie są wolne od systematycznego błędu pomiaru, nałożyły znaczne ograniczenia na badania empiryczne mające na celu potwierdzenie solidnych efektów stosowanej kontroli kapitału. Różnice w pomiarach nadal odgrywają główną rolę w wyjaśnianiu,

3 Termin „kontrola kapitału” jest używany zamiennie z terminem „ograniczenia” i odnosi się do interwencji na rachunku kapitałowym, będącym częścią bilansu płatniczego, w której rejestrowane są transakcje finansowe między podmiotami krajowymi i zagranicznymi. „Kontrola kapitału” jest również terminem używanym przez statut MFW dla takich interwencji. Niektórzy autorzy preferują jednak określenie „regulacje dotyczące rachunków kapitałowych” i faktycznie są one obecnie powszechnie uważane za część rodziny regulacji makroostrożnościowych. Jeszcze inni autorzy odnoszą się do kontroli kapitału jako zarządzania rachunkami kapitałowymi, a MFW nazwał je środkami zarządzania przepływami kapitałowymi (CFM) w swoim instytucjonalnym poglądzie na tę kwestię (International Monetary Fund, 2012a). W dalszej części opracowania te terminy stosowane są synonimicznie.

dlatego badania prowadzą do różnych wniosków dotyczących testowania skuteczności kontroli kapitału. Jednak w ostatnich latach opracowano nowe miary w celu lepszego określenia restrykcyjności różnych polityk kontroli kapitału. Tradycyjnie środki kontroli kapitału można podzielić na dwie kategorie: środki kontroli kapitału *de jure* oraz środki kontroli kapitału *de facto*.

Środki kontroli kapitału *de jure* opierają się na formalnych zasadach regulujących przepływy kapitału, które są wdrażane przez banki centralne i różnią się w zależności od zakresu klasy aktywów (Chinn, Ito, 2006; 2008; Schindler, 2009; Ostry i in., 2011a; 2011b; 2012). Natomiast środki kontroli kapitału *de facto* znajdują odzwierciedlenie w danych finansowych, które wynikają z zastosowania kontroli kapitału, np. odchylenia od przyjętego parytetu stóp procentowych lub wskaźnika będącego relacją sumy zagranicznych aktywów i pasywów brutto do produkcji krajowej (Rodrik, Subramanian, 2009). Ponieważ miary kontroli kapitału *de facto* są wynikiem interakcji zmian zachodzących w polityce z mechanizmami rynkowymi, to wiele badań empirycznych wykorzystuje miary *de jure*, aby uchwycić zmiany polityki w bardziej egzogeniczny sposób.

Współcześnie w literaturze przedmiotu stosuje się, zapoczątkowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund, 2012a)⁴, podział środków kontroli kapitału na środki zarządzania przepływami kapitału CFM (*capital flows management*) oraz środki odnoszące się do zarządzania polityką makroostrożnościową MPM (*macroprudential policy management*).

Capital flows management to zestaw instrumentów, których zastosowanie ma na celu ograniczanie przepływów kapitału, podczas gdy *macroprudential policy management* to przede wszystkim narzędzia ostrożnościowe, których użycie ma na celu ograniczanie systemowego ryzyka finansowego. Działania zmierzające do ograniczania systemowego ryzyka finansowego wynikającego z przepływów kapitału są klasyfikowane jako CFM/MPM (International Monetary Fund, 2012b; 2013b; 2017).

Klasyfikacja środków wymaga starannej oceny ich konstrukcji, celów i okoliczności, w jakich są wprowadzane. Uznano, że oddzielenie *capital flows management* od innych polityk i środków wpływających na przepływy kapitału może być trudne i wymagać uwzględnienia ogólnego kontekstu i okoliczności, w których środek został przyjęty. W praktyce środki, które wpływają na międzynarodowe transakcje finansowe i dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania, zostały ocenione jako *capital flows management*. Ponadto niedyskryminacyjne środki mogą również stanowić *capital flows management*, jeżeli mają na celu ograniczenie przepływów kapitałowych, opierając się na okolicznościach, w których zostały wprowadzone.

Aby ustalić, czy CFM jest również MPM, muszą być spełnione trzy warunki:

- 1) głównym celem jest ochrona stabilności finansowej;
- 2) możliwa jest identyfikacja źródła systemowego ryzyka finansowego;
- 3) można zasadnie oczekiwać, że CFM ograniczy takie ryzyko.

4 Międzynarodowy Fundusz Walutowy w poglądzie instytucjonalnym ogłoszonym w 2012 roku przyjął nazwę *capital flows management*, tj. środki zarządzania przepływami kapitału.

Na przykład ograniczenia walutowe mogą w wielu przypadkach zostać uznane tylko za MPM, ale w niektórych przypadkach także za CFM, jeśli mają na celu ograniczenie przepływów kapitału (International Monetary Fund, 2017). Środki *capital flows management* nie są oznaczone jako CFM/MPM, jeśli ich konstrukcja lub kontekst sugerują, że głównym celem ich zastosowania nie jest stabilność finansowa albo jest mało prawdopodobne, aby ograniczały ryzyko systemowe. Ponadto jeżeli można wyraźnie ocenić, że celem władz nie jest ochrona stabilności finansowej, to instrument CFM nie zostanie sklasyfikowany jako MPM, mimo że jego wykorzystanie mogłoby ograniczyć ryzyko systemowe. I odwrotnie, środki, o których mówi się, że zostały podjęte w celu zapewnienia stabilności finansowej, nie mogą być klasyfikowane jako MPM, jeśli można oczekiwać, że nie ograniczą ryzyka systemowego. Na przykład jeżeli środek został nałożony, a jego użycie może raczej zwiększyć niż ograniczyć ryzyko systemowe, to informacja ta będzie stanowić o ocenie głównego celu zastosowanego środka. Instrumenty CFM, które działają głównie na bazie kursu walutowego, są poddawane dodatkowej kontroli i mogą nie kwalifikować się jako MPM.

W ujęciu instytucjonalnym środki zarządzania przepływami kapitału (CFM) odnoszą się do instrumentów, które mają na celu ograniczenie przepływów kapitału. Wówczas instrumenty CFM obejmują⁵:

- 1) CFM oparte na miejscu zamieszkania, w skład których wchodzi różne środki (w tym podatki i regulacje) mające wpływ na transgraniczną działalność finansową, dyskryminują bowiem podmioty ze względu na miejsce zamieszkania; środki te są również ogólnie określane jako kontrola kapitału;
- 2) pozostałe CFM, które nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania, ale mimo to mają na celu ograniczenie przepływów kapitału; pozostałe CFM zazwyczaj obejmują niektóre środki ostrożnościowe, które różnicują transakcje na podstawie waluty, jak również inne środki (na przykład minimalne okresy utrzymywania kapitału), które są zwykle stosowane w sektorze niefinansowym.

Na podstawie powyższej charakterystyki przyjmuje się, że jeżeli środek nie ma na celu ograniczenia przepływów kapitału, to nie podlega nomenklaturze CFM. Te środki, które nie mają na celu wywierania wpływu na przepływy kapitału, są neutralne w zastosowaniu, ponieważ nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania i zazwyczaj nie różnicują ze względu na walutę.

Należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, że środkami CFM nie są: środki ostrożności, takie jak wymogi dotyczące adekwatności kapitałowej, współczynniki będące relacją wartości udzielonych kredytów do wartości zabezpieczenia oraz limity otwartych pozycji walutowych netto, które nie mają na celu ograniczenia przepływów kapitału. Ich zastosowanie wiąże się raczej z zapewnieniem stabilności,

5 Nomenklatura CFM jest ściśle zgodna z terminologią przedstawioną w International Monetary Fund, 2011d, ust. 7 i 43 oraz International Monetary Fund, 2012b, ust. 7.

odporności i dobrej kondycji systemu finansowego. W praktyce, jak wyżej opisano, sklasyfikowanie danego środka jako CFM wymaga oceny, czy środek rzeczywiście ma na celu ograniczenie przepływów kapitału. Ta ocena z kolei musi opierać się na okolicznościach specyficznych dla danego kraju, takich jak ta, czy środek został wprowadzony lub zintensyfikowany w odpowiedzi na gwałtowny wzrost napływu lub destrukcyjne odpływy kapitału.

W ujęciu instytucjonalnym liberalizacja przepływu kapitału jest rozumiana jako proces, w którym nie występują środki CFM, podczas gdy w rozwiązaniach międzynarodowych rozumiane jest to pod pewnymi względami inaczej. Na przykład koncepcja liberalizacji OECD odnosi się jedynie do eliminacji środków dyskryminujących rezydentów i nierezydentów, podczas gdy zobowiązania w zakresie liberalizacji przepływu kapitału zawarte w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej ogólnie zabraniają wszelkich ograniczeń w przepływach kapitału, nawet jeśli nie dyskryminują one ze względu na miejsce zamieszkania (zarówno wśród członków Unii, jak i między członkami a krajami trzecimi)⁶.

2.3. Projekcja i cechy wybranych środków kontroli kapitału

Kluczowe zasady projektowania środków CFM/MPM wynikają z poglądu instytucjonalnego Międzynarodowego Funduszu Walutowego z 2012 roku oraz ram polityki makroostrożnościowej funduszu. W szczególności stosowanie CFM/MPM powinno być zgodne z kluczowymi zasadami, które są spójne zarówno w ramach poglądu, jak i w ramach makroostrożnościowych (International Monetary Fund, 2012a, pkt 34; 2017, pkt 45 i 47). Mają one na celu:

- 1) unikanie stosowania CFM/MPM jako substytutu niezbędnych dostosowań makroekonomicznych;
- 2) stosowanie instrumentów polityki, które są najbardziej skuteczne, wydajne i bezpośrednie oraz w najmniejszym stopniu zakłócają realizację celu prowadzonej polityki;
- 3) dążenie do równego traktowania rezydentów i nierezydentów.

Takie środki powinny ponadto być przejrzyste i – ogólnie rzecz biorąc – tymczasowe (International Monetary Fund, 2012a). W przypadku instrumentów, które mają na celu ograniczenie ryzyka systemowego i różnicowanie ze względu na walutę, ocena, czy środek jest traktowany jako MPM w ramach środków

6 Kodeks OECD obejmuje jednak zakres „równoważnych” środków, które mogłyby objąć zakresem OECD środki, które nie rozróżniają wyraźnie ze względu na miejsce zamieszkania, ale mimo to mają skutki równoważne z ograniczeniami opartymi na miejscu zamieszkania.

makroostrożnościowych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, czy CFM/MPM w ramach poglądu instytucjonalnego z 2012 roku, zależy od kontekstu, kalibracji środka oraz innych okoliczności specyficznych dla danego kraju (International Monetary Fund, 2012a; 2017). W praktyce środki, które mają wpływ na udzielanie przez banki krajowe kredytów walutowych krajowym pożyczkobiorcom, były zazwyczaj oceniane wyłącznie jako MPM, podczas gdy środki, które mają wpływ na zobowiązania walutowe banków lub przedsiębiorstw niefinansowych (*nonfinancial corporations* – NFCs) były oceniane jako MPM lub CFM/MPM w zależności od okoliczności (International Monetary Fund, 2012a, załącznik II; 2017, pkt 50 i 51). Narzędzia *macroprudential policy management*, które mają wpływ na międzynarodowe transakcje finansowe i dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania, są zawsze oceniane jako CFM/MPM.

Kluczowe zasady projektowania i wdrażania wyprzedzających (zapobiegawczych, prewencyjnych) instrumentów CFM/MPM powinny być zaprojektowane tak, aby były skuteczne, osiągały zamierzony cel i nie można ich było łatwo obejść. Ponadto powinny być wydajne, aby minimalizować zakłócenia i koszty (International Monetary Fund, 2022). Zapobiegawcze instrumenty CFM/MPM powinny być ukierunkowane, skalibrowane pod kątem ryzyka, które mają minimalizować lub eliminować, przejrzyste i jak najbardziej tymczasowe. Odpowiedni projekt zależy od okoliczności danego kraju, takich jak ograniczenia instytucjonalne i prawne, a także od dokładnego źródła podatności na zagrożenia. Jeżeli środki, które nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania, są dostępne i skuteczne, to takie powinny być preferowane.

Zapobiegawcze instrumenty CFM/MPM powinny być tak zaprojektowane, aby przeciwdziałać ryzyku systemowemu wynikającemu z niedopasowania walutowego poprzez ukierunkowanie ich u źródła. Aby stosowanie wyprzedzających środków CFM/MPM było właściwe, systemowe ryzyko finansowe powinno być podwyższone z powodu niedopasowania walutowego. Z kolei aby skutecznie ocenić i ograniczyć to ryzyko, należy zidentyfikować skalę i źródło niedopasowania walutowego w odpowiednich sektorach: finansowym, przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstwach domowych, a także leżące u ich podstaw transakcje finansowe (np. dotyczące zapadalności instrumentów finansowych), które wywołują ryzyko. Na podstawie tych informacji (jeśli są dostępne) środek powinien być ściśle ukierunkowany na te konkretne sektory i transakcje finansowe, które powodują niedopasowanie walutowe w bilansach lub są zawarte w odpowiednio krótszych terminach zapadalności. Prewencyjne instrumenty CFM/MPM powinny być także konstruowane w sposób, który skutecznie usuwa luki w zabezpieczeniach, jednocześnie minimalizując koszty i potencjalne zakłócenia. Środki należy tak skalibrować, aby skutecznie zaradzić niedopasowaniu walutowemu bez generowania niepożądanego silnego wpływu na przepływy kapitału, na udzielane w kraju kredyty, produkcję czy ogólnie na funkcjonowanie rynku (International Monetary Fund, 2014). Wśród alternatywnych instrumentów, które mogłyby być ukierunkowane na te same źródła ryzyka,

preferowane są najskuteczniejsze wyprzedzające środki CFM/MPM, czyli takie, które minimalizują zakłócenia funkcjonowania rynku i koszty im towarzyszące.

Wspomniany wyżej tak wąsko ukierunkowany środek może pomóc w ograniczeniu możliwych niezamierzonych skutków ubocznych i kosztów poprzez możliwości ograniczenia innych przepływów kapitału lub poprzez wywołanie niezamierzonych skutków dystrybucyjnych. Potencjalną wadą wąsko ukierunkowanego środka może być to, że jest on podatny na obchodzenie. Środek powinien zatem jak najdokładniej być ukierunkowany na ryzyko, nie podważając swojej skuteczności.

Niektóre środki oparte na cenach (np. wyższa wymagana rezerwa na zobowiązania walutowe nierezydentów) mogą być łatwiejsze do dostosowania i mniej zniekształcające funkcjonowanie rynku niż limity wielkości wpływów walutowych (np. limity dolarowe). Czasem władze krajowe mogą jednak napotkać wyzwania związane z kalibracją lub elastycznym dostosowywaniem środków opartych na cenach, takich jak podatki, które wymagają wprowadzenia czy zastosowania odpowiednich regulacji prawnych. Dlatego ważne jest, aby właściwe władze miały zdolność do wdrażania środków administracyjnych. W egzekwowaniu najskuteczniejszego środka mogą również występować przeszkody informacyjne. Może to generować kompromisy przy projektowaniu CFM/MPM, co wymaga ostrożności w doborze środka i ciągłego dążenia do wypełnienia takich luk w danych statystycznych (International Monetary Fund, 2014).

Z kolei instrumenty CFM/MPM ukierunkowane na określone rodzaje przepływów (np. krótkoterminowe zadłużenie w walutach obcych) i zachęcające do przejścia w kierunku potencjalnie mniej ryzykownych przepływów (np. poprzez nałożenie wymogu rezerwy, która jest wyższa w przypadku krótszych terminów zapadalności aktywów lub opłat na zagraniczne zobowiązania walutowe banków) mogą zmniejszać ryzyko systemowe, mając jednocześnie stosunkowo ograniczony wpływ na ogólny napływ kapitału i kurs walutowy. Takie środki mogą być zatem bardziej skuteczne niż środki o szerszym zakresie, takie jak limity nałożone na wszystkie kredyty walutowe zaciągane za granicą.

Dlatego też niezależnie od tego, czy środki mają charakter administracyjny, cenowy czy ilościowy, powinny być dobierane w sposób współmierny do celu polityki, przy jednoczesnej minimalizacji kosztów i zakłóceń (International Monetary Fund, 2017). Na przykład wymogi w zakresie ratingu kredytowego czy limity całkowitych kosztów lub wymogi dotyczące zabezpieczenia agentów zaangażowanych w pożyczki zaciągnięte za granicą nie powinny być tak surowe, aby uniemożliwić prawie wszystkim przedsiębiorstwom zaciąganie pożyczek z zagranicy.

Użyteczne przy kontroli kapitału mogą być także środki zwiększające odporność na niedopasowania walutowe, podobnie jak środki zmniejszające ryzyko wynikające z interakcji z innymi czynnikami ryzyka systemowego. Prewencyjne instrumenty CFM/MPM można także zaprojektować w celu zwiększenia odporności na zagręgowane wstrząsy poprzez budowanie buforów dla tych sektorów lub instytucji, które są narażone na niedopasowanie walutowe. Ten wzrost odporności może ograniczyć negatywne skutki osiągania przez kredytobiorców limitów wypłacalności lub

zdolności do spłaty zadłużenia w przypadku niekorzystnych wstrząsów. Przykłady projektów, które pomagają budować odporność, obejmują maksymalne limity dźwigni finansowej, tj. limity zobowiązań kredytowych w stosunku do kapitału własnego dla przedsiębiorstw. Na podstawie informacji na temat kredytów walutowych pozyskanych za granicą lub wysokości opłat za zaciągnięte zobowiązania w walutach obcych oraz innych aktywów, które wchodziły w skład płynnych aktywów walutowych, można skonstruować instrument kontroli kapitału, który zostanie wykorzystany, gdy zmaterializuje się ryzyko rolowania długu. Koszty dostosowania podmiotów z CFM/MPM należy uwzględnić na etapie ich projekcji i wdrażania. Koszty dostosowania banków wynikające z zastosowania środków, które mają wpływ na nowe przepływy kapitału, będą zwykle niższe niż środki, które mają wpływ na stan istniejących zobowiązań walutowych. Środki mające wpływać wyłącznie na nowe przepływy, takie jak wymogi dotyczące utrzymania odpowiednich rezerw walutowych, można zaprojektować w sposób, który pozwala uzyskać stosunkowo silny wpływ na nowe przepływy, unikając jednocześnie kosztów dostosowania banków, które powstałyby, gdyby instrument został zastosowany do wszystkich istniejących zobowiązań walutowych. W przypadku gdy dotychczas skuteczne środki CFM/MPM dla nowych przepływów kapitału są niedostępne lub nieefektywne i należy je oprzeć na składnikach bilansu (takich jak stan wszystkich istniejących pożyczek zewnętrznych), to takie koszty dostosowania prawdopodobnie powstaną i będą musiały zostać złagodzone poprzez stopniowe ich wprowadzanie lub stopniowe ich zaostrzanie.

W praktyce preferowane są środki kontroli kapitału, które nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania. Jeżeli dostępny jest środek, który nie dyskryminuje z tego względu i który może przyczynić się do ograniczenia ryzyka systemowego wynikającego z niedopasowania walutowego, powinien być preferowany w stosunku do CFM/MPM opartego na miejscu zamieszkania. W związku z tym instrumenty typu MPM, które nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania i nie mają na celu ograniczania przepływów kapitału, powinny być preferowane. Tak jest na przykład w przypadku tych środków MPM, które zachęcają banki i przedsiębiorstwa do zabezpieczania się przed niedopasowaniem walutowym, w ten sposób zmniejszając ryzyko. Rzeczywiście, jak podkreślono w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku, instrumenty CFM/MPM należy stosować tylko wtedy, gdy MPM nie są dostępne lub są niewystarczające do rozwiązania problemu związanego z polityką gospodarczą.

Warto zaznaczyć, że prewencyjne instrumenty CFM/MPM powinny być przejrzyste. Jak podkreślono zarówno w poglądzie instytucjonalnym MFW, jak i w ramach makroostrożnościowych, jasne informowanie o celach polityki i konkretnych stosowanych środkach pomogłoby uniknąć często błędnie zinterpretowanych oczekiwań rynku i opinii publicznej. Terminowe ogłoszenie dobrze objaśnionego i wdrażanego instrumentu CFM/MPM powinno bowiem ułatwić docelowym sektorom zrozumienie intencji władz. Jasna i pełna komunikacja umożliwia również określenie dokładnych oczekiwań co do tego, kiedy i na jakich warunkach środki zostaną dostosowane lub zniesione.

Zapobiegawcze instrumenty CFM/MPM powinny być okresowo poddawane ponownej ocenie i ponownej kalibracji (jeśli to możliwe), aby zminimalizować potencjalne zniekształcenia i niezamierzone skutki uboczne, które mogą pojawić się z czasem. Jak określono w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku, instrumenty CFM/MPM należy ponownie skalibrować, jeśli wystąpią luki w przyjętych zabezpieczeniach lub gdy dostępne będzie alternatywne, mniej zakłócające narzędzie. Ze względu na fakt, że skupienie się na słabych punktach zajmuje czas, istnieje ryzyko pojawienia się i wzmocnienia niezamierzonych skutków i zakłóceń, takich jak np. próby obejścia. Należy zatem regularnie weryfikować skuteczność środków oraz potencjalne przypadki ich obejścia i powstania możliwych skutków ubocznych. W ramach tych okresowych ocen można stwierdzić, czy występuje alternatywny środek, którym jest MPM lub CFM/MPM, rozwiązujący problem w sposób niedyskryminujący ze względu na miejsce zamieszkania i/lub powodujący mniej zakłóceń, lub czy projekt istniejącego instrumentu CFM/MPM należy w sposób ciągły dostosowywać, aby przeciwdziałać skutkom ubocznym.

2.4. Motywy zastosowania środków kontroli kapitału

W praktyce może zaistnieć potrzeba uzupełnienia CFM/MPM innymi politykami w celu zmniejszenia zakłóceń w dłuższej perspektywie. Dlatego należy rozważyć uzupełnienie CFM/MPM innymi politykami strukturalnymi i finansowymi, które mogą pomóc w ograniczeniu np. zachęt do zaciągania pożyczek w walutach obcych. Preferencje prywatnych podmiotów do pożyczania w walutach obcych często mają głębsze przyczyny strukturalne i prawdopodobnie utrzymają się, jeśli czynniki te nie zostaną uwzględnione (Levy-Yeyati, 2021). Polityki mogą obejmować na przykład rozwój krajowych systemów finansowych, w tym papierów wartościowych i rynków zabezpieczających w walucie lokalnej, politykę monetarną i fiskalną, programy antykryzysowe czy funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji pełnioną przez banki centralne (Hofman, Shim, Shin, 2021; International Monetary Fund, 2021c).

Należy zwrócić uwagę, że wykorzystywanie środków CFM lub CFM/MPM dotyczących napływającego kapitału do manipulowania warunkami handlu może mieć skutki uboczne i zmniejszyć globalny dobrobyt, co dodatkowo uzasadnia zachowanie ostrożności w korzystaniu z tych narzędzi. Literatura przedmiotu dostarcza wyników badań, zgodnie z którymi można stwierdzić, że istotne są motywy stosowania CFM, związane z konkurencyjnością handlową, kontrola napływu kapitału może bowiem zwiększyć nadwyżkę handlową (Pasricha, 2020). Dowody te podkreślają potrzebę unikania wykorzystywania napływowych środków CFM z powodu wpływu na konkurencyjność handlową. W teorii i praktyce popierany

jest pogląd, że rozważenie wykorzystania CFM podczas gwałtownych wzrostów napływu kapitału jest zasadne tylko wtedy, gdy waluta jest przewartościowana (tak jak zapisano w poglądzie instytucjonalnym MFW z 2012 roku), oraz rozważenie dodatkowych motywów zastosowania zapobiegawczych instrumentów CFM/MPM, które mogłyby wyrównać lub pogłębić istniejące nierównowagi.

Cechy strukturalne kraju mogą ograniczać stosowanie instrumentów CFM i CFM/MPM lub wpływać na ich planowane wdrożenie. Z dotychczasowych doświadczeń wynika, że decyzja o ich zastosowaniu może zależeć od okoliczności innych niż te, które są zgodne z poglądem instytucjonalnym MFW. Niektóre z tych cech mogą zmniejszyć potrzebę korzystania z tych środków, podczas gdy inne, takie jak możliwość egzekwowania wyników, mogą wpływać na odpowiednie zaplanowanie innych narzędzi.

Jedną z kluczowych kwestii jest fakt, iż wdrożenie w praktyce CFM i CFM/MPM wymaga posiadania odpowiedniej infrastruktury administracyjnej, która wiąże się z ponoszeniem kosztów. Kraje muszą zatem dysponować taką infrastrukturą administracyjną, aby nakładać kontrole kapitału, monitorować je i egzekwować oraz hamować odpływ/napływ kapitału. Dla krajów nieposiadających takiej infrastruktury administracyjnej jej utworzenie może być do tego stopnia problematyczne, że przeważy nad korzyściami płynącymi z zastosowania środków oddziaływania. Aby wdrażać instrumenty CFM w odpowiedzi na zmieniające się warunki makroekonomiczne, kraje muszą mieć odpowiednie regulacje prawne, które pozwalają wyznaczonemu organowi na elastyczne wprowadzanie i dostosowywanie ich w celu utrzymania ich skuteczności. Jednakże samo egzekwowanie kontroli może również wiązać się ze znacznymi kosztami administracyjnymi dla pewnych organów i kosztami przestrzegania przepisów dla sektorów objętych kontrolą. Względy związane z egzekwowaniem prawa mogą również wpływać na wybór określonych środków.

Chociaż środki kontroli kapitału oparte na cenach są bardziej przejrzyste, to kraje na ogół korzystają z narzędzi, które już znajdują się w ich arsenale i których zastosowanie jest przewidziane w ich ramach prawnych. Na przykład nawet jeśli instrument CFM o charakterze podatkowym jest pożądanym ze względów ekonomicznych, wprowadzenie go lub zmiana wraz ze zmieniającymi się warunkami gospodarczymi mogą być trudne w krajach, w których takie zmiany mogą mieć miejsce jedynie na mocy prawa źródłowego. Kraje mogą również preferować korzystanie z tych narzędzi, które były używane wcześniej, ponieważ podmioty pomagające w zapewnieniu zgodności (np. banki) mają doświadczenie z ich wprowadzaniem, co obniża koszty wdrożenia. Z kolei ukierunkowane kontrole kapitału mogą być mniej zniekształcające i mieć mniej niezamierzonych konsekwencji niż środki szeroko zakrojone. Ukierunkowane działania mogą jednak podlegać innym aspektom, zwłaszcza w tych krajach, gdzie system finansowy jest stosunkowo dobrze rozwinięty, co może wymagać rozszerzenia ich zasięgu, a to z kolei zwiększyć związane z tym zakłócenia oraz koszty (Ostry i in., 2011a).

Należy szczególnie podkreślić, że zobowiązania międzynarodowe i wcześniejsze doświadczenia mogą uniemożliwiać krajom wdrożenie instrumentów CFM, nawet

jeśli są one odpowiednie na mocy poglądu instytucjonalnego MFW z 2012 roku. Na przykład gdy kraj zobowiązał się do przestrzegania Kodeksu liberalizacji OECD lub innych umów międzynarodowych, wykorzystanie CFM do celów zarządzania makroekonomicznego może podlegać ograniczeniom. Z kolei inne kraje mogą mieć wcześniejsze negatywne doświadczenia ze środkami CFM, które zmniejszają ich chęć do korzystania z tych narzędzi.

Skumulowane pozycje aktywów zagranicznych w posiadaniu rezydentów zwiększają odporność na niekorzystne szoki związane z apetytem inwestorów na kapitał zagraniczny i mogą złagodzić potrzebę korzystania z instrumentów CFM dotyczących napływu kapitału podczas gwałtownych jego wzrostów. Kiedy rezydenci gromadzą zagraniczne aktywa w okresach globalnego boomu i likwidują je w okresach globalnego kryzysu, to zastosowany odpowiedni środek CFM może złagodzić wpływ odwrócenia napływu brutto na napływ kapitału netto oraz na produkcję i zatrudnienie (Agosin, Diaz, Karnani, 2019; Goel, Miyajima, 2021). Dzieje się tak, ponieważ przepływy rezydentów działają jak amortyzator, a nie wzmacniacz szoku, co zauważono nawet na rynkach rozwijających się podczas globalnego kryzysu finansowego (International Monetary Fund, 2013b). Kolejne transakcje mające miejsce w przepływach brutto mogą wpływać na kursy walutowe i autonomię polityki pieniężnej bez zmiany przepływów netto. W związku z tym w krajach o większych i bardziej płynnych zewnętrznych pozycjach inwestycyjnych zakłócenia w przepływach kapitału mogą nie mieć miejsca nawet w sytuacji wystąpienia szoków zewnętrznych i związanych z tym gwałtownych zmian. Wobec tego potrzeba zastosowania napływowych środków kontroli kapitału także będzie mniejsza, jeśli w ogóle wystąpi.

Rozwój krajowego rynku finansowego, wykraczający poza rynek walutowy, jest istotny dla określenia potrzeby korzystania z instrumentów CFM. Tam, gdzie krajowe rynki papierów wartościowych są lepiej rozwinięte, mogą one złagodzić wpływ szoków związanych z apetytem zagranicznych inwestorów na ceny aktywów, a tym samym potrzebę wykorzystania CFM w odpowiedzi na te szoki (International Monetary Fund, 2014). Bardziej rozwinięte rynki finansowe, na których notowane są instrumenty i papiery wartościowe w walucie lokalnej, mogą również zmniejszyć niedopasowanie walutowe (Caballero, Krishnamurthy, 2003). W szczególności rozwój lokalnej bazy inwestorów dla obligacji w lokalnej walucie może pomóc złagodzić wstrząsy. Głębsze krajowe rynki finansowe poprawiają perspektywy napływu kapitału do portfela zarówno w walutach obcych, jak i lokalnych oraz znacznie ograniczają prawdopodobieństwo ujemnych lub niskich przepływów kapitału (International Monetary Fund, 2020a).

Ewolucja otwartości rachunków kapitałowych gospodarek, rozpoczęta w latach dziewięćdziesiątych XX wieku i mierzona za pomocą indeksu Chinn-Ito, który uwzględnia ograniczenia dotyczące rachunku kapitałowego i transakcji na rachunku bieżącym, kursy walutowe oraz wymogi dotyczące rezygnacji z dochodów z eksportu, wskazuje na istotne różnice między krajami. Kraje rozwinięte od połowy lat siedemdziesiątych do początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku stopniowo

liberalizowały przepływy kapitału i osiągnęły wysoki stopień otwartości swoich rachunków kapitałowych. Z kolei w krajach rozwijających się liberalizacja rachunków kapitałowych w tym samym okresie była mniej powszechna i miała wolniejszy przebieg. Pomimo iż pod koniec lat siedemdziesiątych wiele rynków wschodzących (Chiny, Indie) i rozwijających się podjęło kroki w celu liberalizacji ograniczeń dotyczących przepływów kapitałowych, to kryzys zadłużenia w Ameryce Łacińskiej w latach osiemdziesiątych XX wieku doprowadził do odwrócenia tendencji otwierania rachunków kapitałowych ze względu na wprowadzone przez kilka krajów zaostrezenie przepisów w zakresie przepływów kapitału. Zgodnie z indeksem Chinn i Ito, którego wartość mieści się w zakresie od 0 (brak otwartości rachunków kapitałowych) do 1 (najbardziej swobodny przepływ kapitału), średnia roczna wartość transgranicznych przepływów kapitału w krajach rozwijających się oscylowała w okolicy 0,4 od połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku do 2015 roku.

Wprawdzie w latach osiemdziesiątych ubiegłego wieku wschodzące gospodarki rynkowe (Chiny, Indie) były mniej otwarte na przepływy kapitału niż pozostałe kraje rozwijające się, ale w latach dziewięćdziesiątych dokonały szybkiej liberalizacji przepływów i wyraźnie prześcignęły kraje się rozwijające. Zwiększona otwartość rachunków kapitałowych w krajach wschodzących i rozwijających się utrzymywała się aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009, po którym nastąpiło spowolnienie i odwrócenie przepływów kapitału w niektórych krajach, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, które ponownie wprowadziły i zwiększyły nałożone ograniczenia na przepływy kapitału.

Pomimo panujących światowych tendencji do liberalizacji przepływów kapitału nadal istnieje znaczna różnica w stopniu otwarcia krajów rozwiniętych i krajów rozwijających się na transgraniczne przepływy kapitału. Quinn (1997) oraz Chinn i Ito (2006; 2008) stosowali w swoich badaniach odpowiednio długie próby badawcze, jednak nie wyróżniali miar kontroli oddzielnie dla napływów i odpływów kapitału ani też regulacji opartych na transakcjach walutowych. Wielu autorów, w tym Schindler (2009), Ostry i współautorzy (2012) oraz Erten i Ocampo (2017), opracowało tzw. środki regulacji, mające na celu uwzględnienie tych różnic. Erten, Korinek i Ocampo (2019) wyróżnili cztery rodzaje regulacji dotyczących rachunków kapitałowych: kontrolę napływu kapitału, regulacje dotyczące kontroli odpływu kapitału, regulacje sektora finansowego oraz przepisy walutowe. Do pierwszego i drugiego typu regulacji zastosowano indeksy skonstruowane na podstawie prostych średnich binarnych miar kontroli kapitału w sześciu kategoriach aktywów: instrumentach rynku pieniężnego, obligacjach, akcjach, kredytach, instrumentach inwestycyjnych i inwestycjach bezpośrednich. Trzeci typ stanowi indeks skonstruowany na podstawie prostej średniej binarnej miar kontroli kapitału w poszczególnych sektorach finansowych, w tym zdolności nierezydentów do posiadania rachunków w danym kraju oraz limitów zdolności rezydentów do zaciągania pożyczek i posiadania rachunków za granicą. Wreszcie regulacje związane z kursem walutowym odzwierciedlone są w indeksie skonstruowanym na podstawie prostej średniej odnoszącej

się do ograniczeń wykorzystania walut obcych w danej gospodarce, w tym udzielania w kraju pożyczek w takich walutach, zakupu lokalnie emitowanych papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych, zróżnicowanego traktowania walutowych rachunków depozytowych oraz limitów pozycji walutowych. Wszystkie te miary wahają się od 0 (brak regulacji w danej odmianie kontroli kapitału) do 1 (regulacja występuje w każdej podkategorii danej odmiany).

Ocampo (2017) dokonał analizy danych reprezentujących wprowadzane zmiany w przepisach dotyczące rachunku kapitałowego w 51 gospodarkach rozwijających się w latach 1995–2015. Zauważył, że w badanym okresie najczęściej stosowanymi środkami w zakresie kontroli kapitału były regulacje związane z kursami walut, w następnej kolejności były wprowadzane ograniczenia na odpływający kapitał z gospodarki, kontrola napływającego kapitału, a jako ostatnie stosowane były zmiany w regulacjach dotyczących funkcjonowania sektora finansowego. Z początkiem lat dziewięćdziesiątych XX wieku w większości krajów intensywnie liberalizowano rynki finansowe, głównie poprzez liberalizację przepisów dotyczących funkcjonowania tych rynków oraz nałożonych ograniczeń na rynek walutowy. Te działania miały miejsce w okresie poprzedzającym kryzys finansowy w Azji Wschodniej. Towarzystwo temu złagodzenie kontroli kapitału głównie w transakcjach związanych z odpływem kapitału. Po wybuchu kryzysu w 1997 roku władze gospodarek, głównie azjatyckich, ponownie zaczęły zaostrzać przepisy i wprowadzać ograniczenia na obrót na rynku walutowym. Zarówno tuż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, jak i w jego trakcie ponownie zaostrzono możliwość przeprowadzania transakcji między krajami i wprowadzono środki kontroli przepływu kapitału. Za istotne należy uznać to, że wprowadzone ograniczenia nie dotyczyły bezpośrednio zmian w regulacjach rynku finansowego.

Klein (2012) rozróżnił strukturalną kontrolę kapitału (tj. kontrolę długotrwałą, opartą bardziej na wolumenie) i cykliczną kontrolę kapitału (tj. kontrolę epizodyczną, opartą bardziej na cenie). Stwierdził, że kraje, które stosują strukturalną kontrolę kapitału, mają mniejszy wzrost wskaźników niestabilności finansowej niż kraje, które nakładają cykliczną kontrolę kapitału. Jednak jedną z trudności w interpretacji tego wyniku jest dualizm między stałymi kontrolami ilościowymi a cyklicznymi kontrolami opartymi na cenach. Ponadto Klein (2012) pokazał, że biorąc pod uwagę fakt, iż kraje o strukturalnej kontroli kapitału mają znacznie niższy PKB na mieszkańca, nie ma dowodów na znaczący wpływ kontroli strukturalnych lub cyklicznych na niestabilność finansową. Ogólnym zastrzeżeniem tych badań jest to, że harmonogram kontroli kapitału wdrażanych z częstotliwością miesięczną może nie być właściwie ujmowany przez roczne wskaźniki. Coroczne dane częstotliwości z bazy danych AREAER MFW rejestrują w sposób binarny, czy kraje stosują jakąkolwiek miarę ograniczeń przepływu kapitału w odniesieniu do określonych kategorii aktywów, takich jak akcje, obligacje, instrumenty zbiorowe itp. Wskaźniki roczne przyjmują wartości 0 lub 1, w zależności od tego, czy istnieją ograniczenia dotyczące transakcji międzynarodowych dla danej kategorii aktywów,

czy też nie, a więc wykazują niewielką zmienność w czasie. Jeśli na przykład kraj zwiększa stawkę podatku od transgranicznych przepływów kapitałowych z roku na rok, nadal przypisywana jest mu wartość 1, co maskuje wszelkie korekty cykliczne.

2.5. Kanały oddziaływania kontroli kapitału

W literaturze przedmiotu można zidentyfikować kilka różnych kanałów, poprzez które kontrola kapitału oddziałuje na gospodarkę. Działanie **kanału bezpośredniego** polega na tym, że wprowadzenie instrumentów kontroli kapitału wpływa na koszt kapitału na rynku międzynarodowym lub ogranicza wielkość jego przepływów. Istnieją również **kanały pośrednie**, poprzez które wprowadzone kontrole wpływają na przepływ kapitału na rynku międzynarodowym i które są istotne empirycznie – w szczególności są to **kanał sygnalizacji** oraz **kanał oczekiwań** kontroli kapitału. Bezpośrednie skutki kontroli kapitału znajdują odzwierciedlenie w wielu badaniach, które koncentrują się na danych gromadzonych na poziomie przedsiębiorstw i wykazują, że wprowadzenie środków kontroli istotnie oddziałuje na wzrost kosztu kapitału oraz ma wpływ na rentowność prowadzonej działalności, stopę zwrotu z kapitału, ceny akcji czy decyzje inwestycyjne. Na przykład L. Alfaro, A. Chari i F. Kanczuk (2017) wykorzystali dane kwartalne z lat 2006–2012 do badania wpływu kontroli kapitału na zwrot z akcji firm brazylijskich i realne inwestycje. Wyniki badań pokazały, że samo ogłoszenie (sygnał) o wprowadzeniu w przyszłości kontroli kapitału przez decydentów odpowiedzialnych za politykę pieniężną niesie ze sobą skutki podwyższenia kosztu kapitału, spadku stóp zwrotu oraz spadku realnych inwestycji. Należy dodać, że konsekwencje takich działań są większe w przypadku firm mniejszych i bardziej zależnych od zewnętrznych źródeł finansowania. Podobnie K. Forbes (2007) stwierdził, że informacja o gromadzeniu rezerw obowiązkowych w Chile w latach 1991–1998 zwiększyła koszt finansowania mniejszych firm. Kanał sygnalizacji pokazuje, że polityka kontroli kapitału stosowana przez władze państwa dostarcza inwestorom zagranicznym pewnych informacji (sygnałów) o typie decydenta, który je narzuca. Zagraniczni inwestorzy odpowiednio reagują, dostosowując swoją pozycję inwestycyjną. Jak sugerował A. Drazen (1997), inwestorzy mogą interpretować wprowadzenie kontroli kapitału jako sygnał mówiący o tym, że władze niechętnie angażują się w taką politykę pieniężną, której celem jest utrzymanie stabilności. Inwestorzy zagraniczni mogą również interpretować wprowadzenie kontroli kapitału jako sygnał tworzenia wrogiego podejścia wobec ich inwestycji. To często prowadzi do nieproporcjonalnych odpływów kapitału z danej gospodarki, szczególnie w sytuacji, gdy inwestorzy zagraniczni ponownie oceniają celowość inwestowania w określonym kraju. I odwrotnie – sygnalizowanie inwestorom zagranicznym możliwości swobodnego odpływu kapitału w okresach niepewności

pozwała na zbudowanie reputacji, że prowadzona polityka jest przyjazna inwestorom zagranicznym. Skutki kontroli kapitału w Brazylii po globalnym kryzysie finansowym zbadali empirycznie Y. Jinjarak, I. Noy i H. Zheng (2013). Stwierdzili oni, że złagodzenie kontroli kapitału zapobiegło dalszemu spadkowi jego odpływu z kraju. Argumentowali, że głównym kanałem działania był sygnał odebrany przez rynek, że władze są bardziej przyjazne dla zagranicznych inwestorów.

Sygnalizacja i związane z nią skutki napiętnowania i złej reputacji mogą powodować uprzedzenia wśród decydentów wobec stosowania kontroli kapitału nawet w warunkach, w których ich użycie mogłoby być pożądane i właściwe. Efekty sygnalizacyjne mogą istotnie wpływać na międzynarodowe przepływy kapitału, a także wyjaśniać, dlaczego wiele banków centralnych postrzega kontrolę kapitału jako politykę ostateczności. W rzeczywistości tradycyjne konotacje związane z terminem „kontrola kapitału” były jednym z głównych powodów, dla których Międzynarodowy Fundusz Walutowy ukuł termin „środki zarządzania przepływami kapitału” (*capital flows management*). Jeszcze inni nazywali je regulacjami rachunków kapitałowych lub polityką przepływu kapitału. Powodem takich działań było to, że usunąwszy słowo „kontrola”, zjawisko jest obecnie postrzegane jak każda inna regulacja finansowa, a negatywne konotacje zostały złagodzone.

Efekty sygnalizacyjne z natury zależą od interpretacji przypisanej do danego sygnału. W ostatnich kilku dziesięcioleciach kontrola kapitału była często kojarzona z autokratycznymi rządami, które wyłączają z transakcji inwestorów międzynarodowych. Współcześnie, szczególnie po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, jeśli kraje wdrażają regulacje ostrożnościowe, traktując je jako środek kontroli kapitału, to – zgodnie z najnowszą teorią ekonomii i usankcjonowaną już praktyką stosowaną przez instytucje międzynarodowe, np. MFW – inwestorzy odbiorą to jako pozytywny sygnał mówiący o tym, że celem władz jest utrzymanie stabilności finansowej i makroekonomicznej. To z kolei może oznaczać, że dany kraj stanie się bardziej pożądanym celem dla zagranicznych inwestorów. Na przykład wykorzystanie kontroli kapitału w Chile pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku było postrzegane przez zagranicznych inwestorów jako sygnał poważnego zaangażowania władz w stabilizację rynków walutowych i finansowych (Eichengreen, Mussa, 1998).

Kanał oczekiwań kontroli kapitału powstaje, gdy nałożenie jego kontroli dostarcza międzynarodowym inwestorom nowych informacji o koniunkturze gospodarczej, a nie o typie lub reputacji decydentów nakładających kontrole, co zostałoby zapewne przechwycone przez kanał sygnalizacyjny. Na przykład w wielu przypadkach kontrole przepływów kapitału były interpretowane jako oznaki desperacji decydentów i tego, że rynki finansowe znajdują się na krawędzi załamania. Jak stwierdził M. Rossi (1999), kontrola odpływu kapitału wiąże się z wyższym ryzykiem wybuchu kryzysów walutowych i bankowych (choć może istnieć pewna odwrotna przyczynowość). Z kolei Forbes i współautorzy (2016) dostarczyli dowodów na to, że kanały sygnalizacji i oczekiwań odegrały ważną rolę w wyjaśnianiu wpływu

podatku brazylijskiego od inwestycji zagranicznych w obligacje na alokację portfeli inwestorów zagranicznych. Oczekiwane efekty uboczne (uzyskane poprzez wywiady z inwestorami zagranicznymi) pokazują, że nałożenie przez Brazylię kontroli kapitału znacząco wpłynęło na nadzieje inwestorów dotyczące przyszłej polityki zarówno w Brazylii, jak i w innych krajach. W odpowiedzi na działania Brazylii inwestorzy zagraniczni zwiększyli alokację kapitału do innych krajów o dużej ekspozycji na Chiny, jednocześnie zmniejszając alokacje do krajów, które były postrzegane jako bardziej skłonne do nałożenia kontroli kapitału w przyszłości.

2.6. Wpływ kontroli kapitału na stabilność finansową

Stabilność finansowa jest jednym z głównych powodów, dla których kraje mogą rozważać wprowadzenie kontroli kapitału. Głównym problemem przy szacowaniu wpływu kontroli kapitału na stabilność finansową jest to, że zmiany w kontroli kapitału są często wprowadzane w odpowiedzi na zmiany przepływów kapitału zagranicznego lub wahania kursu walutowego. W związku z tym wiarygodna strategia identyfikacji musi uwzględniać endogeniczność kontroli kapitału dla wskaźników niestabilności finansowej. Na przykład kraje, które nakładają podatek od zobowiązań kapitałowych (Brazylia), na ogół podnoszą podatek po wzroście napływu kapitału i obniżają go, gdy zobowiązania ulegają znacznemu obniżeniu. Jeśli podjęto by próbę oszacowania wpływu takiej kontroli kapitału na przepływy kapitału bez uwzględnienia problemu endogeniczności, to wyniki byłyby obciążone w dół, a nawet mogłyby podążać w przeciwnym kierunku, błędnie sugerując, że kontrole kapitału spowodowały gwałtowny wzrost przepływów. Podstawową kwestią jest to, że znalezienie ważnego instrumentu do egzogenicznego przewidywania stosowania kontroli kapitału przy jednoczesnym spełnieniu ograniczenia wykluczenia jest niezwykle trudne. Z tego powodu wiele badań w literaturze nie jest dobrze zidentyfikowanych i należy uważać, aby wyniki nie były obciążone w dół. Badacze zazwyczaj poszukują odpowiedzi na pytanie o to, czy stosowanie kontroli kapitału zmniejsza niestabilność finansową poprzez regulowanie wzrostu akcji kredytowej i wydłużanie terminu zapadalności zadłużenia zagranicznego. Kluczowa kwestia dotyczy ustalenia, czy badania skupiają się na kontrolach kapitału dotyczących napływu czy odpływu kapitału oraz czy odnosi się to do kontroli kapitału strukturalnego czy cyklicznego. Jednym z wniosków płynących z badań nad tym zagadnieniem jest to, że kontrola przepływu kapitału ma silny wpływ na strukturę przepływów kapitału poprzez zmniejszenie krótkoterminowych i zwiększenie długoterminowych przepływów, bez znaczącego wpływu na całkowity wolumen zobowiązań kapitałowych. Na podstawie analizy przekrojowej badań Magud, Reinhart i Rogoff

(2018) stwierdzili, że kontrola przepływów kapitału jest zwykle bardziej skuteczna w porównaniu z kontrolą przepływów bieżących w zmianie struktury przepływów kapitałowych w kierunku długoterminowych spłat i poprawy niezależności polityki pieniężnej. Badania empiryczne zawarte w ich przeglądzie literatury wskazują, że wprowadzona kontrola odpływu kapitału w Malezji zmniejszyła odpływ kapitału i umożliwiła prowadzenie bardziej niezależnej polityki pieniężnej. Jednak przypadek Malezji wydaje się wyjątkiem w porównaniu z doświadczeniami innych krajów z wprowadzoną kontrolą odpływu kapitału, gdzie sukces był bardziej ograniczony. Autorzy pokazali także uzyskane niejednoznaczne wyniki pod względem skuteczności kontroli kapitału w ograniczaniu wolumenu przepływów kapitału. Z kolei inne badania, obejmujące wiele krajów, potwierdziły, że kontrola przepływu kapitału wpływa na strukturę przepływów, nie wywierając zauważalnego wpływu na wielkość przepływów (Reinhart, Smith, 2002). Obowiązująca restrykcyjność przepisów może być kluczową kwestią przy ustalaniu, czy wolumen przepływów kapitału jest zagrożony. Wprowadzony w 1998 roku wysoki podatek od kapitału wypływającego z Malezji jest powszechnie uważany za bardzo skuteczny w zmniejszaniu niestabilności finansowej (Kaplan, Rodrik, 2002). Badając skuteczność kontroli kapitału w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, A. Ariyoshi i współautorzy (2000) stwierdzili z kolei, że regulacje dotyczące odpływów były w tym okresie skuteczniejsze niż te dotyczące napływów kapitału.

Z kolei Ostry i inni (2011a; 2011b; 2012) badali, czy wprowadzone kontrole napływu kapitału zmniejszają wskaźniki niestabilności finansowej. Ogólnie rzecz biorąc, stwierdzili, że kontrole kapitału wiążą się z niższym udziałem kredytów walutowych w kredytach ogółem udzielonych przez banki krajowe oraz niższym udziałem zadłużenia portfelowego w całkowitych zobowiązaniach zagranicznych. Ponadto wyniki ich badań wskazują również, że krajowe polityki ostrożnościowe (np. wskaźniki pokazujące wartości kredytu do zabezpieczenia i sektorowe polityki kredytowe) oraz regulacje dewizowe (np. limity otwartych pozycji walutowych banków lub ekspozycje na niedopasowanie walutowe) uzupełniają kontrolę kapitału w ograniczaniu krajowych boomów kredytowych i ogólnie w słabym poziomie rozwoju finansowego poszczególnych krajów (Ostry i in., 2012).

2.7. Wpływ kontroli kapitału na wyniki makroekonomiczne

W literaturze przedmiotu przytoczonej w podrozdziale 2.5 pokazano, w jaki sposób kontrola kapitału wpływa na szeroki zakres wyników makroekonomicznych, wykraczając w wielu kierunkach poza literaturę teoretyczną. Dlatego w tym miejscu otrzymane wnioski poddano syntetycznej ocenie i podzielono je według następujących kryteriów:

- 1) długoterminowe efekty wzrostu gospodarczego;
- 2) krótkoterminowe efekty zmienności wzrostu i konsumpcji;
- 3) skutki realnego kursu walutowego;
- 4) wpływ na niezależność polityki pieniężnej.

2.7.1. Kontrola kapitału a długoterminowe efekty wzrostu gospodarczego

Badania empiryczne, które skupiają się na związku między długookresowym wzrostem gospodarczym a ograniczeniami w przepływach kapitału (lub szerzej otwartością finansową), na ogół rozpoczynają się od sprawdzenia hipotezy, że liberalizacja rachunków kapitałowych doprowadza do przepływów kapitału z gospodarek zasobnych w kapitał do gospodarek z niedoborem kapitału, ze względu na wyższe zwroty z kapitału w tych ostatnich. Jednak, jak pokazał Lucas (1990), rzeczywisty wolumen przepływów kapitału jest zgodny z przeciwnym kierunkiem przepływu kapitału i prawdziwe jest stwierdzenie, że kraje z niedoborem kapitału finansują deficyty bilansu płatniczego krajów zasobnych w kapitał. Niemniej jednak kluczowa teoretyczna teza pozostała taka, że napływ kapitału zagranicznego zapewnia niezbędne finansowanie gospodarek o ograniczonych oszczędnościach, a poprzez obniżenie kosztu kapitału pozwala na wyższy poziom inwestycji i długoterminowy wzrost.

Natomiast M.A. Kose i współautorzy (2009) doszli do wniosku, że wyniki analiz pochodzących z różnych krajów, dotyczące wpływu liberalizacji rachunków kapitałowych na długoterminowy wzrost gospodarczy, są niejednoznaczne. Ich analiza także nie wykazuje dowodów na występowanie pozytywnego związku między wzrostem gospodarczym a otwartością finansową. Zamiast tego argumentowali, że korzyści płynące z otwartości finansowej nie wynikają ze zwiększonego dostępu do finansowania zewnętrznego inwestycji krajowych, ale raczej z korzyści pośrednich (lub dodatkowych), takich jak rozwój sektora finansowego i nałożenie dyscypliny na prywatnych kredytobiorców. W innym artykule M.A. Kose, E.S. Prasad i A.D. Taylor (2011) wykazali, że te dodatkowe korzyści są realizowane dopiero po osiągnięciu pewnych progów rozwoju instytucjonalnego. Również Rodrik i Subramanian (2009) nie znaleźli dowodów na silny związek między długoterminowym wzrostem a otwartością finansową.

Z kolei P.B. Henry (2007) zaobserwował, że większość badań empirycznych nie zauważa pozytywnego wpływu liberalizacji rachunku kapitałowego na wzrost PKB, ponieważ poszukuje się trwałych skutków dla tego wzrostu. Stwierdził, że model wzrostu Solowa zakłada trwały spadek kosztu kapitału i wynikający z tego wzrost relacji inwestycji do PKB, który przesunąłby w zasadzie poziom produkcji, czyli miałby tylko tymczasowy wpływ na tempo wzrostu. Ponadto wskazał również na pewne słabości pomiaru wskaźników kontroli kapitału, które utrudniają badania empiryczne i weryfikację założeń teoretycznych. Jak stwierdzili G. Bekaert,

C.R. Harvey i C. Lundblad (2005), liberalizacja rynku akcji wpływa wprawdzie na wzrost gospodarczy, ale – jak argumentowali Rodrik i Subramanian (2009) – model wzrostu Solowa nie jest jedyną ramą teoretyczną, która opisuje motywy wzrostu PKB, a endogeniczne modele wzrostu przewidują długoterminowe skutki prowadzonej polityki handlowej, polityki skali i innych polityk strukturalnych. Jeśli chodzi o argument dotyczący dodatkowych korzyści, Rodrik i Subramanian (2009) orzekli, że nie jest to oczywiste, ponieważ otwartość finansowa może również osłabić dyscyplinę podmiotów krajowych i rozwój instytucjonalny. Jednym z przykładów tego ostatniego mechanizmu może być to, że łatwiejszy dostęp do zewnętrznego finansowania może pozwolić niektórym rządów na osłabienie dyscypliny budżetowej i funkcjonowanie przy miękkich ograniczeniach budżetowych przez dłuższe okresy, niż byłoby to możliwe w innym przypadku. Ponadto, biorąc pod uwagę to, że inne potencjalnie długoterminowe czynniki wpływające na wzrost gospodarczy (takie jak edukacja i niedowartościowane kursy walutowe) wykazują silną korelację z długoterminowym wzrostem, skutki otwartości finansowej nastrożają trudności w jednoznacznej ocenie zależności w dłuższym okresie. Zamiast tego Rodrik i Subramanian (2009) stwierdzili, że większość krajów rozwijających się nie ma ograniczeń w zakresie oszczędności – problem leży raczej po stronie inwestycji. Kapitał zagraniczny napływający podczas boomu i jego wpływ na realny kurs walutowy jest alokowany w dobra niehandlowe o niższej produktywności, a tym samym obniża się potencjał wzrostu gospodarczego. Co więcej, E. Prasad, R.G. Rajan i A. Subramanian (2007) oraz P.O. Gourinchas i O. Jeanne (2013) stwierdzili, że dynamicznie rozwijające się kraje w mniejszym stopniu polegają na zagranicznym kapitale w ujęciu czystej neoklasycznej teorii z doskonałymi rynkami.

2.7.2. Zmienność produkcji i konsumpcji a wzrost gospodarczy

Integracja finansowa gospodarki, mierzona stopniem otwartości rynków finansowych, stanowi istotną zmienną, która może oddziaływać na produkcję i konsumpcję tej gospodarki. Analiza związku i jego siły oddziaływania między integracją finansową a zmiennością produkcji i konsumpcji stanowi zatem przedmiot wielu badań. Sądzi się, że poprawa dostępu do finansowania zagranicznego ma niejednoznaczny wpływ na zmienność produkcji. Z jednej strony finansowanie zewnętrzne umożliwia gospodarkom dywersyfikację ich produkcji, czego wynikiem jest mniejsza liczba wstrząsów w poszczególnych sektorach. Z drugiej strony może prowadzić do większej specjalizacji i potęgować skutki ewentualnych szoków sektorowych. Dodatkowo wzrost zadłużenia zagranicznego może również prowadzić do większej ekspozycji na szoki związane ze światowymi stopami procentowymi, a tym samym do większej zmienności produkcji. W przeciwieństwie do zmienności produkcji większość modeli teoretycznych przewiduje, że otwartość finansowa może zmniejszyć zmienność konsumpcji, poprawiając jej wygładzenie w cyklu

koniunkturalnym. Niektóre badania empiryczne nie potwierdzają tej hipotezy. Jak stwierdzili M.A. Kose i M.E. Terrones (2005), zmienność konsumpcji wzrasta w stosunku do zmienności produkcji w rozwijających się gospodarkach, szczególnie w okresie integracji finansowej. W opracowaniu Kosego i współautorów (2009) podkreślono, że wynik ten jest sprzeczny z teoretycznymi korzyściami wynikającymi z otwartości finansowej, które umożliwiłyby krajom podział ryzyka związanego z dochodami i płynną konsumpcją. Po globalnym kryzysie finansowym w latach 2008–2009 badania empiryczne koncentrowały się bardziej na bezpośredniej analizie zależności przepływów kapitału i ich kontroli od krótkoterminowych wahań produkcji. Zauważono, że dzięki zastosowaniu bardziej zdezagregowanych miar kontroli przepływów kapitału i testowaniu ich skuteczności oddzielnie dla faz boomu i spadków można wyciągnąć interesujące wnioski. Wyniki badań pokazały, że krótkoterminowe wahania produkcji mogły ulec redukcji w integrujących się finansowo gospodarkach, jeśli kraje zwiększyłyby restrykcyjność kontroli przepływu kapitału przed kryzysem. Gospodarki, które zastosowały się do tych zaleceń, wykazywały większą odporność podczas kryzysu, a kraje, które stosowały kontrolę kapitału w czasie kryzysu, doświadczyły powolnego wzrostu po kryzysie (Ostry i in., 2011a; 2011b; 2012; Erten, Ocampo, 2017). Odkrycia te sugerują, że antycykliczne stosowanie kontroli kapitału wspiera redukcję cyklów wzrostów i spadków we wzroście realnej produkcji, które zwykle są zaostrzane przez zmienność przepływów kapitału.

2.7.3. Efekt realnego kursu walutowego i wzrost gospodarczy

W literaturze przedmiotu pojawił się nurt, który skupia się na analizie zależności badającej, czy kontrola kapitału wpływa na realny kurs walutowy oraz czy wprowadzona kontrola zmierza do niedowartościowania realnych kursów walutowych. Jak stwierdził Rodrik (2008), kraje o większej otwartości rachunków kapitałowych mają mniej niedowartościowane realne kursy walutowe lub nawet cierpią z powodu presji przewartościowania. W swoim opracowaniu Magud, Reinhart i Rogoff (2018) stwierdzili, że wprowadzone kontrole przepływu kapitału ogólnie ograniczają aprecjację realnego kursu walutowego. Z kolei Klein (2012) nie znalazł dowodów na znaczący wpływ kontroli kapitału na zmiany realnego kursu walutowego. Podobnie jak w przypadku innych wyników makroekonomicznych kluczowy problem endogeniczności pozostaje, gdy bada się związek między kontrolą kapitału a wahaniami realnego kursu walutowego. Może bowiem istnieć odwrotna zależność, ponieważ kraje o większej aprecjacji mogą przyciągać więcej przepływów kapitału, co może spowodować stosowanie bardziej restrykcyjnych kontroli kapitału. Wyniki regresji zmiennych instrumentalnych wskazują, że środki kontroli kapitału oraz regulacje związane z kursem walutowym skutkują ograniczeniem aprecjacji realnego kursu walutowego. Ostry i współautorzy (2012) oraz Erten i Ocampo (2017), wykorzystując zmienne binarne, zbadali także kraje mające zawarte dwustronne umowy inwestycyjne ze Stanami Zjednoczonymi

i te, które podpisały umowę o członkostwo w Unii Europejskiej – obie zabraniają stosowania kontroli kapitału czy wykorzystują inne środki kontrolne do ochrony swoich rynków. Wielu autorów traktuje skutki wprowadzanych regulacji dotyczących przepływów kapitału i kursów walutowych jako odrębne, ale w rzeczywistości są to dwa przejawy tego samego skutku. Erten i Ocampo (2017) wzięli to pod uwagę, tworząc ogólny wskaźnik presji walutowej generowanej przez przepływy kapitału, która może znaleźć odzwierciedlenie albo w akumulacji rezerw, albo w kursach walutowych z – jak to określili autorzy – mieszanką dwóch zmiennych, zależną od innych polityk makroekonomicznych. Stosując tę metodologię, stwierdzono, że regulacje zmniejszają presję walutową. Dotyczy to głównie krajów się rozwijających.

W podobny sposób Montecino (2018) badał dynamikę dostosowań realnego kursu walutowego przy różnej intensywności wprowadzanych ograniczeń przepływów kapitału. Wskazał on, że kontrola kapitału zwiększa trwałość niedopasowania realnego kursu walutowego. W szczególności stwierdził, że realny kurs walutowy zbliża się do swojego długookresowego poziomu przy znacznie niższych kursach w krajach, w których jest wdrożona kontrola kapitału. Ten związek przyczynowo-skutkowy nie zależy od reżimu kursowego i innych czynników zakłócających oraz jest tym silniejszy, im kurs walutowy jest bardziej niedowartościowany.

2.7.4. Kontrola kapitału i niezależność polityki pieniężnej

W tym miejscu dokonana zostanie analiza i ocena relacji pomiędzy kontrolą kapitału a wzrostem niezależności polityki pieniężnej. Trylemat Mundella-Fleminga dla otwartych gospodarek implikuje, że nie jest możliwe jednoczesne utrzymanie stałego kursu walutowego, otwartych rynków finansowych i niezależności polityki pieniężnej. Jeśli kraj jest otwarty na przepływy kapitału, to staje przed trudnym wyborem między utrzymaniem stabilnego kursu walutowego a niezależną polityką pieniężną. Na przykład podczas boomu władze polityki pieniężnej mogą podnosić stopy procentowe, aby ograniczyć nadmierne pożyczanie, ale tylko kosztem aprecjacji kursu walutowego, co może zwiększyć deficyt handlowy i doprowadzić do choroby holenderskiej⁷.

Stosowanie kontroli przepływów kapitału pozwala władzom na podnoszenie stóp procentowych bez silnego wpływu na kurs walutowy. Tak więc regulacja przepływów kapitału działa w tej sytuacji antycyklicznie, zapewniając swoisty klin dla wpływu przepływów kapitału na stopy procentowe i kursy walutowe, a tym samym zmniejszając kompromis między niezależnością polityki pieniężnej a stabilnością kursu walutowego.

7 Choroba holenderska gospodarki (*Dutch disease*) oznacza gospodarkę narażoną na gwałtowny napływ obcej waluty, spowodowany wzrostem cen surowców lub przepływami kapitału. W szczególności są na nią narażone kraje zasobne w surowce naturalne, które dokonują ich eksportu. Głównym efektem jest to, że krajowa waluta ulega silnej aprecjacji. Związany jest z tym pewien paradoks, mówiący, że – pomimo wzrostu dochodów wynikających z eksploatacji surowców – z powodów opisanych wyżej następuje regres gospodarczy.

Dowody empiryczne dotyczące wpływu kontroli kapitału na politykę pieniężną wskazują, że w większości krajów kontrola kapitału skutecznie zwiększa autonomię polityki pieniężnej. W szczególności wiele badań wskazuje, że kontrola kapitału pozwoliła na prowadzenie bardziej niezależnej polityki pieniężnej w latach dziewięćdziesiątych XX wieku i ponownie w pierwszym dziesięcioleciu XXI wieku w Chile (Baba, Kokenyne, 2011), Kolumbii (Ariyoshi i in., 2000; Baba, Kokenyne, 2011) oraz Tajlandii (Ariyoshi i in., 2000; Baba, Kokenyne, 2011) i Malezji (Ariyoshi i in., 2000) – w tej ostatniej jedynie w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Magud, Reinhart i Rogoff (2018) stwierdzili również, że kontrola kapitału zwiększa niezależność polityki pieniężnej, a szczególne tego skutki uwidoczniły się w Chile i Malezji.

2.8. Skutki uboczne kontroli kapitału

Istotne pytanie dotyczy tego, czy kontrola kapitału wdrożona w jednym kraju może skutkować przepływem kapitału do lub z innych krajów. Korinek (2017) stwierdził, że międzynarodowe efekty uboczne są nieuniknioną konsekwencją wprowadzonej polityki kontroli kapitału rachunków kapitałowych i występują przesłanki do koordynacji polityki międzynarodowej, jeśli kraje angażują się w strategiczne manipulacje rachunkami kapitałowymi albo brakuje im instrumentów politycznych do radzenia sobie z efektami zewnętrznymi lub gdy doświadczają konsekwencji niedoskonałości międzynarodowych rynków kapitałowych.

Chociaż niewiele jest badań empirycznych, które skupiają się na międzynarodowych efektach ubocznych wynikających z kontroli kapitału, to niektóre opracowania nie wskazują na znaczące efekty uboczne. Opierając się na próbie krajów Ameryki Łacińskiej, F.J. Lambert, J. Ramos-Tallada i C. Rebillard (2011) wykorzystali dane o wysokiej częstotliwości, dotyczące obligacji i długu, aby przeanalizować efekty uboczne stosowania kontroli kapitału przez jeden kraj na kraje sąsiednie. Z ich badań wynika, że wzrost brazylijskiego podatku od napływu obligacji portfelowych w okresie pokryzysowym doprowadził do wzrostu napływu kapitału portfelowego inwestowanego w innych krajach Ameryki Łacińskiej. Chociaż autorzy wskazali, że skutki są tymczasowe i po nich następuje odwrócenie przepływów, to wiadomo, że początkowy wpływ był znaczący. W szczególności stwierdzili, że wzrost podatku od napływu kapitału w Brazylii odpowiadał za cały wzrost napływu obligacji do Meksyku we wrześniu i październiku 2010 roku.

Forbes i współautorzy (2016) zidentyfikowali również skutki uboczne brazylijskich podatków od napływu kapitału w latach 2006–2013. Jak omówiono w punkcie 1.1.3, autorzy badania pokazali, że dla inwestorów międzynarodowych wiele skutków było prawdopodobnie wynikiem zmian ich oczekiwań co do przyszłej

polityki niż bezpośrednim kosztem wprowadzonych w Brazylii podatków. Okazało się bowiem, że inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje alokacje kapitału do krajów, co do których spodziewali się, że w przyszłości będą bardziej skłonne do nałożenia kontroli kapitału. Udowodniono także, że kontrola kapitału odwraca jego przepływ do innych krajów, ale o podobnych cechach gospodarczych.

Nowatorskie dane o wysokiej częstotliwości, dotyczące kontroli kapitału dla szesnastu rozwijających się gospodarek w latach 2001–2012, wykorzystali do swoich analiz G.K. Pasricha i współautorzy (2018). Stwierdzili oni w konkluzjach, że zaostrożenie ograniczeń napływu kapitału do gospodarek spowodowało znaczne skutki uboczne, szczególnie po 2008 roku, kiedy występowała wysoka globalna płynność. Autorzy dodali również, że krajowi decydenci reagują na zmiany w kontroli kapitału w krajach dotkniętych tymi efektami ubocznymi. W szczególności pokazali, że kraje BRICS (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny, Republika Południowej Afryki) reagują na wprowadzaną przez inne kraje kontrolę kapitału poprzez zmianę własnej polityki kontroli kapitału.

2.9. Reakcje polityki makroekonomicznej na kontrolę kapitału w Brazylii, Republice Południowej Afryki i Turcji

Brazylia, Republika Południowej Afryki i Turcja na początku XXI wieku znalazły się w różnych cyklach koniunktury gospodarczej. Gospodarka brazylijska odnotowała w 2010 roku wzrost o 7,5%, co było najwyższym wskaźnikiem od dwóch dekad, a luka produktowa zamknęła się na początku 2010 roku. Turcja również szybko wyszła z kryzysu, chociaż jej cykliczna pozycja była mniej zaawansowana niż Brazylii. Szacuje się, że luka produktowa w Turcji zamknęła się pod koniec 2010 roku, chociaż presja inflacyjna wydaje się obecnie ograniczona. W Turcji, podobnie jak w Brazylii, wzrost akcji kredytowej pozostawał dynamiczny, a badania akcji kredytowej w drugiej dekadzie wskazywały na utrzymujący się wysoki popyt na kredyty. Republika Południowej Afryki doświadczyła dużego wzrostu bezrobocia w czasie kryzysu, a jej duża luka produktowa utrzymała się do 2012 roku.

W tych trzech krajach reakcja polityki fiskalnej na napływ kapitału była ograniczona. Od 2010 roku Republika Południowej Afryki stopniowo wycofywała się z bodźca fiskalnego. Z kolei polityka fiskalna zarówno w Brazylii, jak i w Turcji w 2010 roku była ekspansywna i uwzględniała zmiany cykliczne. Saldo fiskalne w Turcji poprawiło się, ale warunki fiskalne były tam luźne, a większość wysokich i nieoczekiwanych dochodów uzyskanych dzięki sprzyjającym warunkom makroekonomicznym (dodatkowe 2% PKB) została wydana.

Wobec braku reakcji fiskalnej polityka pieniężna ponosiła podwójny ciężar reagowania na napływ kapitału i zmiany cykliczne. W obliczu perspektyw na skromne ożywienie Republika Południowej Afryki była w stanie utrzymać stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, zmniejszając zachęty do przeprowadzania transakcji typu *carry trade*. Rozważano również projekt „Nowego paktu wzrostu”, którego celem byłoby osiągnięcie bardziej zdeprecjonowanego realnego kursu walutowego poprzez połączenie luźniejszej polityki pieniężnej i zaostrzonej polityki fiskalnej. Z kolei zarówno Brazylia, jak i Turcja starały się zaostrzyć warunki monetarne, aby rozwiązać potencjalne obawy związane ze zbyt gwałtownym wzrostem akcji kredytowej, produkcji i popytu w gospodarkach. Oba kraje, w celu ograniczenia wzrostu akcji kredytowej, wprowadziły środki ostrożności, do których można zaliczyć: wyższe wymogi dotyczące rezerw walutowych, wyższe wymogi kapitałowe dla poszczególnych kredytów, limity wartości kredytu do wartości zabezpieczenia dla poszczególnych kredytów hipotecznych. Podczas gdy Brazylia podniosła stopy procentowe łącznie o 250 punktów bazowych od czasu wybuchu kryzysu w 2008 roku, Turcja obniżyła stopy procentowe do rekordowo niskiego poziomu, aby ograniczyć napływ kapitału. Obniżyła również stopę oprocentowania kredytu jednodniowego, aby poszerzyć korytarz stóp procentowych o stopę polityki repo oraz wygenerować większą zmienność krótkoterminowych stóp rynkowych. Od początku listopada 2010 roku, kiedy to po raz pierwszy rozszerzono korytarz stóp procentowych, waluta Turcji zyskała na wartości mniej niż waluta wielu innych rozwijających się rynków. Podczas tego epizodu napływu kapitału lira turecka zyskała mniejszą wartość w Turcji w porównaniu z poprzednimi epizodami. Uważa się, że tym razem skromna aprecjacja mogła wynikać również z innych czynników.

Brazylia, Republika Południowej Afryki i Turcja w różnym stopniu zastosowały także środki wykraczające poza politykę makroekonomiczną, podobnie jak omówione powyżej przypadki krajów azjatyckich. Objęły one *capital flows management* i inne środki mające na celu zwiększenie zdolności gospodarki do absorpcji napływu kapitału lub wzmocnienie zdolności sektora finansowego do radzenia sobie z zagrożeniami utraty stabilności finansowej. Rozróżnienie między środkami mającymi na celu wpływanie na napływ kapitału (CFM) a innymi środkami może być trudne, chociaż w praktyce instrumenty CFM często mają charakter tymczasowy i są wdrażane w trakcie gwałtownego napływu kapitału. Inne środki nienależące do CFM lub bardziej rygorystyczne środki ostrożnościowe, takie jak wymogi adekwatności kapitałowej, maksymalne wskaźniki wartości kredytu do wartości zabezpieczenia, limity otwartych pozycji walutowych netto oraz limity kredytów hipotecznych w walutach obcych, mają zwykle bardziej stały charakter.

Zarządzanie przepływami kapitału CFM oraz zastosowane pozostałe środki kontroli przepływów kapitału w Brazylii, Republice Południowej Afryki oraz Turcji w wyniku wybuchu globalnego kryzysu finansowego zawiera poniższa charakterystyka.

2.9.1. Brazylia

W październiku 2009 roku wprowadzono dwuprocentowy podatek od kapitału portfelowego i napływów kapitału dłużnego (Imposto sobre Operações Financeiras – IOF)⁸.

W październiku 2010 roku:

- 1) stawka podatkowa IOF wzrosła do 4% dla inwestycji o stałym dochodzie i funduszy akcyjnych (IOF dla poszczególnych akcji pozostawiono na poziomie 2%);
- 2) stawka podatkowa IOF wzrosła do 6% dla inwestycji o stałym dochodzie, natomiast dla transakcji na instrumentach pochodnych dodatkowo wprowadzono wymóg złożenia depozytu zabezpieczającego;
- 3) usunięto niektóre luki w IOF w zakresie wymogów dotyczących depozytu zabezpieczającego.

W grudniu 2010 roku:

- 1) podwyższono wymogi kapitałowe banków dla większości operacji związanych z kredytami konsumenckimi o terminie zapadalności powyżej 24 miesięcy, które dotyczyły głównie kredytów samochodowych;
- 2) podniesiono nieoprocentowaną rezerwę obowiązkową dla depozytów terminowych z 15 do 20%; podwyższono także dodatkową (oprocentowaną) rezerwę obowiązkową dla banków na lokaty na żądanie i lokaty terminowe – z 8 do 12%.

W styczniu 2011 roku nałożono rezerwy obowiązkowe na krótkie pozycje dolarowe (USD) banków na rynku kasowym, z terminem realizacji w ciągu 90 dni.

W marcu 2011 roku nałożono dwuprocentowy podatek od krajowych kredytów korporacyjnych offshore lub emisji długu o terminie zapadalności krótszym niż rok.

2.9.2. Republika Południowej Afryki

W październiku 2009 roku władze podniosły limit dożywotnich inwestycji osób fizycznych na morzu z 2 mln R (rand) rocznie do 4 mln R oraz jednorazowy zasiłek uznaniowy z 500 000 R do 750 000 R.

8 Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) to podatek nakładany na niektóre operacje finansowe, takie jak pożyczki, operacje walutowe, ubezpieczenia i papiery wartościowe, a także operacje ze złotem (jako aktywem finansowym) i instrumentami walutowymi. Jest on również stosowany w transakcjach walutowych, takich jak otrzymanie zagranicznej gotówki na planowane wakacje lub dokonanie przelewu z konta bankowego prowadzonego w innej walucie niż brazylijska, a także nawet wysyłanie pieniędzy z konta bankowego w Brazylii na konto bankowe w innym kraju i w innej walucie. Dotyczy to również niektórych rzeczy, takich jak karty kredytowe, ale nie dotyczy innych form kredytu, takich jak karty sklepowe lub zakupy opłacane w nieoprocentowanych ratach.

W marcu 2010 roku zezwolono bankom na inwestowanie za granicą do 25% w zobowiązania nieudziałowe.

W październiku 2010 roku władze:

- 1) zniosły dziesięcioprocentowy podatek od kapitału, który mieszkańcy RPA mogli przenieść po emigracji;
- 2) podniosły limit inwestycji osób fizycznych za granicą z 4 mln R w ciągu całego życia do 4 mln R rocznie;
- 3) podniosły pojedynczy uznaniowy dodatek z 750 000 R do 1 miliona R.

W grudniu 2010 roku limity ilościowe dotyczące kapitału, który inwestorzy instytucjonalni będący rezydentami mogli inwestować za granicą, zostały podniesione o 5 punktów procentowych i wyniosły od 25 do 35%, w zależności od rodzaju inwestora instytucjonalnego.

W styczniu 2011 roku władze zezwoliły kwalifikującym się spółkom międzynarodowym z siedzibą w kraju na pozyskiwanie i lokowanie kapitału za granicą bez zgody dewizowej.

2.9.3. Turcja

W grudniu 2010 roku:

- 1) aby przedłużyć terminy zapadalności niektórych instrumentów finansowych, obniżono stawkę podatku w kraju pochodzenia od obligacji emitowanych za granicą przez firmy tureckie do 7% (zapadalność 1–3 lata), 3% (zapadalność 3–5 lat) i 0% (zapadalność powyżej 5 lat);
- 2) stopa wymaganej rezerwy obowiązkowej w lirach (*Ratio of Required Reserve lira* – RRR) była zróżnicowana w zależności od terminu zapadalności, od 5% dla depozytów o terminie zapadalności co najmniej rok, do 8% dla depozytów o terminie zapadalności do miesiąca; RRR FX utrzymane zostało na poziomie sprzed kryzysu i wynosiło 11%; zniesiono oprocentowanie rezerwy obowiązkowej;
- 3) Agencja Regulacji i Nadzoru Bankowego (Banking Regulation and Supervision Agency – BRSA) wprowadziła limity na wskaźniki *loan to value* – LTV (wcześniej zarezerwowane dla sekurytyzowanych kredytów hipotecznych) dla wszystkich kredytów hipotecznych, na poziomie 75% dla kredytów mieszkaniowych i 50% dla kredytów komercyjnych;
- 4) opłata Funduszu Wsparcia Wykorzystania Zasobów (Resource Utilization Support Fund – RUSF) od odsetek od kredytów konsumpcyjnych została podniesiona z 10 do 15%.

W styczniu 2011 roku wskaźnik wymaganej rezerwy obowiązkowej wzrastał i różnił się wysokością w różnych okresach zapadalności – od 9% dla depozytów o terminie zapadalności do trzech miesięcy i zobowiązań niedepozytowych, do 12% dla depozytów na żądanie. Poziom wskaźnika dla rezerw od długoterminowych depozytów w lirach tureckich i innych walutach pozostawiono bez zmian.

2.10. Ocena efektywności zastosowanych środków kontroli kapitału w Brazylii, Republice Południowej Afryki i Turcji

Na podstawie powyższych danych można stwierdzić, że Republika Południowej Afryki w najmniejszym stopniu korzystała z CFM, po części dlatego, że miała najmniejsze obawy o załamanie koniunktury własnej gospodarki oraz ze względu na obowiązujące elastyczne kursy walutowe. W tym przypadku napływ kapitału nie doprowadził do szybkiego wzrostu akcji kredytowej i inflacji czy zmniejszenia luki popytowej, a także nie było innych oznak osłabienia makroekonomicznego. Mimo to władze RPA obawiały się skutków gwałtownej aprecjacji kursu walutowego dla gospodarki realnej. Podstawowym działaniem politycznym, wykraczającym poza stosowanie polityki makroekonomicznej, była liberalizacja limitów odpływu kapitału. Nie jest jednak do końca jasne, czy wcześniej ustalone pułapy odpływów były wiążące. W związku z tym trudno ocenić skuteczność działań liberalizacyjnych.

Turcja unikała środków kontroli przepływów kapitału, ale w znacznym stopniu korzystała z innych środków ostrożnościowych. W 2010 roku napływ kapitału odbywał się głównie w formie kredytów udzielanych przez banki zagraniczne bankom tureckim (krótkoterminowe pożyczki i depozyty), repatriacji aktywów tureckich banków oraz zakupów rządowych papierów dłużnych przez nierezydentów. Do napływów kapitału przyczyniły się także wprowadzone zmiany zasad udzielania kredytów walutowych. Ogólnie rzecz biorąc, władze Turcji postrzegały kontrolę przepływów kapitału jako niewłaściwą w przypadku tymczasowego wzrostu napływu, ponieważ taka kontrola jest sprzeczna z ich zobowiązaniem do swobodnego przepływu kapitału i płynnego kursu walutowego, a także dlatego, że mogłaby podnieść długoterminowy koszt finansowania zagranicznego, potrzebnego do uzupełnienia niskiej krajowej stopy oszczędności i sfinansowania deficytu obrotów bieżących.

Reakcje władz polegały zatem na zastosowaniu wielu środków mających na celu bezpośredni wpływ na utrzymanie krajowej płynności i miały tendencję do unikania środków dyskryminujących ze względu na miejsce zamieszkania lub walutę. Turcja, aby ograniczyć wzrost akcji kredytowej, podniosła podatek od oprocentowania kredytów konsumpcyjnych oraz wprowadziła limity dla wskaźnika LTV, tj. relacji udzielonych pożyczek do wartości aktywów, dla kredytów mieszkaniowych i niektórych innych kredytów na nieruchomości. Władze banku centralnego Turcji zniosły również oprocentowanie rezerw obowiązkowych i podniosły wskaźniki rezerw obowiązkowych w różnych okresach zapadalności, aby wesprzeć i uzupełnić inne wdrożone środki ograniczające wzrost akcji kredytowej. W konsekwencji tych działań można stwierdzić, że strategia banku centralnego Turcji i rządu skutecznie zniechęcała do bardzo krótkoterminowych napływów kapitału.

W Brazylii, gdzie waluta umocniła się najbardziej spośród tych trzech krajów od czasu kryzysu, władze najszerzej zastosowały środki mające na celu powstrzymanie napływu kapitału. Spośród trzech krajów nieazjatyckich omówionych w tej części Brazylia prawdopodobnie doświadczyła największego oddziaływania przepływów kapitałowych. Napływy były szeroko zakrojone – zarówno na rynkach instrumentów o stałym dochodzie, jak i dla kapitału akcyjnego. Od wybuchu kryzysu nominalny kurs walutowy wzrósł w Brazylii bardziej niż w Republice Południowej Afryki i Turcji. Luka produktowa zamknęła się na początku 2010 roku, a wartość udzielonych kredytów szybko wzrastała, w dużej mierze za sprawą banków państwowych. W obliczu tych szeroko zakrojonych przepływów kapitału i wyraźnych skutków dla gospodarki krajowej władze zareagowały szeroką gamą środków wykraczających poza reakcje makroekonomiczne.

W październiku 2009 roku Brazylia przywróciła IOF, aby zniechęcić do zawierania transakcji *carry trade*. Podatek ten, który został pierwotnie ustanowiony w 1993 roku i od tego czasu był stosowany sporadycznie, został przywrócony w szerszym zakresie i z wyższą stawką (2%) od napływów kapitału i dłużnych portfeli nierezydentów.

Natychmiast po przywróceniu IOF aprecjacja kursu walutowego się osłabiła, ale wkrótce wzrosła. Następnie – w październiku 2010 roku – stawka IOF od napływu długu portfelowego nierezydentów podniesiona została do 6%, a podatek od opłat zabezpieczających, wymaganych od instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu na BM&F Bovespa, w tym kontraktów terminowych na waluty, do 6% (z 0,38%). W marcu 2011 roku dwuprocentowy podatek został nałożony na emisję długu poza Brazylią oraz pożyczki zaciągane przez przedsiębiorstwa o terminie zapadalności krótszym niż rok.

Wprowadzony podatek od napływu kapitału (IOF) miał pewien wpływ na rozwój rynku instrumentów dłużnych w walucie krajowej, ponieważ cała krzywa nominalnej rentowności przesunęła się w górę po wzroście stawki do 6% w październiku 2010 roku. Ponadto, mimo że IOF stosunkowo mniej obciążał inwestycje długoterminowe, korekta była bardziej wyraźna na końcu długiej krzywej rentowności, gdzie inwestorzy niebędący rezydentami są bardziej aktywni. Uczestnicy rynku wyrazili wtedy obawy, że IOF może zmniejszyć płynność na dłuższym końcu krzywej dochodowości oraz na rynku swapów stóp procentowych.

Podatek od napływu kapitału mógł zachęcać do przepływów na rynek kontraktów terminowych, oddziałując w ten sposób bardziej na strukturę napływającego kapitału niż na wolumen. Ponieważ podatek od transakcji zawieranych na instrumentach pochodnych miał zastosowanie tylko do rzeczywistych płatności zabezpieczających, a nie do kwot nominalnych, to pozycje walutowe zajmowane na krajowych rynkach kontraktów terminowych były traktowane korzystniej pod względem podatkowym w porównaniu z pozycjami na bazowych rynkach kasy. W rezultacie nastąpił dynamiczny wzrost długiej pozycji realnej dla inwestorów niebędących rezydentami na rynku kontraktów terminowych w 2010 roku.

Towarzyszyła temu rosnąca krótka pozycja gotówkowa w walutach obcych dla banków krajowych będących kontrahentami, które zabezpieczały swoje krótkie realne pozycje terminowe za pomocą pożyczek walutowych (International Monetary Fund, 2011a).

W konsekwencji władze Brazylii uzupełniły IOF o środki makroostrożnościowe. Środki te obejmowały sześćdziesięcioprocentową nieoprocentowaną rezerwę obowiązkową na krótkie pozycje walutowe banków na rynku kasowym, które przekraczają 3 mld USD lub kapitał Tier I (z okresem wprowadzania wynoszącym 90 dni). Oczekiwano bowiem, że nowy środek zmniejszy zwrot na kapitale banków krajowych i zapewni przestrzeń dla nierezydentów inwestujących na rynku kontraktów terminowych. Wpływając na koszt kapitału, oczekiwano, że środek ten będzie stanowił ważny kanał transakcji typu *carry trade*, który pozostawiono niezmieniony – w zgodzie z pierwotnym projektem IOF, jednocześnie zmniejszając potencjalne podatności na zagrożenia w sektorze bankowym. Brazylia, podobnie jak Turcja, również wdrożyła środki mające na celu powstrzymanie wzrostu akcji kredytowej. Obejmowały one podniesienie wymogów kapitałowych dla niektórych operacji związanych z kredytami konsumenckimi oraz nieoprocentowanych poziomów rezerw obowiązkowych dla depozytów w lokalnej walucie. Ogólnie rzecz biorąc, doświadczenia Brazylii z *capital flows management* pokazują, że nawet przy tak szeroko zakrojonych środkach jak podatek od napływu kapitału IOF całkowite powstrzymanie napływu okazało się trudne do osiągnięcia.

Powyższa analiza podkreśla niektóre z kluczowych faktów dotyczących niedawnego napływu kapitału do rozwijających się gospodarek. Podczas gdy ogólny poziom napływu kapitału w tej fali był porównywalny z poprzednimi epizodami, to tempo wzrostu napływu tym razem było bardzo silne. Faktem jest, że kraje o różnych fundamentach gospodarczych i pozycjach cyklicznych przyciągały duże ilości kapitału, co może sugerować, że znaczenie globalnej płynności jako czynnika napędzającego te napływy jest ogromne.

Średnio dla krajów rozwijających się analizowane przepływy, mierzone jako odsetek PKB, nie były tak wysokie jak w poprzednich epizodach. Przykładowo: Hongkong i Korea Południowa odnotowały także wzrost napływu kapitału od czasu wybuchu światowego kryzysu. Tym razem struktura napływów była inna. Oprócz Chin oraz centrów bankowych w Azji (Hongkong i Singapur), gdzie inwestycje portfelowe są ograniczone, napływ kapitału portfelowego, który występuje głównie poza systemem bankowym, stanowi znacznie większy udział w zagregowanych przepływach, a duża ich część jest inwestowana w dłużne papiery wartościowe sektora publicznego i prywatnego. Przepływy bankowe mocno ucierpiały w wyniku kryzysu i powolnego ożywienia sytuacji banków wraz z perspektywą zaostrzenia regulacji i wyższych wymogów kapitałowych.

Przepływy kapitału portfelowego na rynki instrumentów o stałym dochodzie ściśle podążały za spadkiem rentowności obligacji krajów rozwiniętych, a pomagały im w tym bardzo niskie koszty pożyczania kapitału w głównych walutach.

Wyniki badań przedstawione w tej części sugerują, że napływ kapitału od nie-rezydentów doprowadził do znacznego spadku rentowności obligacji krajowych w niektórych rozwijających się gospodarkach. Co jednak ważne, jak pokazały przeprowadzone analizy, polityka pieniężna może nadal skutecznie oddziaływać na stopy procentowe.

Stosowanie konwencjonalnej polityki makroekonomicznej przez kraje rozwijające się było bardzo zróżnicowane zarówno w Azji, jak i poza nią. Ta rozbieżność znalazła odbicie nie tylko w różnicach dotyczących podstaw makroekonomicznych między krajami, ale także w ograniczeniach tej polityki w niektórych krajach. Ograniczenia te czasami odzwierciedlały kwestie ekonomii politycznej, takie jak powszechny sprzeciw wobec aprecjacji nominalnej, obawy instytucjonalne, takie jak koszt sterylizacji czy też ryzyko budowlane na określonych rynkach aktywów. Chociaż istnieją znaczące różnice między sposobami, w jakie azjatyckie gospodarki reagowały na wyzwania związane z zarządzaniem napływami kapitału, to niektóre z omówionych powyżej środków miały charakter ostrożnościowy i ich celem nie było kontrolowanie wielkości napływów kapitału portfelowego. Miały one raczej na celu ograniczenie zarówno ryzyka utraty stabilności finansowej, jak i zmienności przepływów kapitału. Jak sugerują dowody, środki te skutecznie zmieniały strukturę napływów kapitału i ograniczały wzrost akcji kredytowej, a także inflację cen aktywów. Wydaje się, że ogólny wolumen napływu kapitału nie uległ zmianie. W zakresie, w jakim dokonano odpowiednich dostosowań makroekonomicznych, środki te mogą raczej uzupełniać niż zastępować makroekonomiczne reakcje polityczne.

2.11. Działania makroostrożnościowe w wybranych gospodarkach azjatyckich

Środki makroostrożnościowe zastosowane w wyniku wybuchu kryzysu w 2008 roku ukierunkowane były na pięć ogólnych celów:

- 1) złagodzenie przepisów dla operacji przeprowadzanych przez bank centralny, które dotyczyły głównie napływów instrumentów krótkoterminowych;
- 2) ograniczenie napływu kapitału na lokalne rynki obligacji;
- 3) ograniczenie ryzyka systemowego mającego wpływ zarówno na system bankowy, jak i gospodarkę realną;
- 4) ograniczenie podatności na zagrożenia wynikające z zaciąganych za granicą pożyczek przez sektor prywatny;
- 5) ograniczenie działalności spekulacyjnej uczestników na rynkach walutowych, która była postrzegana jako przyczyniająca się do wysokiej zmienności kursów walutowych.

Środki zarządzania przepływami kapitału wdrożone lub ogłoszone od 2009 roku w gospodarkach azjatyckich podsumowano w tabeli 2.1. Forma i zakres tych niekonwencjonalnych środków w Azji były bardzo zróżnicowane, odzwierciedlając trzy najważniejsze kwestie. Dotyczyły one:

- 1) możliwości ograniczonych dostosowań polityki makroekonomicznej poszczególnych gospodarek;
- 2) specyficznych cech sektora finansowego, którego rozwój zależał od wielkości i struktury napływów kapitału;
- 3) obaw dotyczących zmienności przepływów kapitału.

Tabela 2.1. Środki zarządzania przepływami kapitału w wybranych krajach Azji

Narzędzie polityki	Kraje – przykłady	Motywacja/cel
1	2	3
Limity bezpośredniej i pośredniej ekspozycji walutowej	Korea Południowa (czerwiec 2010 r.): ograniczenie terminowych pozycji walutowych banków w stosunku do ich kapitału własnego; obniżenie limitu zabezpieczenia walutowego korporacji ze 125 do 100% wpływów z eksportu.	Poprzez ograniczenie pozycji w instrumentach pochodnych środek ma na celu ograniczenie zewnętrznych pożyczek udzielanych przez sektor prywatny, w szczególności sektor bankowy. Ekspozycja ta była również związana z transakcjami typu <i>carry trade</i> na lądzie, w tym poprzez „nadmierne zabezpieczenie” należności dolarowych przez koreańskich eksporterów.
Zwiększenie ograniczeń dotyczących pożyczek zewnętrznych	Indie (grudzień 2009 r.): przywrócono pułap oprocentowania zewnętrznych pożyczek komercyjnych, który został wyeliminowany podczas kryzysu.	Ograniczenie dostępu korporacji do kredytów zagranicznych zaciąganych na najlepszych warunkach w celu uniknięcia wysokich kosztów towarzyszących pożyczkom.
Minimalny okres utrzymywania bonów banku centralnego	Indonezja (czerwiec 2010 r.): ustanowienie miesięcznego okresu utrzymywania bonów banku centralnego SBI (State Bank of Indonesia) zarówno przez inwestorów krajowych, jak i zagranicznych.	Ograniczenie zmienności przepływów. Bony banku centralnego SBI podlegały gwałtownym zmianom pozycji w stosunku do globalnego „apetytu na ryzyko”, ponieważ były wykorzystywane jako narzędzie do przenoszenia transakcji. Okres utrzymywania ogranicza zmienność przepływów przy wyjściu z pozycji.

1	2	3
Ograniczony dostęp zagranicy do instrumentów banku centralnego	Indonezja (od czerwca 2010 r.): wycofanie jedno- i trzymiesięcznych bonów SBI na rzecz dziewięcio- i dwunastomiesięcznych SBI oraz zwiększenie podaży depozytów terminowych do sześciu miesięcy, które są dostępne tylko dla banków działających w Indonezji.	Zmniejszenie zmienności napływów i rozwanie obaw dotyczących tego, że sterylizacja banku centralnego powoduje nadal napływ kapitału. Krótkoterminowe SBI, w dużej mierze wykorzystywane do sterylizacji interwencji walutowych, były ulubionym narzędziem transakcji typu <i>carry trade</i> .
Inne ograniczenia w dostępie zagranicznym	Tajwańska prowincja Chin (listopad 2009 r.): Komisja Nadzoru Finansowego FSC (Financial Supervisory Commission) zabroniła inwestorom zagranicznym dostępu do rachunków lokat terminowych. Tajwańska Prowincja Chin (listopad 2010 r.): FSC rozszerzyła istniejące inwestycje nierezydentów w krajowe papiery wartościowe do 30%, obejmując rządowe papiery wartościowe o terminie zapadalności powyżej roku.	Stłumienie spekulacyjnych przepływów kapitału. Depozyty terminowe są jednym ze sposobów przeprowadzania transakcji typu <i>carry trade</i> vs. spekulacji walutowych. Ograniczony dostęp nierezydentów do obligacji rządowych.
Środki zachęcające mieszkańców do inwestycji zagranicznych	Malezja (październik 2010 r.): ogłoszono, że limit inwestycji zagranicznych w Employee Provident Fund zostanie podniesiony z 7 do 20%. Filipiny (listopad 2010 r.): podwyższone pułapy dotyczące zakupu przez rezydentów aktywów walutowych i zagranicznych od autoryzowanych agentów banków. Dozwolona przedterminowa spłata kredytów walutowych sektora prywatnego. Tajlandia (luty – wrzesień 2010 r.): podwyższenie pułapów bezpośrednich inwestycji zagranicznych rezydentów, udzielania pożyczek za granicą i posiadanych walut obcych.	Wzrost wielkości odpływów kapitału.

Tabela 2.1 (cd.)

1	2	3
Rezerwa obowiązkowa na rachunkach walutowych i rachunkach nierezydentów	Tajwańska Prowincja Chin (styczeń 2011 r.): podwyższono wymaganą rezerwę na rachunkach w walucie lokalnej posiadanych przez nierezydentów do 90% w przypadku sald przekraczających saldo zadłużenia na 30 grudnia 2010 r. Salda poniżej poziomu z końca 2010 r. podlegają 25-procentowej rezerwie obowiązkowej. Rezerwy obowiązkowe na takich kontach nie są już oprocentowane. Indonezja (marzec 2011 r.): podwyższona rezerwa obowiązkowa na rachunkach walutowych z 1 do 5%. Dalszy planowany wzrost do 8% (czerwiec 2011 r.).	Skuteczne uniemożliwienie bankom oferowania nierezydentom rachunków oprocentowanych. Ograniczenie podatności banków na zmienność napływów oraz ograniczenie zachęt dla banków do pośrednich wpływów krótkoterminowych.
Podatek u źródła od zagranicznych udziałów w obligacjach skarbowych	Tajlandia (październik 2010 r.): ponownie nałożono piętnastoprocentowy podatek u źródła (wycofany w 2005 r.) na obligacje państwowe inwestorów zagranicznych. Korea Południowa (styczeń 2011 r.): ponownie wprowadzono czternastoprocentowy podatek u źródła od zagranicznych inwestycji w obligacje rządowe i papiery wartościowe banków centralnych. W obu przypadkach wpływ został ograniczony ze względu na szeroki zakres umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.	Spowolnienie napływu kapitału na rynki obligacji rządowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Pradhan i in., 2011.

Rozdział 3

Pogląd instytucjonalny MFW 2012 Motywy przyjęcia i wdrożenie

Kryzys wschodnioazjatycki był punktem zwrotnym w debacie na temat liberalizacji rachunków kapitałowych i zarządzania nimi. Od początku XXI wieku zespół badawczy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, kierowany przez głównego ekonomistę K. Rogoffa, argumentował, że dowody na korzyści większej liberalizacji rachunków kapitałowych dla wzrostu gospodarczego i stabilności są w najlepszym razie słabe (Kose i in., 2009).

Pierwsze poważne badania przeprowadzone przez MFW na temat kontroli kapitału, opublikowane jeszcze w czasie trwania kryzysu w Azji Wschodniej, wykazały, że kontrole napływów i odpływów kapitału były aktywnie wykorzystywane przez kraje rozwijające się i w wielu przypadkach skutecznie ograniczały ryzyko związane z liberalizacją przepływów kapitału (Ariyoshi i in., 2000). Najważniejszy i wielostronny wysiłek mający na celu ponowne przemyślenie roli tych regulacji został podjęty przez MFW w latach 2011 i 2012, co doprowadziło do powstania dokumentu, który nazwano „Poglądem instytucjonalnym MFW dotyczącym liberalizacji rachunków kapitałowych i zarządzania nimi”¹ (*Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows*) (International Monetary Fund, 2012a). W uzasadnieniu do niego wyraźnie podkreślono, że jeżeli relatywnie duże napływy i odpływy kapitału mogą oddziaływać destrukcyjnie na systemy finansowe i gospodarcze, to moderowanie tempa przepływów jest korzystne dla dobrobytu ogółu społeczeństwa. Ta opinia wpłynęła na ostateczne stanowisko MFW, że istnieje uzasadnienie dla uzupełnienia zakresu konwencjonalnych środków, takich jak: polityka pieniężna i fiskalna, korekta kursu walutowego, zmiany rezerw walutowych oraz nadzór finansowy czy przepływy kapitału i zarządzanie nimi (*capital flows management*). W IV 2012 rozróżniono strukturalną liberalizację transakcji na rachunkach kapitałowych oraz antycykliczne stosowanie miar przepływów kapitału.

1 Dalej: pogląd instytucjonalny, IV 2012.

W dokumencie przewidziano czasowe i aktywne wykorzystanie środków zarządzania przepływami kapitału (CFM), które wymaga częstych bieżących zmian na podstawie tempa napływów i odpływów kapitału. Ponadto ważne jest, aby środki były wdrażane w przejrzysty sposób, bez dyskryminacji między przepływami kapitału dotyczącymi rezydentów i nierezydentów oraz aby były stosowane jako środek krótkoterminowy, który można łatwo ograniczyć, gdy presja przepływów kapitału osłabnie (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2017).

3.1. Uwarunkowania wprowadzenia i stosowania zasad poglądu instytucjonalnego

Międzynarodowy Fundusz Walutowy uznał, że pomimo iż przepływy kapitału przynoszą korzyści, to ze swej natury niosą także ryzyko i dlatego w pewnych okolicznościach powinny być regulowane w celu złagodzenia zarówno gwałtownych wzrostów finansowania zewnętrznego, jak i jego nagłych zatrzymań. W szerszym ujęciu stwierdzono, iż „nie ma domniemania, że pełna liberalizacja jest właściwym celem dla wszystkich krajów w każdym czasie” (International Monetary Fund, 2012a, par. 18), a zwłaszcza że cel ten powinien zostać przyjęty dopiero wtedy, gdy kraje osiągną pewien próg rozwoju finansowego i instytucjonalnego.

Głównym zaleceniem poglądu instytucjonalnego było, aby kraje traktowały kontrolę kapitału jako zarządzanie przepływami kapitału, nazwane „środkami zarządzania przepływami kapitału” (CFM)². Podstawowym ograniczeniem poglądu instytucjonalnego jest to, że ma on tendencję do postrzegania regulacji rachunków kapitałowych jako interwencji w ostateczności, a nie jako integralnej części antycyklicznej polityki makroekonomicznej (Gallagher, Ocampo, 2013). W tym alternatywnym ujęciu regulacje makroostrożnościowe MPM dotyczące rachunku kapitałowego należy postrzegać jako regulacje stałe, które są wzmacniane lub osłabiane w sposób antycykliczny i dynamicznie modyfikowane w odpowiedzi na zmiany na globalnych i lokalnych rynkach kapitałowych.

Pogląd instytucjonalny MFW był również powtórzeniem zasady, że nie ma obowiązku przyjęcia wymienialności rachunku kapitałowego na mocy statutu MFW, co zostało rozstrzygnięte po wielu debatach toczących się w 1997 roku. Dość wyraźnie wybrzmiało stanowisko głównego ugrupowania krajów rozwijających się w instytucji z Bretton Woods – G-24, które stanowi, iż decydenci polityczni z krajów stojących

2 W raporcie MFW nazwał kontrolę kapitału, wraz z innymi politykami makroekonomicznymi, antycykliczną polityką pieniężną i fiskalną, aktywnym zarządzaniem rezerwami walutowymi i makroostrożnościowymi krajowymi regulacjami finansowymi jako środki zarządzania przepływami kapitału *capital flows management*.

w obliczu dużych i niestabilnych przepływów kapitału muszą mieć elastyczność i swobodę w przyjmowaniu polityk, które uznają za właściwe i skuteczne w ograniczaniu ryzyka (Gallagher, Griffith-Jones, Ocampo, 2012).

Ważnym punktem poglądu instytucjonalnego było to, że swoboda, jaką dysponują kraje w zakresie regulowania przepływów kapitału, może być sprzeczna z ich pozostałymi zobowiązaniami międzynarodowymi. Stwierdzono nawet, że jeśli proponowane podejście instytucjonalne uznaje stosowanie środków zarządzania przepływami kapitału CFM, zarówno dotyczących środków napływowych, jak i odpływowych, za odpowiednią reakcję polityczną, to środki te mogą nadal naruszać zobowiązania członka MFW wynikające z innych umów międzynarodowych, jeżeli umowy te nie zawierają tymczasowych postanowień ochronnych zgodnych z podejściem funduszu (International Monetary Fund, 2012a, par. 42). Dotyczy to zobowiązań z zakresu liberalizacji usług finansowych podjętych w ramach Światowej Organizacji Handlu (World Trade Organization – WTO) i OECD, ale w szczególności regionalnych i dwustronnych umów handlowych czy inwestycyjnych, zwłaszcza tych, w które zaangażowane są Stany Zjednoczone, które wymagają swobodnego przepływu wszystkich form kapitału między partnerami handlowymi i inwestycyjnymi. W związku z tym MFW zasugerował, że jego instytucjonalny pogląd mógłby służyć jako forum dla takich dyskusji i konsultacji przy zawieraniu traktatów handlowych. Perspektywa instytucjonalna wskazuje również, że kraje pochodzenia powinny zwrócić uwagę na potencjalne negatywne skutki prowadzonej przez nie polityki makroekonomicznej. Jest to zgodne z poglądem, że regulacje finansowe generują skutki uboczne, które mogą wymagać koordynacji polityk. Te zalecenia dotyczące współpracy międzynarodowej miały w praktyce niewielki efekt.

W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku MFW był jednym z czołowych promotorów liberalizacji rachunków kapitałowych. Kraje z programem MFW znacznie częściej otwierały swoje rachunki kapitałowe. W tamtym czasie fundusz argumentował, że kontrole kapitału szkodzą wynikom gospodarczym, powodują poważne zakłócenia i opóźniają dostosowania polityki potrzebne do wyeliminowania nierównowagi bilansu płatniczego. Perspektywy te były zgodne z głównym nurtem poglądów ówczesnych ekonomistów na temat kontroli kapitału.

W latach dziewięćdziesiątych MFW próbował przeforsować zmianę swojego statutu, aby wprowadzić obowiązek posiadania otwartego rachunku kapitałowego jako warunek członkostwa. Spowodowałoby to rewizję artykułów umowy MFW, które w obecnej formie wyraźnie zezwalają krajom na stosowanie kontroli kapitału, jeśli zostanie to uznane za konieczne. Według raportu przygotowanego przez MFW bodźcem do takiej liberalizacji były w dużej mierze ramy Kodeksu OECD i dyrektywy Unii Europejskiej (Evens, Quirk, 1995). Propozycja spotkała się ze sprzeciwem i nigdy nie doszła do skutku, ponieważ wydarzenie takie jak azjatycki kryzys finansowy rzuciło światło na związek między liberalizacją rachunków kapitałowych a niestabilnością finansową (International Monetary Fund, 2005). W Kodeksie liberalizacji przepływów kapitału OECD, który został zrewidowany

w 2019 roku (Organization for Economic Cooperation and Development, 2019), zachowano elastyczność wobec polityki makroostrożnościowej w celu utrzymania stabilności finansowej związanej ze zmiennością rachunków kapitałowych. W ten sposób umożliwiono wprowadzanie zastrzeżeń lub tymczasowych odstępstw, przy zachowaniu zasad przejrzystości, rozliczalności i proporcjonalności. W rzeczywistości nowy kodeks podkreślał rolę specjalnych działań w zarządzaniu gwałtownymi wzrostami napływu kapitału, w tym czasowych odstępstw od kodeksu, jednak z preferencjami na ewentualne ograniczenia napływów, a nie odpływów.

Odejście od postrzegania w pełni otwartego rachunku kapitałowego jako optymalnego rozwiązania prowadzonej polityki zakończyło się, jak wyżej wspomniano, przyjęciem przez MFW w 2012 roku dokumentu *Institutional View* pt. *Liberalizacja i zarządzanie przepływami kapitału*, w którym uznano zalety zastosowania w pewnych okolicznościach kontroli kapitału, a obecnie przemianowanego na *Środki zarządzania przepływami kapitału* (International Monetary Fund, 2012a)³. Przyjęcie IV w 2012 roku oznaczało dla MFW znaczące odejście od stanowiska pełnej liberalizacji i możliwości wykorzystania *capital flows management*. W poglądzie MFW przedstawił zestaw okoliczności, które uzasadniają wprowadzenie CFM i które nadal są w większości uważane za środek tymczasowy, mający na celu reakcję na kryzys lub „kupienie czasu” na wdrożenie innych rodzajów dostosowań. Instrumenty CFM są również zalecane, gdy nagłe wpływy lub odpływy kapitału są wyzwaniem dla stabilności finansowej. Pogląd IV stanowi, że inne środki makroostrożnościowe powinny mieć pierwszeństwo przed środkami zarządzania przepływami kapitału, których nie wolno stosować w celu uniknięcia dostosowań makroekonomicznych.

3.2. Główne założenia i zasady poglądu instytucjonalnego z 2012 roku

Główne założenia przyjęte w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku są następujące:

- 1) przepływy kapitału mogą przynieść krajom znaczne korzyści, w tym zwiększenie wydajności, promowanie konkurencyjności sektora finansowego oraz ułatwianie realizacji większych inwestycji produkcyjnych i wygładzanie konsumpcji;

3 Międzynarodowy Fundusz Walutowy co roku przeprowadza analizy poglądu IV 2012 i dokonuje oceny dla krajów członkowskich w celu zidentyfikowania ryzyka i sformułowania zaleceń politycznych, aby zbadać, czy pogląd IV 2012 jest konsekwentnie wdrażany przez pracowników MFW podczas omawiania kwestii związanych z przepływami kapitału. Analizuje częstotliwość, z jaką pracownicy MFW oceniają CFM jako narzędzie polityki, biorąc pod uwagę zmienność rachunku kapitałowego doświadczaną przez każdy kraj.

- 2) jednocześnie przepływy kapitału niosą ze sobą również ryzyko, które może być spotęgowane przez luki w infrastrukturze finansowej i instytucjonalnej w poszczególnych krajach;
- 3) liberalizacja przepływów kapitału jest ogólnie korzystniejsza i mniej ryzykowna, jeśli kraje osiągnęły określone poziomy lub progi rozwoju finansowego i instytucjonalnego; z drugiej strony liberalizacja może pobudzić rozwój finansowy i instytucjonalny;
- 4) liberalizacja musi być dobrze zaplanowana, rozłożona w czasie i przeprowadzona w odpowiedniej kolejności, aby korzyści z niej płynące przewyższały koszty, ponieważ skutki tego procesu – zarówno krajowe, jak i wielostronne – mogą być znaczące; kraje od dawna stosujące szeroko zakrojone środki ograniczające przepływ kapitału prawdopodobnie skorzystają z dalszej liberalizacji w uporządkowany sposób;
- 5) jak dotychczas nie ma domniemania, że pełna liberalizacja przepływów kapitału jest właściwym celem dla wszystkich krajów i obowiązuje przez cały czas;
- 6) gwałtowny wzrost napływu kapitału lub destrukcyjny odpływ kapitału mogą stwarzać pewne wyzwania polityczne; odpowiednie reakcje polityczne obejmują wiele środków i dotyczą zarówno krajów będących odbiorcami przepływów kapitału, jak i tych, z których te przepływy pochodzą.

W przypadku krajów, które muszą podejmować działania związane z zagrożeniami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej, odnoszące się do gwałtownych napływów lub destrukcyjnych odpływów kapitału, kluczową rolę odgrywają polityki makroekonomiczne, w tym polityki pieniężna, fiskalna i kursowa, a także odpowiedni nadzór i regulacje finansowe oraz silne instytucje. W pewnych okolicznościach przydatne mogą być środki zarządzania przepływem kapitału. Nie powinny one jednak zastępować uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych.

Decydenci polityczni we wszystkich krajach, w tym szczególnie w krajach generujących duże przepływy kapitału, powinni wziąć pod uwagę to, w jaki sposób ich polityka może wpłynąć na globalną stabilność gospodarczą i finansową. Transgraniczna koordynacja polityk między krajami pomogłaby ograniczyć ryzyko związane z przepływami kapitału.

Capital flows management i *macroprudential policy management* są często postrzegane jako podobne, ale ich główne cele niekoniecznie zachodzą na siebie. *Capital flows management* to środki (często cenowe lub administracyjne), które mają na celu ograniczenie przepływów kapitału, podczas gdy *macroprudential policy management* to środki makroostrożnościowe, których głównym celem jest ograniczenie systemowego ryzyka finansowego i utrzymanie stabilności systemu finansowego. Podczas gdy CFM mają na celu ograniczanie skali przepływów kapitału lub wpływ na ich strukturę, MPM mają na celu powstrzymanie narastania systemowego ryzyka finansowego, niezależnie od tego, czy źródło ryzyka jest krajowe, czy transgraniczne. Na przykład podatek od określonych wpływów transgranicznych jest instrumentem CFM i może jedynie pośrednio wpływać na stabilność

finansową. Z drugiej strony tzw. narzut kapitałowy (wzrost kapitału własnego) na instytucje finansowe o znaczeniu systemowym lub tworzenie rezerw antycyklicznych to MPM, które ma jedynie pośredni wpływ na przepływy kapitału. Istnieją jednak sytuacje, w których instrumenty CFM i MPM nakładają się na siebie. W zakresie, w jakim przepływy kapitału są źródłem systemowego ryzyka sektora finansowego, narzędzia stosowane w celu przeciwdziałania tym zagrożeniom można postrzegać zarówno jako CFM, jak i MPM. Przykładem może być napływ kapitału do sektora bankowego, który przyczynia się do wzrostu krajowych cen kredytów i aktywów. Ograniczenie zaciągania przez banki pożyczek zagranicznych, na przykład poprzez nałożenie ograniczeń na bankowe wpływy walutowe lub rezerw obowiązkowych na zobowiązania walutowe banków, miałyby na celu ograniczenie napływu kapitału. Ponadto nastąpiłoby spowolnienie wzrostu cen kredytów krajowych i aktywów oraz zmniejszenie płynności i wymiany walutowej banków. W takich przypadkach środki mają na celu ograniczenie napływu kapitału oraz zmniejszenie systemowego ryzyka finansowego i ostatecznie byłyby uważane zarówno za CFM, jak i MPM.

Wiedząc, że gwałtowny napływ kapitału przyczynia się do powstania ryzyka makroekonomicznego oraz systemowego ryzyka sektora finansowego, podejście polityków gospodarczych powinno opierać się zarówno na instytucjonalnych rozwiązaniach dotyczących przepływów kapitału, jak i na zestawie narzędzi politycznych adekwatnych dla MPM (International Monetary Fund, 2011b; 2011c). W takich okolicznościach konkretny środek mający na celu ograniczenie napływu kapitału, aby przeciwdziałać tym zagrożeniom, można postrzegać zarówno jako MPM, jak i CFM.

Do kluczowych zasad, które należy stosować i które są spójne z poglądem instytucjonalnym i zestawem narzędzi polityki MPM, należą:

- 1) unikanie stosowania CFM/MPM jako substytutu niezbędnych dostosowań makroekonomicznych;
- 2) z zastrzeżeniem powyższego, wykorzystywanie instrumentów polityki, które są najbardziej skuteczne, wydajne i bezpośrednie oraz w najmniejszym stopniu zakłócają realizację celu polityki gospodarczej;
- 3) dążenie do równego traktowania rezydentów i nierezydentów.

Ważną kwestią w zastosowaniu środków kontroli kapitału jest to, jak i kiedy kraj powinien wyjść ze stosowania CFM/MPM. W momencie kiedy napływy kapitału nie są już nadmiernie duże lub niestabilne, środki CFM mogą generować niepotrzebne koszty w gospodarce lub w najlepszym razie okazać się nieskuteczne. Z drugiej strony niektóre środki ostrożnościowe mogą nadal być przydatne do zarządzania systemowym ryzykiem finansowym po zakończeniu gwałtownego wzrostu napływu, a ich przydatność w stosunku do kosztów musi być oceniana na bieżąco. Kluczową częścią oceny byłoby ustalenie, czy istnieje alternatywny sposób rozwiązania problemu ostrożnościowego, którego celem nie jest ograniczanie przepływów kapitału⁴. Co więcej, jeśli gwałtowny

4 Na przykład w Brazylii stawka podatku IOF od wpływów została dostosowana po spowolnieniu napływów w 2011 roku. Z drugiej strony w Korei Południowej środki wprowadzone

wzrost napływu kapitału wykaże, że liberalizacja przepływów kapitału przekroczyła zdolność gospodarki do bezpiecznej absorpcji aktywów, to konieczne może się okazać wdrożenie dalszych reform w celu poprawy rozwoju instytucjonalnego i finansowego, zanim CFM będzie można całkowicie bezpiecznie znieść.

Środki zarządzania przepływami kapitału (CFM) to środki specjalnie zaprojektowane w celu ograniczania przepływów kapitału. Z kolei liberalizacja przepływów kapitału odnosi się do usunięcia CFM. Jednakże liberalizacja przepływów kapitału nie wyklucza utrzymania środków ostrożnościowych ani tymczasowego przywrócenia CFM w pewnych okolicznościach, jeżeli przepływy kapitałowe stwarzają zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej lub mogą zakłócać prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego. Kraje odnoszą korzyści z liberalizacji przepływów kapitału, jeśli osiągnęły określone progi rozwoju finansowego i instytucjonalnego. Ryzyko napływów lub/i odpływów kapitału, przede wszystkim gwałtownych, może być zatem wyższe, gdy poziomy rozwoju finansowego i instytucjonalnego krajów są na zbyt niskim poziomie. Jednakże warto podkreślić, że nawet na wysokim poziomie rozwoju finansowego i instytucjonalnego danych gospodarek należy ostrożnie zarządzać CFM. Jeśli przyjąć, że stopień liberalizacji właściwy dla danego kraju w danym czasie zależy od jego specyficznych uwarunkowań, zwłaszcza jego rozwoju finansowego i instytucjonalnego, to należy przypuszczać, że kraje o rozległych i długotrwałych zastosowaniach CFM prawdopodobnie skorzystałyby na starannej dalszej liberalizacji prowadzonej w uporządkowany sposób. Nie można jednak zakładać, że pełna liberalizacja przepływów kapitału jest celem wszystkich gospodarek. Istnieją pewne możliwości długoterminowego utrzymania CFM, pod warunkiem że nie są one wykorzystywane do celów zarządzania bilansem płatniczym i że nie są dostępne mniej skuteczne środki zakłócające. Liberalizacja przepływów kapitału musi być dobrze zaplanowana, rozłożona w czasie i przebiegać w odpowiedniej kolejności, zwłaszcza w celu zapewnienia, że korzyści z niej płynące przeważają nad kosztami, ponieważ może ona mieć znaczące skutki krajowe i wielostronne.

Czerpanie korzyści z bardziej otwartych przepływów kapitału w gospodarce generuje potrzebę wprowadzania wielu polityk przy jednoczesnym zarządzaniu ryzykiem z tym związanym. Pogłębianie rynków finansowych oraz poprawa zdolności instytucjonalnych gospodarek mogłyby zwiększyć ich zdolność do obsługi przepływów kapitału. Przepływy kapitału (zarówno napływy, jak i odpływy) z reguły uzasadniają wprowadzenie korekt zmiennych makroekonomicznych, w tym realnego kursu walutowego. Rolą decydentów jest monitorowanie tych dostosowań. Niestabilne przepływy kapitału mogą powodować zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Odpowiednia kombinacja polityk w celu przeciwdziałania tym

w odpowiedzi na gwałtowny wzrost w 2010 roku utrzymano ze względów makroostrożnościowych nawet po ustaniu napływów. Istnieją pewne dowody na to, że antycykliczna polityka makroostrożnościowa może pomóc zmniejszyć ryzyko niestabilności makroekonomicznej i finansowej.

zagrożeniom jest uzależniona od sytuacji w danym kraju, a zestaw środków obejmuje polityki makroekonomiczne i finansowe. Miary przepływu kapitału są częścią tego zestawu instrumentów i ich wykorzystanie jest właściwe w pewnych warunkach, ale nie powinny zastępować uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych. Kiedy przepływy kapitału przyczyniają się do powstania systemowego ryzyka finansowego, to instrumenty CFM w połączeniu z szerzej rozumianymi środkami makroostrożnościowymi MPM mogą wesprzeć działania mające na celu ochronę stabilności finansowej kraju, jednak należy uwzględnić koszty z tym związane.

Z punktu widzenia zarządzania przepływami kapitału istotna jest polityka krajów, z których pochodzą te przepływy, ponieważ na przepływy kapitału wpływają zarówno czynniki wypychające (*push*), jak i przyciągające (*pull*) (Janicka, 2022). Czynniki wypychające obejmują polityki pieniężną i ostrożnościową w gospodarkach oraz globalny apetyt na ryzyko, podczas gdy czynniki przyciągające obejmują instytucje, politykę i podstawy makroekonomiczne, w tym perspektywy wzrostu w krajach otrzymujących pomoc. Z empirycznego punktu widzenia wydaje się, że czynniki wypychające wpływają na występowanie gwałtownych napływów i ryzyko z tym związane, podczas gdy czynniki przyciągające decydują o kierunku i wielkości takich gwałtownych przepływów (Janicka, 2010).

3.3. Kryzys COVID-19 i przepływy kapitału

Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku główny nurt badań prowadzonych w Międzynarodowym Funduszu Walutowym oraz światowej literaturze ekonomicznej opowiadał się za liberalizacją przepływów kapitału i był przeciwny stosowaniu jego kontroli. Ten konsensus i podejście do niego zaczęło się istotnie zmieniać w następstwie wybuchu światowego kryzysu. Badania prowadzone w MFW pokazały, że w niektórych krajach występują pozytywne skutki wprowadzonych kontroli kapitału i wykazały, że kraje, które je wdrożyły, były najmniej dotknięte kryzysem (Ostry i in., 2010). Zdaniem niektórych badaczy wprowadzenie instrumentów kontroli kapitału jest pożądane chociażby z powodu zachowania inwestorów indywidualnych, którzy koncentrują się na swoich partykularnych zyskach, a nie na ogólnej stabilności finansowej (Korinek, 2011). Przegląd literatury naukowej z 2012 roku nie wskazał jednoznacznie na występowanie związku między liberalizacją rachunków kapitałowych a wzrostem zakłóceń, jednocześnie uznając skuteczność kontroli kapitału w promowaniu stabilności finansowej (Jeanne, Subramanian, Williamson, 2012).

W marcu 2020 roku nastąpiło formalne ogłoszenie ogólnoswiatowego kryzysu związanego z koronawirusem COVID-19, które wywołało nagłe odwrócenie globalnych przepływów kapitałowych, szczególnie potęgując skutki rozprzestrzeniającej się pandemii w rozwijających się gospodarkach. Między połową stycznia a połową

marca 2020 roku OECD oszacowała odpływy kapitału z krajów rozwijających się na 103 mld USD (Organization for Economic Cooperation and Development, 2020). Konsekwencje takich nagłych zatrzymań (*sudden stops*) lub ucieczki kapitału okazały się bardzo istotne. W wyniku odpływu kapitału wystąpiły: deprecjacja kursu walutowego, wzrost poziomu zadłużenia, zaostrzenie warunków finansowych, spadek cen aktywów, spadek inwestycji i zmniejszenie zagregowanego popytu (Calvo, 1998; Eichengreen, Gupta, 2016; Ocampo, 2017).

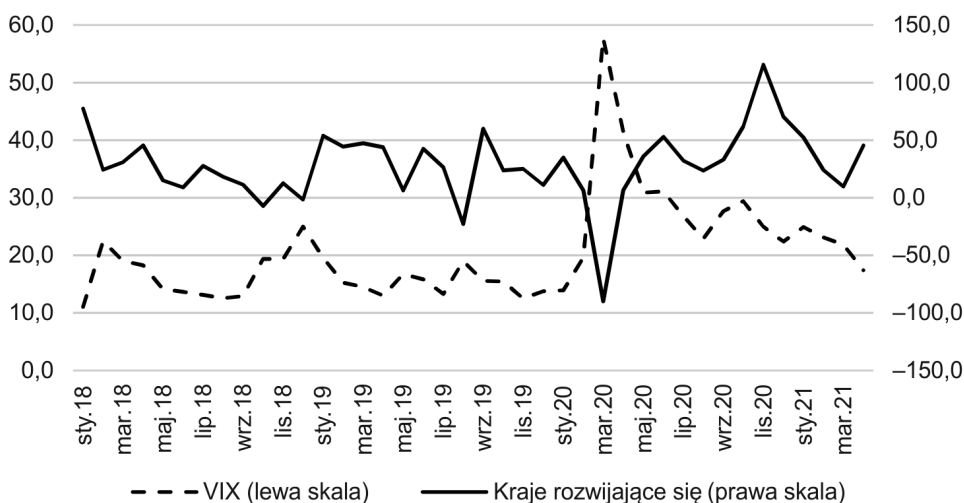
Kryzys COVID-19 jest przykładem ostatniego epizodu zmienności kapitału, którego kraje doświadczyły od czasu globalnego kryzysu finansowego. W nieodległej przeszłości podobny wzrost zmienności w gospodarce światowej spowodowały: *Taper Tantrum* z 2013 roku (wywołany przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych, która odwróciła swoje akomodacyjne nastawienie monetarne), a także wyprzedaż na chińskiej giełdzie w 2015 roku oraz szeroka wyprzedaż aktywów na rynkach rozwijających się w 2018 roku (Batini, Borensztein, Ocampo, 2020; Organization for Economic Cooperation and Development, 2020). W 2022 roku, po kulminacyjnym okresie występowania pandemii COVID-19, ponownie otwarto dyskusję na temat stosowania kontroli kapitału jako skutecznego narzędzia do utrzymania przez kraj stabilności finansowej. W marcu 2022 roku MFW ponownie dokonał wglądu i analizy swojego podejścia instytucjonalnego z 2012 roku w kwestii przepływów kapitału.

Warto podkreślić w tym miejscu, że *Spójne konkluzje dotyczące zarządzania przepływami kapitału* grupy G-20, przyjęte w listopadzie 2011 roku, stanowią wypracowany z trudem konsensus co do ogólnych zasad. Chociaż te wnioski zostały uzgodnione wśród członków G-20, a nie wśród wszystkich członków funduszu i są raczej ogólnymi wnioskami niż szczegółową propozycją opracowania podejścia operacyjnego do zarządzania przepływami kapitału, to obejmują obszary o dużym znaczeniu politycznym. Ogólnie rzecz biorąc, podejście instytucjonalne uwzględnia i opiera się na wnioskach grupy G-20 w odniesieniu do liberalizacji przepływów kapitału i zarządzania nimi.

Powszechnie uważa się, że fundusze pochodzące z gospodarek rozwiniętych dominują w przepływach kapitału kierowanych do dużych, rozwijających się gospodarek. Na wielkość przepływów oraz ryzyko im towarzyszące ogromny wpływ mają polityka gospodarcza prowadzona w krajach rozwiniętych, w tym polityka pieniężna, oraz sprawowany nadzór nad rynkiem finansowym, a także obowiązujące regulacje dotyczące rynku finansowego. Ponadto zmiany na rynkach finansowych w ciągu ostatnich dwóch dekad zwiększyły rolę dużych transgranicznych pośredników finansowych i instrumentów tworzących płynność w międzynarodowych przepływach kapitału. Coraz częstsze korzystanie przez działające na arenie międzynarodowej instytucje finansowe z zabezpieczonego finansowania na rynkach kapitałowych zmieniło relacje między polityką pieniężną i płynnością rynku, a w okresie poprzedzającym kryzys przyczyniło się do endogenicznego wzrostu globalnej płynności, na którą składają się przepływy oficjalne i prywatne. Od wybuchu globalnego kryzysu w 2008 roku banki centralne krajów rozwiniętych podtrzymywały oficjalną płynność generowaną przez rynek, ponieważ ta gwałtownie spadała. Te zmiany w zakresie płynności oficjalnej i prywatnej

prawdopodobnie wpłynęły na wielkość i zmienność przepływów kapitału zarówno do gospodarek rozwiniętych, jak i do rozwijających się.

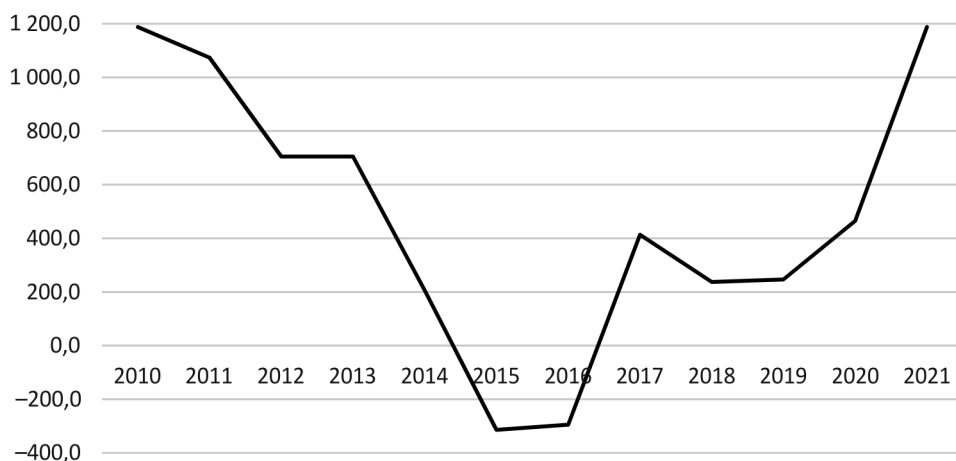
Indeks zmienności VIX⁵ oddziałuje na zmiany zachodzące na rynkach finansowych i ma szczególne znaczenie dla oceny ryzyka towarzyszącego inwestorom na rynkach kapitałowych. Przepływy kapitału portfelowego są w pewnym stopniu odzwierciedleniem nastrojów panujących na rynku finansowym. Na wykresie 3.1 pokazano zachowania się indeksu VIX i jego zmienność oraz przepływy kapitału portfelowego do rozwijających się gospodarek. Ogólnie można stwierdzić, że wraz ze wzrostem indeksu VIX ceny akcji spadają, z kolei im wartość indeksu zmniejsza się, tym ceny akcji rosną.



Wykres 3.1. Indeks zmienności VIX i przepływy kapitału portfelowego (w mld USD) do krajów rozwijających się w okresie od 1 stycznia 2018 do 30 kwietnia 2021 roku
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF.

Podczas gdy przepływy kapitału w dużej mierze odzwierciedlają transakcje prywatne, coraz większego znaczenia nabierają oficjalne przepływy związane z gromadzeniem przez banki centralne rezerw walutowych oraz przepływy kapitału związane z zakupami przez rządy aktywów zagranicznych, w tym państwowych funduszy majątkowych. Wartości międzynarodowych aktywów rezerwowych według transakcji dokonanych w latach 2010–2021 pokazano na wykresie 3.2.

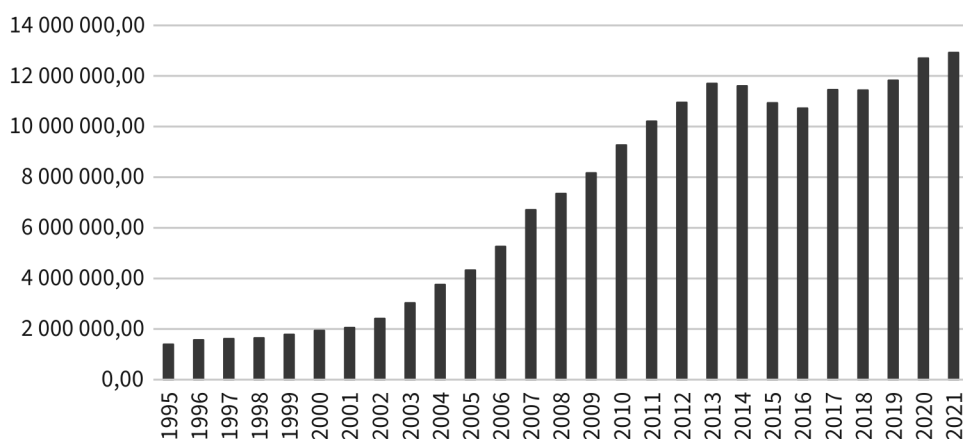
5 Indeks VIX określa się jako indeks zmienności CBOE – giełdy Chicago Board Options Exchange. Jest to miara oparta na ocenie oczekiwanej zmienności na giełdzie, bazującej na opcjach na indeks S&P 500. Jest ona wykorzystywana do oceny nastrojów panujących na rynkach kapitałowych. Potocznie indeks ten nazywany jest miarą strachu. Zmienność jest mierzona na podstawie różnicy pomiędzy najlepszą ceną kupna i sprzedaży opcji na S&P 500, które wygasają nie wcześniej niż za 8 dni. Im większa różnica pomiędzy ceną *bid* i *ask* opcji, tym większa szacunkowa zmienność.



Wykres 3.2. Aktywa rezerwowe według transakcji międzynarodowych w latach 2010–2021 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF.

Wartość zgromadzonych międzynarodowych rezerw walutowych prezentuje wykres 3.3. Należy podkreślić, że w pierwszej dekadzie XXI wieku wystąpił gwałtowny wzrost zgromadzonych na świecie rezerw walutowych. Od początku XXI wieku ich wartość wzrosła sześciokrotnie – z blisko 2 bln USD do około 12 bln USD w 2013 roku, po czym nastąpił spadek rezerw walutowych do 2016 roku. Na początku trzeciej dekady XXI wieku ponownie wzrosła wartość zgromadzonych rezerw walutowych – do blisko 13 bln USD.



Wykres 3.3. Wartość zgromadzonych rezerw walutowych na świecie w latach 1995–2021 (w mln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF.

Oficjalne przepływy, w tym przepływy związane z gromadzeniem rezerw, mogą częściowo odzwierciedlać politykę interwencyjną gospodarek, która utrwała globalne nierównowagi i przyczynia się do nieefektywnego globalnego podziału oszczędności i inwestycji. Należy podkreślić, że większość gospodarek rozwijających się nadal ma ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto i pozostaje dłużnikiem netto. Ponadto rezerwy walutowe w dużej mierze obejmują rządowe papiery wartościowe wyemitowane przez niewielką liczbę emitentów waluty rezerwowej, co może oznaczać, że wzrost tych rezerw może wpływać na ceny papierów wartościowych na tych rynkach.

W celu ograniczenia ryzyka transgranicznego w światowym systemie finansowym w poszczególnych krajach i utrzymania stabilności makroekonomicznej należy w sposób ciągły monitorować i dokonywać zmian, a także dostosowywać regulacje finansowe oraz sprawowany nadzór nad rynkiem finansowym. Wprowadzane według potrzeb reformy koncentrują się głównie na poprawie jakości i standardów posiadanego kapitału i płynności, przyjęciu dodatkowych wymogów kapitałowych dla globalnych banków o znaczeniu systemowym, wzmocnieniu infrastruktury rynków OTC (*other the counter*) instrumentów pochodnych, rozszerzeniu regulacji na równoległą bankowość, zwiększeniu intensywności i skuteczności nadzoru oraz wzmacnianiu przestrzegania standardów międzynarodowych przez członków światowych organów ustanawiających standardy, takich jak Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision) i Rada Stabilności Finansowej (Financial Stability Board – FSB). W wyniku globalnego kryzysu i jego konsekwencji wprowadzono zmiany w międzynarodowych normach dotyczących minimalnego kapitału bankowego oraz poziomu ich płynności. Według stanu na koniec maja 2012 roku 20 z 27 członków Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego wdrożyło zasady związane z zaostrzeniem wymogów kapitałowych oraz inne postanowienia wynikające z dokumentu z Bazylea III. Te i inne działania są niezwykle istotne i złożone, ponieważ obecnie nadal występują silne powiązania między bankami, a niektóre instytucje pozostają nadal wysoce skoncentrowane i są „zbyt ważne, by upaść”. Te obawy dotyczą szczególnie globalnych instytucji finansowych o znaczeniu systemowym, których modele biznesowe przyczyniły się do wzrostu globalnej płynności, który zbiegł się w czasie ze wzrostem przepływów kapitału. Dlatego za konieczne uznaje się dalsze prowadzenie prac i wdrażanie reform związanych z ustanowieniem standardów kapitałowych, płynnościowych i nadzorczych, dokonywanie modyfikacji w modelach biznesowych banków, monitorowanie systemowych niebankowych instytucji finansowych w ramach tzw. równoległego sektora bankowego oraz dalsze postępy w planowaniu naprawy i restrukturyzacji oraz w uporządkowanej likwidacji dużych instytucji finansowych.

3.4. Napływ kapitału – implikacje dla gospodarek

Kluczowym wyzwaniem dla wielu gospodarek jest posiadanie takiej polityki i struktury instytucjonalnej, aby skutecznie absorbować napływ kapitału i kierować go na realizację produktywnych inwestycji. Napływający kapitał odgrywa rolę uzupełniającą wobec krajowych oszczędności i ma na celu sfinansowanie inwestycji krajowych. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne, szczególnie te od podstaw, odgrywają ważną rolę w utrzymywaniu stabilności finansowej gospodarki. Reformy strukturalne, które sprzyjają gospodarkom w lepszej absorpcji napływu kapitału, obejmują kroki zmierzające do pogłębienia krajowych rynków obligacji i akcji, rozwoju produktów finansowych oraz wzmocnienia regulacji i nadzoru finansowego. Na przykład inwestycje w infrastrukturę wymagają zaangażowania kapitału w ogromnej skali i długoterminowego okresu zwrotu z tej inwestycji. Inwestycje nierezydentów mogą odegrać rolę uzupełniającą. Lokalne rynki obligacji, które są dobrze rozwinięte i zintegrowane, mogą dodatkowo ułatwić pozyskiwanie aktywów i oferować pośrednictwo w tym zakresie.

W literaturze przedmiotu panuje przekonanie, że głębsze rynki kapitałowe zwiększają zdolność absorpcyjną krajów otrzymujących kapitał w obliczu gwałtownych napływów, zmniejszając jednocześnie zmienność powodowaną przez takie gwałtowne wzrosty⁶. Z drugiej strony nagłe wzrosty napływów kapitału mogą prowadzić do niestabilności finansowej i makroekonomicznej oraz ograniczać zdolność dostosowawczą polityk makroekonomicznych⁷. Mogą one prowadzić także do: zmienności cen aktywów i baniek spekulacyjnych, gwałtownej aprecjacji kursu walutowego, boomów kredytowych i spadków premii za ryzyko, zakłóceń na rynkach pieniężnych oraz w transmisji polityki pieniężnej.

Po gwałtownych wzrostach napływu kapitału mogą również nastąpić nagłe zatrzymanie lub odwrócenie kierunku i odpływ kapitału. Reakcja krajów w odpowiedzi na takie zjawiska jest różna. Niektóre opierają się prawie wyłącznie na polityce makroekonomicznej, takiej jak utrzymanie niskiej stopy procentowej (np. w Turcji) lub interwencjach na rynku walutowym (np. w Japonii i Szwajcarii) oraz aprecjacji waluty (np. w RPA). W innych przypadkach reakcji polityków gospodarczych towarzyszyły instrumenty zarządzania przepływami kapitału CFM i środki ostrożności, takie jak brazylijski podatek od niektórych rodzajów napływającego kapitału czy pułapy dźwigni finansowej dla pozycji banków w instrumentach pochodnych w Korei Południowej.

6 Na przykład J.D. Burger i F.E. Warnock (2006) dostarczyli dowodów na to, że głębsze rynki obligacji są powiązane z niższą zmiennością przepływów.

7 Na przykład Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund, 2011b) identyfikuje „skok” jako epizod, w którym napływ kapitału netto w gospodarce przekracza trend historyczny o jedno odchylenie standardowe i przekracza 1,5% PKB.

Właściwa kombinacja polityk w celu zaradzenia zagrożeniom dla stabilności makroekonomicznej i finansowej, które mogą powodować gwałtowne napływy kapitału, zależy od różnych czynników, specyficznych dla danego kraju. Właściwa polityka makroekonomiczna kraju w odpowiedzi na gwałtowny wzrost napływu kapitału obejmuje zrównoważoną kombinację polityk pieniężnej i fiskalnej, zgodnie z przyjętymi celami dotyczącymi inflacji i wzrostu gospodarczego, możliwości umocnienia waluty, jeśli nie jest ona przewartościowana, oraz gromadzenie rezerw walutowych, jeśli nie są one większe niż wystarczające. Opierając się na wielu analizach zawartych w dokumentach MFW (Bank for International Settlements, 2008; Ostry i in., 2010; 2011a; 2011b; 2012; IMF, 2011b), takie działania są możliwe i obejmują:

- 1) obniżkę stóp procentowych, jeśli nie występuje gwałtowny wzrost koniunktury gospodarki lub inflacja cen aktywów; jeśli zakres łagodzenia polityki monetarnej jest ograniczony, na przykład ze względu na presję inflacyjną, zacieśnienie fiskalne mogłoby zmniejszyć różnicę w oprocentowaniu między aktywami krajowymi i zagranicznymi (czynnik przyciągający);
- 2) możliwość umocnienia waluty, jeśli nie jest ona przewartościowana w stosunku do fundamentów; aprecjacja waluty w tej sytuacji ułatwiłaby zewnętrzne dostosowania; takie działania mogłyby również pomóc przeciwdziałać presji inflacyjnej poprzez zacieśnienie warunków monetarnych; ważne, że niektóre tymczasowe przekroczenia ustalonych progów w stosunku do danych fundamentalnych mogą być nawet uzasadnione, aby odzwierciedlić fakt, że rynki walutowe zazwyczaj dostosowują się szybciej niż rynki towarowe; jeżeli napływ kapitału ma się utrzymać w perspektywie średnioterminowej, konieczna jest aprecjacja waluty, aby utrzymać kurs wymiany zgodnie ze zmieniającymi się fundamentami;
- 3) interwencje na rynku walutowym w celu gromadzenia rezerw międzynarodowych, jeśli rezerwy nie są większe niż wystarczające; w takiej sytuacji gwałtowny napływ kapitału stwarza okazję do budowania rezerw walutowych w krajach, których rezerwy są niższe niż poziomy wymagane w celach zapobiegawczych; akumulacja rezerw może również pomóc ograniczyć nadmierną zmienność kursu walutowego w krótkim okresie i złagodzić jego wpływ na bilans płatniczy; kiedy jednak rezerwy są stosunkowo wysokie, to koszty interwencji, takie jak koszty sterylizacji i straty z wyceny aktywów zagranicznych, mogą przeważać nad korzyściami; co więcej, intensywna interwencja władz monetarnych podczas utrzymujących się napływów kapitału może bardziej je zaostrzyć, podsycając oczekiwania na dalszą aprecjację.

Przyjęcie odpowiedniej polityki gospodarczej zależy od różnych warunków właściwych dla danego kraju, w tym stabilności makroekonomicznej i finansowej, rozwoju finansowego i zdolności instytucjonalnych. W pewnych okolicznościach wprowadzenie środków zarządzania przepływami kapitału CFM może być pożądane, zwłaszcza gdy warunki makroekonomiczne są wysoce niepewne, a możliwości dostosowania polityki makroekonomicznej ograniczone. Wówczas wdrożenie

odpowiedniej polityki zarządzania gwałtownymi napływami kapitału może się okazać skuteczne, instrumenty CFM mogą być bowiem również odpowiednie w ochronie stabilności finansowej, gdy gwałtowne napływy przyczyniają się do powstania ryzyka systemowego w sektorze finansowym.

Należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, że zarządzanie systemowym ryzykiem finansowym, które nie jest związane z przepływami kapitału, jest skuteczne przy zastosowaniu środków makroostrożnościowych MPM, które są specjalnie ukierunkowane na przeciwdziałanie takim wyzwaniom. Instrumenty CFM powinny być ukierunkowane, przejrzyste oraz tymczasowe i zostać zniesione, gdy gwałtowny wzrost napływającego kapitału ulegnie zmniejszeniu. W przypadku gdy gwałtowny wzrost napływu kapitału przyczynia się zarówno do powstania makroekonomicznego, jak i systemowego ryzyka sektora finansowego, to środkiem mającym na celu ograniczenie napływu kapitału, aby przeciwdziałać takim zagrożeniom, mogą być zarówno CFM, jak i MPM. Jednakże niektóre środki ostrożnościowe mogą być nadal stosowane po ustąpieniu gwałtownego wzrostu napływu kapitału w zarządzaniu ryzykiem systemowym. Ich przydatność w stosunku do kosztów należy analizować na bieżąco (w tym poddając je ciągłej ocenie) oraz sprawdzać, czy istnieją alternatywne sposoby rozwiązywania problemów ostrożnościowych, które nie mają na celu ograniczenia przepływów kapitału.

Wyżej podkreślono, że w pewnych okolicznościach wprowadzenie środków zarządzania przepływami CFM może być przydatne do wspierania dostosowania polityki makroekonomicznej i ochrony stabilności systemu finansowego⁸. W wielu przypadkach odpowiednia ocena sytuacji makroekonomicznej może być trudna ze względu na szybko zmieniające się podstawowe warunki gospodarcze, a instrumenty CFM mogą pomóc zyskać na czasie w dokonywaniu takich ocen.

W związku z powyższym instrumenty CFM mogą odgrywać istotną rolę w gospodarce w następujących okolicznościach:

- 1) gdy przestrzeń do dostosowania polityki makroekonomicznej jest ograniczona – na przykład jeśli mamy do czynienia z boomem w gospodarce lub występują oznaki baniek spekulacyjnych, kurs walutowy jest przewartościowany, a dalsze gromadzenie rezerw byłoby niewłaściwe lub nadmiernie kosztowne;
- 2) gdy niezbędne działania lub dostosowania makroekonomiczne wymagają czasu, aby przyniosły zamierzony efekt – na przykład zmiany w polityce fiskalnej często trwają stosunkowo długo, zanim zostaną zatwierdzone, wdrożone i ostatecznie wpłyną na gospodarkę realną; skuteczność polityki

8 Publikacja Bank for International Settlements (2008) zawiera opis doświadczeń z wykorzystaniem CFM w wielu rozwiniętych i wschodzących gospodarkach, a MFW (International Monetary Fund, 2011b) opublikował przegląd środków wdrożonych w kluczowych gospodarkach wschodzących w latach 2010–2011. Z kolei Ostry i współautorzy (2010) oraz K. Habermeier, A. Kokenyne i C. Baba (2011) zbadali skuteczność CFM.

pieniężnej może być opóźniona, jeśli kanały transmisji monetarnej są słabe lub oczekiwania inflacyjne wykazują inercję; w takich przypadkach instrumenty CFM mogą być tymczasowo przydatne, gdy wdrażane są niezbędne polityki, a ich efekty nie zostały jeszcze zrealizowane;

- 3) gdy gwałtowny wzrost napływu kapitału zwiększa ryzyko niestabilności systemu finansowego – systemowe ryzyko finansowe, które nie jest związane z przepływami kapitału, jest skuteczniej zwalczane za pomocą środków makroostrożnościowych (MPM), które są specjalnie ukierunkowane na stawianie czoła takim wyzwaniom (International Monetary Fund, 2011c); te instrumenty mogą być skuteczne pod warunkiem, że towarzyszą niezbędnym dostosowaniom polityki makroekonomicznej i zmianom regulacji w sektorze finansowym oraz nie odwracają kierunku przepływów kapitału w sposób, który pogłębia podatność kraju na zagrożenia występujące w różnych sektorach gospodarki.

Należy podkreślić, że w kilku przypadkach stosowanie instrumentów CFM nie jest zalecane. W szczególności dotyczy to poniższych przykładów:

- 1) CFM nie powinny zastępować polityki makroekonomicznej – są one stosowane do uzasadnionych dostosowań zewnętrznych gospodarek, utrzymania ich stabilności makroekonomicznej i efektywnego działania międzynarodowego systemu walutowego; na przykład wykorzystywanie środków CFM do wpływania na kursy walut w celu uzyskania nieuczciwej przewagi konkurencyjnej nie jest odpowiednie i jest również niezgodne z przyjętymi zobowiązaniami krajów w zakresie kursów walut na podstawie art. IV statutu MFW;
- 2) z praktycznego punktu widzenia w większości przypadków zachodzi potrzeba (a także przestrzeń) dostosowania polityki makroekonomicznej i strukturalnej – tylko w rzadkich przypadkach instrumenty CFM byłyby jedyną uzasadnioną reakcją polityczną na gwałtowny wzrost napływu kapitału; gwałtowne wzrosty są zwykle napędzane różnymi czynnikami o charakterze *pull* i *push*, dlatego wskazują na potrzebę dostosowania wielu polityk zarówno ze strony krajów będących beneficjentami, jak i krajów pochodzenia;
- 3) nawet jeśli pożądane jest zastosowanie środków CFM, to ich prawdopodobna skuteczność pozostaje kluczową kwestią – skuteczność CFM może być ograniczona, zwłaszcza gdy nie towarzyszy im niezbędna korekta makroekonomiczna; w niektórych krajach środki podjęte w odpowiedzi na epizod gwałtownych wzrostów napływów kapitału w latach 2009–2010 pomogły zmniejszyć zewnętrzne słabości systemu finansowego; jednakże zdarzało się, że były one niewystarczające częściowo z powodu niewłaściwego dostosowania kursu walutowego.

W praktyce zdarza się, że skuteczność zastosowanych środków czasami obniża się ze względu na zachęty do obchodzenia przepisów, które mogą się utrzymywać pomimo wysiłków zmierzających do zlikwidowania luk prawnych (Ostry i in., 2010). Na wybór między miarami opartymi na cenie i ilości lub ich kombinację

wpływa wiele czynników (Korinek, 2011). Habermeier, Kokenyne i Baba (2011) stwierdzili jednak, że forma kontroli napływu kapitału nie wpływa na skuteczność zastosowanych miar. Chociaż wybór instrumentów CFM zależy od oczekiwanej skuteczności i ich wydajności, to projektowanie i wdrażanie CFM powinno być przejrzyste, ukierunkowane, tymczasowe i dodatkowo niedyskryminacyjne (International Monetary Fund, 2011b; Ostry i in., 2011a; 2011b). Zastosowany środek CFM, aby był skuteczny, powinien być:

- 1) przejrzysty i ukierunkowany – przejrzyste informowanie o celach polityki i stosowanych instrumentach CFM pomogłoby uniknąć nadmiernego zakłócania oczekiwań rynku i opinii publicznej; środki CFM, które bezpośrednio odnoszą się do źródeł niestabilności, mogą być najmniej kosztowne i najsukuteczniejsze w radzeniu sobie z określonymi zagrożeniami; równowagę między zakresem, kosztami i skutecznością środków należy ocenić w kontekście danego kraju, ponieważ środki, które są stosowane zbyt szeroko, mogą być niepotrzebnie kosztowne, podczas gdy te, które są zbyt wąskie, mogą być łatwe do obejścia, a więc nieskuteczne;
- 2) tymczasowy – jeśli zostaną przyjęte instrumenty CFM, należy je ograniczyć, gdy zmniejszy się presja napływu kapitału, aby zminimalizować ich zakłócenia (choć pewne szczególne względy mają zastosowanie do nakładających się na siebie CFM/MPM); niektóre środki CFM, w tym oparte na miejscu zamieszkania lub obywatelstwie, mogą zostać utrzymane w dłuższej perspektywie, pod warunkiem że są nałożone z powodów innych niż zakłócenia w bilansie płatniczym czy ryzyko utraty stabilności finansowej; tak więc z założenia nie mogą zastąpić dostosowania makroekonomicznego;
- 3) niedyskryminujący – ogólnie preferowane jest, aby instrumenty CFM nie dyskryminowały rezydentów i nierezydentów oraz aby preferowane były najmniej dyskryminujące i skuteczne środki; jeśli jednak brak dyskryminacji między rezydentami a nierezydentami sprawi, że polityka będzie nieskuteczna, może to stanowić uzasadnienie dla zastosowania środków opartych na miejscu zamieszkania; preferowanie środków niedyskryminacyjnych odzwierciedla głównie poszanowanie ogólnych standardów sprawiedliwości i równego traktowania, których członkowie MFW oczekują od swoich obywateli w wyniku uczestnictwa członków w ramach wielostronnych umów⁹.

Strategie dotyczące zarządzania nagłymi wzrostami napływu kapitału zależą od czynników specyficznych dla danego kraju, które określają opcje wykonalne i skuteczne. Na przykład większe gospodarki z bardziej rozwiniętymi rynkami finansowymi mogą uznać, że interwencje walutowe lub kontrole administracyjne,

9 Na przykład tam, gdzie środki kontroli oparte na użyciu waluty są dostępne i byłyby skuteczne, powinny być preferowane w stosunku do środków opartych na miejscu zamieszkania. Unikanie dyskryminacji wśród członków MFW byłoby również zgodne z podejściem funduszu w odniesieniu do płatności i przelewów w bieżących transakcjach międzynarodowych. Zobacz także International Monetary Fund, 2011b, pkt 53; 2012a, pkt 27.

które są efektywne w innych warunkach, dla nich są nieskuteczne. Międzynarodowe zobowiązania krajów również ograniczają dostępne opcje. Na przykład w Unii Europejskiej wymagana jest pełna mobilność kapitału. Należy wyraźnie podkreślić, że wszystkie warianty strategiczne wiążą się z kosztami i kompromisami. Polityka makroekonomiczna, polityka strukturalna i instrumenty CFM mogą pomóc w radzeniu sobie z nagłym wzrostem napływu kapitału, ale mogą wiązać się z kosztami zarówno krótko-, jak i długoterminowymi. Jeśli interwencje na rynku giełdowym i środki CFM „nadmiernie wygładzają” zmienność, mogą się stworzyć zachęty do działania w jedną stronę i stłumiony zostaje rozwój rynku. Utrzymywanie stóp procentowych na zbyt niskim poziomie przez zbyt długi czas może wywołać presję na gwałtowny wzrost akcji kredytowej w gospodarce oraz wystąpienie banki spekulacyjnej na rynku aktywów, podczas gdy trwała interwencja może zwiększyć koszty sterylizacji, które osłabiają z kolei aktywa banku centralnego. Instrumenty CFM mogą generować negatywne reakcje rynku, jeśli są kosztowne dla inwestorów lub źle interpretowane, wpływając na przyszłą chęć do inwestowania. Ich zastosowanie może również prowadzić do zakłóceń i przekierowania przepływów do innych sektorów gospodarki, tworząc nowe słabe punkty, a także mogą wiązać się z kosztami administracyjnymi. Ogólnie rzecz biorąc, chociaż każda z tych polityk może odgrywać pewną rolę, każda powinna być stosowana tylko w takim zakresie, w jakim korzyści przewyższają koszty.

3.5. Odpływ kapitału – zarządzanie środkami kontroli kapitału

Kluczowym wyzwaniem dla krajów jest czerpanie korzyści z globalizacji finansowej przy jednoczesnym zapobieganiu ryzyku, które mogłoby zagrozić stabilności finansowej i zrównoważonemu wzrostowi na poziomie krajowym oraz globalnym, i zarządzaniu nim.

Gwałtowny odpływ kapitału w krótkim okresie może prowadzić do spadku produkcji i wyższej inflacji, co może zwiększyć zmienność makroekonomiczną i stanowić wyzwanie dla decydentów w wypełnianiu mandatu przez banki centralne. W długim okresie przepływy kapitału odgrywają ważną rolę w procesie konwergencji w gospodarkach rozwijających się (Lucas, 1990). W przypadku występowania finansowych efektów zewnętrznych (Bianchi, 2011) przepływy kapitału mogą prowadzić do nadmiernego zapożyczania się gospodarek lub częstszego występowania kryzysów finansowych. W tym kontekście optymalne jest wprowadzenie kontroli kapitału w celu poprawy wyników makroekonomicznych (Jeanne, Korinek, 2010).

Aby sprostać wyzwaniom związanym z dużymi i niestabilnymi przepływami kapitału, kraje G-20 sformułowały konkretne wnioski, które decydenci powinni traktować bardziej jako niewiążący wkład w ich proces podejmowania decyzji dotyczących zarządzania przepływami kapitału, a nie jako ograniczenie krajowych wyborów politycznych (Organization for Economic Cooperation and Development, b.d.). W reakcji na gwałtowne odpływy kapitału CFM powinno być zasadniczo stosowane tylko w sytuacjach kryzysowych lub gdy uważa się, że zbliża się kryzys. Instrumenty CFM są bardziej skuteczne, gdy wdraża się je jako część szerszego programu, który obejmuje określoną politykę makroekonomiczną oraz regulacje finansowe. Powinny one mieć charakter tymczasowy i zostać zniesione, gdy warunki kryzysowe ustąpią, ponieważ wymagają ciągłego dostosowywania, aby pozostały skuteczne. W niektórych przypadkach stosowane środki zarządzania przepływami kapitału i polityk makroostrożnościowych się nakładają. Środki zarządzania przepływami kapitału oznaczają środki mające na celu oddziaływanie na przepływy kapitału, ogólnie określane jako kontrola kapitału. Wśród nich można wymienić np. środki różnicujące transakcje na podstawie waluty, w tym także środki ostrożnościowe oraz inne, np. podatki od niektórych inwestycji, które są zwykle stosowane w sektorze niefinansowym¹⁰.

Środki zarządzania przepływami kapitału mogą stanowić część szerszego podejścia do ochrony gospodarek przed szokami i kryzysami. W warunkach dużych i niestabilnych przepływów kapitału środki CFM mogą uzupełniać odpowiednią politykę pieniężną, walutową, dotyczącą zarządzania rezerwami walutowymi i ostrożnościową oraz być stosowane równolegle z nimi, ale nie mogą ich zastępować. Przykładowo: zwiększanie elastyczności kursów walutowych powinno być odzwierciedleniem fundamentów gospodarczych i powstrzymywać decydentów od konkurencyjnej dewaluacji walut. W ramach prowadzonej polityki makroekonomicznej powinno się koordynować stosowanie różnych narzędzi polityki w celu skutecznego i spójnego podejścia do ogólnej sytuacji gospodarczej. Środki zarządzania przepływami kapitału nie powinny być wykorzystywane do unikania lub nieuzasadnionego opóźniania niezbędnych dostosowań w gospodarce.

W praktyce nie występuje uniwersalne podejście ze sztywno określonymi warunkami stosowania środków CFM. Dlatego przy wyborze podejścia do kwestii przepływów kapitału powinny być brane pod uwagę okoliczności specyficzne dla danego kraju. Ponadto wielkość, głębokość i poziom rozwoju lokalnego sektora finansowego, a także poziom instytucjonalnego rozwoju danego kraju i obowiązujących regulacji odgrywają kluczową rolę w ocenie zasadności oraz mocnych

10 W tej nomenklaturze, jeśli środek nie ma na celu oddziaływania na przepływy kapitału, to nie wchodzi w zakres zarządzania przepływami kapitału. Te środki zarządzania przepływami niezwiązanymi z kapitałem nie dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania ani walutę. Odpowiednimi przykładami są środki ostrożności mające na celu zapewnienie odporności instytucji finansowych.

i słabych stron różnych środków polityki. Uznając, że nagłe zatrzymanie i odwrócenie przepływów może osłabić stabilność finansową gospodarki, zastosowanie środków CFM powinno działać w sposób antycykliczny, ale zgodnie ze specyficzną krajową i globalną sytuacją makroekonomiczną. Środki zarządzania przepływami kapitału powinny być przejrzyste, odpowiednio komunikowane i ukierunkowane na konkretne zidentyfikowane rodzaje ryzyka. Aby właściwie zareagować na konkretne, zidentyfikowane rodzaje ryzyka, środki zarządzania przepływami kapitału powinny być regularnie poddawane przeglądowi przez władze krajowe lub regionalne. W szczególności chodzi o dostosowanie lub zniesienie kontroli kapitału w miarę zmniejszania się presji destabilizujących gospodarkę. Stąd ramy zarządzania przepływami kapitału muszą zachować wystarczającą elastyczność, aby były skuteczne w różnych okolicznościach i wyzwaniach, w tym w celu zapobiegania próbom wykorzystywania ich w innych niż ochrona stabilności makroekonomicznej gospodarki.

Odprawy kapitału, które są duże, trwałe lub nagłe, mogą stwarzać poważne wyzwania polityczne. Niektóre z nich są naturalną konsekwencją otwartości rachunków kapitałowych. W pewnych okolicznościach odpływy mogą jednak stać się destrukcyjne, zwykle bowiem związane są z kryzysami gospodarczymi. Tego typu odpływy kapitału mogą być spowodowane czynnikami krajowymi, ale mogą również wynikać z czynników międzynarodowych, takich jak globalny apetyt na ryzyko, płynność, stopy procentowe i globalny wzrost, a także efekt domina wynikający z powiązań handlowych i finansowych podmiotów oraz z zaufania inwestorów¹¹. Skutkiem odpływu kapitału mogą być: drenaż rezerw walutowych bądź załamanie kursu walutowego czy niestabilność systemu finansowego oraz ograniczenia produkcji i niższy wzrost gospodarczy. Jednakże nawet w sytuacji, gdy nie dojdzie do kryzysu, duże lub trwałe odpływy kapitału mogą znacząco wpłynąć na kursy walut, dostęp do kapitału czy wysokość stóp procentowych.

W związku z powyższym prowadzenie odpowiedzialnej i skutecznej polityki gospodarczej wraz z MPM, których celem jest stabilność makroekonomiczna, są kluczowe dla obniżenia zmienności przepływów kapitału i ewentualnego zarządzania nimi w celu uniknięcia znacznych nierównowag i powstania silnej zależności od finansowania zagranicznego. Duża nierównowaga w bilansie płatniczym może zwiększyć ryzyko wybuchu kryzysu, o czym świadczy na przykład gwałtowne pogorszenie międzynarodowych pozycji inwestycyjnych w kilku krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Południowej w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy. Korea Południowa, Rosja i RPA w latach 2009–2011, kiedy wystąpiło ryzyko gwałtownego odpływu kapitału oraz zagrożenie wybuchu kryzysu, dostosowały swoje polityki makroekonomiczne oraz sektory finansowe do warunków

11 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund, 2012b) analizował takie efekty po kryzysach azjatyckim i rosyjskim lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Fundusz (International Monetary Fund, 2011b) analizował również nagłe zatrzymanie gwałtownego napływu kapitału spowodowane wydarzeniami globalnymi.

występujących w globalnej gospodarce, rezygnując z potencjalnych kosztów zastosowania CFM oraz unikając ewentualnego negatywnego postrzegania przez rynek (International Monetary Fund, 2012b). Wprowadzenie CFM w odniesieniu do odpływów kapitału w sytuacjach kryzysowych lub gdy kryzys może być bliski, odgrywa z kolei rolę tymczasową. Na przykład, gdy kraje stoją w obliczu wstrząsów wewnętrznych lub zewnętrznych, które są duże w stosunku do możliwości dostosowania makroekonomicznego lub polityki sektora finansowego lub gdy rozmiar czy czas trwania wstrząsów są wysoce niepewne, wdrożenie CFM może pomóc w zapobieganiu spadkowi kursu walutowego i wyczerpaniu rezerw międzynarodowych. Dlatego uważa się za pożądane i uzasadnione wprowadzenie instrumentów CFM, jeśli mogą przeciwdziałać wybuchowi pełnoobjawowego kryzysu.

Wprowadzanie CFM dla odpływów kapitału nie powinno być traktowane jako substytut dostosowywania polityki makroekonomicznej do zmieniających się warunków. Na przykład w klasycznym kryzysie bilansu płatniczego korekty fiskalne i kursowe są istotną częścią rozwiązań polityki gospodarczej. Zastosowanie CFM nie powinno powodować narastania zewnętrznych zaległości w płatnościach lub niewypłacalności, zwłaszcza w przypadku długu państwowego. To mogłoby osłabić stosunki z wierzycielami, a CFM powinno być wdrażane w przejrzysty sposób. Destrukcyjne odpływy kapitału są zwykle związane z kryzysami walutowymi, zadłużeniem państwowym oraz kryzysami bankowymi lub finansowymi i charakteryzują się trudnościami przedsiębiorstw w spłatach swoich zobowiązań, obniżonymi cenami aktywów, wyższymi stopami procentowymi, znaczną deprecjacją kursu walutowego i niższą produkcją. Międzynarodowy Fundusz Walutowy stosuje tzw. instrumenty wczesnego ostrzegania i testowania wrażliwości w celu przeciwdziałania głębokim spadkom odpływającego z gospodarki kapitału¹². Na przykład globalny wskaźnik napięć finansowych i gospodarczych identyfikuje okresy poważnych napięć i rozprzestrzeniania się kryzysu w poszczególnych krajach. Indeks przedstawia historyczne i systemowe okresy napięć¹³.

W ciągu pierwszej dekady XXI wieku tylko kilka krajów zaostrzyło CFM w zakresie odpływów kapitału, aby zapobiec dużym lub nagłym jego dalszym odpływom w ramach reakcji na kryzys. Kraje te, głównie Argentyna (2001–2002 i od 2011), Islandia (2008) i Ukraina (2008), to kraje zarówno rozwijające się, jak i rozwinięte. Duże odpływy kapitału w tych przypadkach były spowodowane głównie prowadzoną nie zrównoważoną polityką makroekonomiczną, która wywołała kryzys walutowy

12 Testy wczesnego ostrzegania i podatności na zagrożenia służą ocenie ryzyka kryzysowego dla krajów w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy (ryzyko niskie, średnie i wysokie). Uwzględniają one punkty odniesienia WEO/GFSR, czynniki ryzyka specyficzne dla danego kraju, wskaźniki rynkowe i perspektywy oraz ocenę personelu.

13 Wskaźnik obejmuje indeks napięć finansowych wprowadzony w *World Economic Outlook*, indeks presji na rynku walutowym oparty na konstrukcji Frankela i Rose'a z 1996 roku oraz globalny indeks napięć gospodarczych, który jest średnią ważoną PPP kwartalnego wzrostu realnego PKB na poziomie kraju w ciągu 30 lat.

(Argentyna), upadkiem sektora bankowego we wczesnych stadiach światowego kryzysu finansowego (Islandia) oraz kryzysem bankowym i walutowym pogłębionym przez niewystarczające dostosowanie polityki gospodarczej (Ukraina)¹⁴. Z kolei Rosja doświadczyła dużych odpływów kapitału na początku globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, ale nie zastosowała CFM.

Capital flows management dotyczące odpływów uwzględnia wiele środków¹⁵. Te oparte na miejscu zamieszkania, związane z odpływami kapitału, obejmują instrumenty dotyczące:

- 1) inwestycji i transferów rezydentów za granicę, takich jak limity inwestycji rezydentów w instrumenty finansowe za granicę (Islandia);
- 2) sprzedaży i repatriacji inwestycji nierezydentów w kraju w walutach obcych, takich jak okresy oczekiwania nierezydentów na przekazanie wpływów z krajowych papierów wartościowych (Ukraina);
- 3) minimalnych okresów posiadania kapitału (Chile w latach dziewięćdziesiątych XX wieku);
- 4) podatków od transferu napływów (Malezja).

Z kolei instrumenty CFM nieoparte na miejscu zamieszkania zawierają zakazy wymiany i transferu aktywów w walucie krajowej (Islandia) oraz ograniczenia dotyczące wypłat depozytów (Argentyna). Ograniczenia w dostępie nierezydentów do finansowania w walucie lokalnej mogą także utrudnić spekulacje walutowe. Chociaż pierwotnie był to ogólny zakaz (np. obowiązujący w Islandii zakaz wymiany i transferu aktywów w walucie krajowej), to nie ma już zastosowania do aktywów nabytych po listopadzie 2009 roku, sfinansowanych walutą obcą wymienioną na walutę krajową na rynku krajowym i zarejestrowanych jako nowa inwestycja w banku centralnym.

Skuteczność instrumentów CFM dotyczących odpływów kapitału będzie prawdopodobnie większa, jeśli będą one częścią szerokich ram polityki i będą wspierane przez solidny system instytucjonalny i regulacyjny. Wydaje się, że środki CFM stosowane podczas odpływów kapitału są skuteczniejsze, jeśli towarzyszą rozsądnie prowadzonej polityce makroekonomicznej, są dobrze zaprojektowane i egzekwowane oraz stanowią część kompleksowego pakietu polityki, tak jak miało to miejsce w Islandii i niektórych innych krajach o solidnych podstawach ekonomicznych¹⁶. Aby uniknąć obchodzenia środków i zachować skuteczność, instrumenty CFM muszą być również kompleksowe i na bieżąco dostosowywane. Chociaż narzędzia CFM w odpowiedzi na destrukcyjne odpływy muszą być kompleksowe, to powinny

14 Spośród krajów wdrażających szeroko zakrojone środki CFM jedynie kontrole w Islandii były skuteczne.

15 Niektóre z tych środków zostałyby również sklasyfikowane jako płatności i transfery w ramach bieżących transakcji międzynarodowych na podstawie statutu MFW, a więc podlegałyby jurysdykcji funduszu w zakresie transakcji na rachunkach bieżących.

16 Wysoka skuteczność kontroli w Islandii może również odzwierciedlać niewielki rozmiar kraju i wysoce restrykcyjny charakter stosowanych w nim środków.

mieć charakter tymczasowy. Właściwy moment na zniesienie instrumentów CFM odnoszących się do odpływu kapitału będzie zależał od okoliczności w danym kraju. Ogólnie rzecz biorąc, odpływowe środki CFM powinny zostać zniesione, gdy przywrócone zostaną stabilność makroekonomiczna (w szczególności w odniesieniu do kursu walutowego, zdolności obsługi zadłużenia i stabilności finansowej), zaufanie inwestorów do aktywów krajowych i dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych oraz gdy rezerwy walutowe przekroczą wartość krytyczną.

3.6. Rola krajów pochodzenia i współpraca międzynarodowa

Jeżeli CFM lub inne polityki zwiększają ryzyko dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej w innych krajach, a podejmowanie środków zaradczych w celu zarządzania tym ryzykiem jest dla tych krajów kosztowne, pożądane może się okazać wprowadzenie koordynacji międzynarodowej, w ramach której kraje częściowo internalizują skutki uboczne swojej polityki. Może to wymagać od krajów pochodzenia lepszej internalizacji skutków ubocznych wynikających z ich polityki pieniężnej i ostrożnościowej, a od krajów odbiorców – umiarkowanego stosowania narzędzi CFM, jeśli prowadzą one do kosztownych skutków ubocznych (takich jak odwrócenie przepływów). Na przykład europejska koordynacja pod nazwą „Inicjatywa wiedeńska” (*Vienna Initiative 2...*, 2012) stanowi ważne porozumienie na rzecz transgranicznej i wielostronnej współpracy sektora publiczno-prywatnego w celu ochrony przed nieuporządkowanym delewarowaniem w Europie Środkowej i Wschodniej¹⁷.

Przegląd instytucjonalny z 2012 roku utrzymuje zasadę, że polityka kraju pochodzenia odgrywa znaczącą rolę w łagodzeniu wielostronnego ryzyka związanego z przepływami kapitału. Uznaje, że gwałtowny wzrost przepływów transgranicznych może wskazywać na potrzebę dostosowania zarówno w krajach otrzymujących kapitał, jak i w krajach jego pochodzenia. Kraje, w ramach swojego prawa, powinny rozważyć środki mające na celu zapobieżenie zagrożeniom dla stabilności

¹⁷ Pierwsza próba podjęta w 2009 roku doprowadziła do zobowiązania banków wielostronnych do utrzymania transgranicznej ekspozycji na pięć krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które otrzymały programy wsparcia makrofinansowego od MFW i UE. Drugie przedsięwzięcie, wprowadzone w 2012 roku, zatytułowane „Wiedeń 2.0”, miało na celu zachęcenie do współpracy władz krajów pochodzenia i przyjmujących kapitał, w celu unikania nieuporządkowanego delewarowania, rozwiązywania potencjalnych transgranicznych problemów ze stabilnością finansową oraz podejmowania działań politycznych (głównie w obszarze nadzoru), które są w najlepszym interesie zarówno dla krajów pochodzenia, jak i przyjmujących.

makroekonomicznej i finansowej, związanym z transgraniczną działalnością rynków i instytucji. Taka transgraniczna koordynacja polityki między krajami pochodzenia a krajami otrzymującymi kapitał pomogłaby złagodzić niepożądane skutki uboczne wprowadzonych środków. Efekty uboczne polityki kraju pochodzenia i koordynacja polityk są rozpatrywane w kontekście wielostronnego i dwustronnego nadzoru MFW wraz z krajami członkowskimi, zgodnie z decyzją w sprawie zintegrowanego nadzoru. Na przykład w 2021 roku podczas konsultacji amerykańskich poświęcono wiele uwagi znaczeniu starannego informowania o zmianach w polityce, tak aby możliwe było zminimalizowanie niekorzystnych skutków ubocznych. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w październiku 2021 roku podkreślił również znaczenie jasnych i zależnych od sytuacji przyszłych wytycznych i komunikatów płynących z banków centralnych gospodarek rozwiniętych, także w stabilnych okresach, aby uniknąć nieoczekiwanych zachowań (International Monetary Fund, 2021b).

Pogląd instytucjonalny z 2012 roku nie zmienia (i prawnie nie może zmieniać) praw i obowiązków członków, wynikających z zawartych przez nich innych umów międzynarodowych. Jednakże nadal prowadzona jest współpraca międzynarodowa pomiędzy członkami. Wypełnianie zobowiązań wynikających z umów międzynarodowych określają wyłącznie obowiązujące postanowienia tych umów. Celem wprowadzenia poglądu instytucjonalnego jest wspieranie globalnego dialogu na temat zarządzania przepływami kapitału i promowania bardziej spójnego podejścia do zarządzania przepływami kapitału w międzynarodowych umowach i ramach. Na przykład zapisy poglądu zachęcają członków do uwzględniania stabilności makroekonomicznej i finansowej oraz efektywnego działania międzynarodowego systemu walutowego (*International Monetary System*) jako kluczowych kwestii przy korzystaniu z CFM w ramach umów dwustronnych, regionalnych i wielostronnych. Międzynarodowy Fundusz Walutowy zacieśnia współpracę z innymi organizacjami zaangażowanymi w opracowywanie polityk wpływających na przepływy kapitału, takimi jak Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz Rada Stabilności Finansowej (FSB). Od czasu przyjęcia *Institutional View* w 2012 roku poczyniono w tej sprawie znaczne postępy, o czym świadczy ścisła współpraca z tymi organizacjami oraz wsparcie funduszu dla reform regulacyjnych i nadzorczych sektora finansowego. Kolejne działania, mające na celu dalszą współpracę z OECD, FSB i organami ustanawiającymi standardy, są rozważane jako część planu wdrażania zarządzania w odpowiedzi na zalecenia oceny sporządzonej przez Niezależne Biuro Oceny (Independent Evaluation Office – IEO), dotyczące doradztwa MFW w sprawie przepływów kapitału (International Monetary Fund, 2021b). Ponadto fundusz wnosi wkład do międzynarodowych rozwiązań na rzecz zmniejszenia zmienności przepływów transgranicznych, między innymi poprzez udział w pracach FSB dotyczących pozabankowego pośrednictwa finansowego i aktywów kryptograficznych.

Międzynarodowa koordynacja polityki i współpraca są potrzebne w celu złagodzenia wielostronnych zagrożeń związanych z odpływem kapitału. Odpływy z kraju

znajdującego się w kryzysie lub kraju bliskiego kryzysu mogą mieć skutki uboczne w krajach, które są postrzegane lub traktowane przez inwestorów jako podobne. Efekt domina może się rozprzestrzenić, jeśli odpływy prowadzą do niestabilności finansowej w dużych, wzajemnie powiązanych instytucjach, takich jak globalne systemowe instytucje finansowe, lub jeśli są postrzegane jako mające wpływ na stabilność globalną. Nałożenie CFM odpływowych przez kraj może skłonić inne kraje do podjęcia podobnych działań lub wywołać efekt domina poprzez podsycanie takich oczekiwań wśród uczestników rynku. Silniejsze globalne i regionalne sieci bezpieczeństwa finansowego mają za zadanie zmniejszenie zapotrzebowania na CFM, zapewniając tymczasową płynność oraz zmniejszając obawy o efekt domina w celu wzmacniania zaufania rynku. W toku globalnych kryzysów od połowy 2007 roku takie działania podejmowały banki centralne, instytucje międzynarodowe i regionalne, prowadząc często między sobą skoordynowane działania¹⁸.

3.7. Pogląd instytucjonalny z 2012 roku – doświadczenia i wnioski z badań

Analizy tego, w jaki sposób gospodarki rynków rozwijających się wykorzystują CFM w praktyce, dokonali P. Gupta i O. Maseti (2018)¹⁹. Oddzielnie zbadali wpływ CFM dla różnych rodzajów przepływów kapitału: BIZ, przepływów portfelowych i przepływów w sektorze bankowym, zarówno dla napływów, jak i odpływów kapitału oraz rezydentów i nierezydentów. Zauważyli, że gospodarki rynków rozwijających się raczej rzadko stosują CFM. Działań łagodzących jest znacznie więcej niż rygorystycznych środków CFM, co wskazuje na tendencję w kierunku liberalizacji rachunku kapitałowego, a nie tendencję do łagodzenia i zacieśniania rachunku kapitałowego w sposób antycykliczny. Zauważono, że wprowadzone ograniczenia w przepływach kapitału są zmieniane w około 12,5% wszystkich obserwacji kwartalnych, znacznie rzadziej niż decyzje w ramach prowadzonej polityki pieniężnej czy stosowane regulacje makroostrożnościowe. Ponadto autorzy stwierdzili, że

18 Na przykład w październiku 2008 roku Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych zatwierdziła dwustronne umowy dotyczące swapów walutowych z czternastoma zagranicznymi bankami centralnymi. W ramach tych umów swapowych, w zamian za własne waluty, zagraniczne banki centralne otrzymywały dolary z Rezerwy Federalnej, aby pożyczać je instytucjom finansowym w ich obszarach prawnych. W maju 2012 roku regionalna siatka bezpieczeństwa między kilkoma krajami azjatyckimi została wzmocniona przez multilateralizację inicjatywy Chiang Mai wśród gospodarek ASEAN+3.

19 Autorzy wykorzystali nowatorską bazę danych obejmującą 47 krajów za okres od I kw. 1999 do II kw. 2016 roku.

kiedy kraje stosują CFM, to bardziej prawdopodobne jest, że zmienią ograniczenia dotyczące przepływów rezydentów niż przepływów nierezydentów, a także skupią swoje działania raczej na przepływach portfelowych niż przepływach związanych z bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi czy sektorem bankowym.

Korzystanie z instrumentów CFM różni się w zależności od kraju i regionu (Gupta, Maseti, 2018). Stosowanie środków CFM jest najbardziej rozwinięte w Azji. Szczególnie Indie wyróżniają się na tle innych państw z tego regionu pod względem liberalizacji przepływów kapitału. W Ameryce Łacińskiej wykorzystywanie CFM jest bardziej zrównoważone, co wiąże się ze stosowaniem zarówno ograniczeń zaostreżających swobodny przepływ kapitału, jak i tych o charakterze łagodzącym. W latach 1999–2016 kraje z bardziej zamkniętymi rachunkami kapitałowymi stawiały sobie z reguły za cel liberalizację przepływów kapitału i sukcesywnie jej dokonywały, a jednocześnie angażowały środki CFM w niektórych sytuacjach. Kraje o zasadniczo zliberalizowanych rachunkach kapitałowych początkowo bardziej aktywnie wykorzystywały CFM jako narzędzie polityki antycyklicznej. Ogólnie rzecz biorąc, kraje stosują kombinację instrumentów CFM z innymi instrumentami w ramach prowadzonej polityki gospodarczej, aby odpowiednio reagować podczas cykli koniunkturalnych, cykli przepływów kapitału i globalnych cykli finansowych. Zestaw takich polityk zwykle składa się z antycyklicznej polityki pieniężnej, środków makroostrożnościowych, korekt kursów walutowych i interwencji na rynkach walutowych. Tak uważają również Eichengreen i Rose (2014) oraz Fernández, Rebucci i Uribe (2015), którzy pokazują, że narzędzia CFM są używane stosunkowo rzadko. Z kolei Ghosh, Ostry i Qureshi (2017) stwierdzają, że częściej stosowane są inne polityki niż CFM. Kraje coraz częściej wykorzystują politykę pieniężną i kursy walut jako narzędzia polityki antycyklicznej. Zwiększoną antycykliczność polityki pieniężnej podkreślili również Eichengreen i Gupta (2016), którzy pokazali, że kraje obniżają stopy procentowe w sposób antycykliczny podczas nagłego zatrzymania napływu kapitału.

W praktyce znanych jest kilka przypadków stosowania kontroli kapitału w odpowiedzi na nieregularne przepływy kapitału. Były stosowane w Chile w latach osiemdziesiątych XX wieku, w Malezji podczas kryzysu azjatyckiego pod koniec lat dziewięćdziesiątych, a niektóre państwa, na przykład Brazylia, stosowały kontrolę przepływów kapitału od czasu światowego kryzysu finansowego w latach 2008–2009 (Forbes i in., 2016). Brak szerszego i znaczącego zastosowania instrumentów CFM może wynikać z wielu powodów, np. braku danych na temat rzeczywistych kosztów i korzyści wynikających z zastosowania CFM w różnych krajach, braku danych o instrumentach CFM lub trudności w rozwiązaniu problemu endogeniczności. Te i inne czynniki stanowią barierę dla krajów potencjalnie zainteresowanych. Narzędzia i procesy związane z wdrażaniem instrumentów kontroli kapitału są w zasadzie nowe w ekonomii międzynarodowej i nie są głęboko osadzone w literaturze oraz praktyce.

W swoim teoretycznym opracowaniu Jeanne i Korinek (2010) scharakteryzowali sytuacje, w których zastosowanie środków CFM może wpłynąć na wzrost dobrobytu.

Dotyczy to przypadków, w których niezakłócony przepływ kapitału może wpływać na utratę stabilności gospodarczej lub finansowej, ale poszczególni uczestnicy rynku nie uwzględniają tych ewentualnych skutków we własnych decyzjach. Zgodnie z założeniami autorów model optymalną polityką byłoby regulowanie wielkości napływu kapitału w celu jego ograniczenia w okresach dużych napływów (wzrostów) i liberalizacja w okresach dużych odpływów (zatrzymań). Instrumenty CFM są postrzegane jako skuteczne w przywracaniu równowagi makroekonomicznej, szczególnie w przypadku zastosowania korekty kursu walutowego lub wprowadzania zmian w ramach polityki pieniężnej.

W innym badaniu Korinek (2017) skwantyfikował efekty zewnętrzne różnych rodzajów przepływów kapitału, wykorzystując zarówno podejście statystyczne, jak i symulacje modelowe. Zauważył, że efekty zewnętrzne różnych kategorii przepływów dla gospodarek rozwijających się różnią się między sobą. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne wywołują najmniejsze efekty zewnętrzne, następnie portfelowe inwestycje kapitałowe, zadłużenie w walucie lokalnej, zadłużenie w walucie lokalnej indeksowane do inflacji CPI i na końcu obligacje dolarowe, które wywołują największe efekty zewnętrzne wobec zobowiązań rozwijających się gospodarek. Wniosek Korineka (2017) dotyczący polityki jest taki, że środki zarządzania przepływami kapitału powinny przede wszystkim dążyć do poprawy struktury przepływów kapitału oraz do większej roli ubezpieczeń. Jego zdaniem środki CFM nie powinny wpływać na całkowity poziom przepływów.

Farhi i Werning (2014) poszukiwali optymalnej polityki kontroli kapitału w modelu gospodarki otwartej w odpowiedzi na szoki związane z produktywnością, warunki w handlu, zagraniczne stopy procentowe, premię za ryzyko oraz wahania popytu eksportowego. Stwierdzili, że instrumenty CFM mogą być użytecznymi narzędziami łagodzenia skutków wstrząsów – zarówno w systemach sztywnego, jak i elastycznego kursu walutowego. Przypadek zastosowania środków CFM w ramach elastycznych kursów walutowych kontrastuje wprawdzie z tradycyjnym podejściem Mundella, ale autorzy argumentowali, że w przypadku elastycznych kursów walutowych instrumenty CFM mogą wspierać osiągnięcie dwóch celów. Są nimi stabilność makroekonomiczna i korzystne warunki dla wymiany handlowej z zagranicą. Cytowani autorzy twierdzili, że środki CFM pomagają w łagodzeniu deprecjacji kursu walutowego i służą poprawie warunków handlu, ograniczają spadek konsumpcji, regulują odpływ kapitału i związaną z tym nadwyżkę handlową.

Z kolei Korinek i Sandri (2016) porównali skuteczność zastosowania kontroli kapitału CFM i środków makroostrożnościowych MPM w zmniejszaniu niestabilności finansowej w modelu małej gospodarki otwartej, w której podmioty mogą nadmiernie pożyczać, nie internalizując ogólnogospodarczych kosztów związanych z kryzysami finansowymi i deprecjacją kursów walutowych. Autorzy podkreślili, że kontrola kapitału ma zastosowanie wyłącznie do transakcji finansowych między rezydentami a nierezydentami i skłania uczestników rynku do ostrożniejszych zachowań, w tym oszczędzania. Regulacje makroostrożnościowe mają także zastosowanie

do kredytobiorców, wpływając na zmniejszenie ich zadłużenia z wysoką dźwignią finansową. Pomimo iż zarówno kontrola kapitału, jak i środki makroostrożnościowe mogą wpływać na ograniczenie zaciąganych pożyczek do bezpiecznych poziomów, to regulacje makroostrożnościowe mogą pomóc złagodzić wzrosty i spadki cen aktywów zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w rozwijających się gospodarkach. Z kolei zastosowanie kontroli kapitału może być skuteczniejsze w gospodarkach rozwijających się i może odgrywać jedynie ograniczoną rolę w krajach rozwiniętych.

Literatura przedmiotu dotycząca wykorzystania kontroli kapitału jako narzędzia polityki antycyklicznej obejmuje m.in. artykuły Eichengreena i Rose'a (2014) oraz Fernández, Rebucciego i Uribe'go (2015). Wyniki obu opracowań pokazują, że kontrola kapitału jest zwykle bardzo trwała i nie zmienia się zbyt w odpowiedzi na cykle gospodarcze i finansowe. Eichengreen i Rose (2014), korzystając z danych rocznych dla dużej liczby krajów, nie znaleźli dowodów na poparcie hipotezy, że kontrola kapitału służy do wygładzania cyklu koniunkturalnego²⁰. Fernandez, Rebucci i Uribe (2015) również przeanalizowali roczne dane dotyczące stosowania kontroli kapitału dla wielu rozwiniętych i rozwijających się gospodarek w latach 1995–2011 i ustalili, że kontrola kapitału była stosowana sporadycznie. Środki kontroli kapitału CFM nie były wykorzystywane w sposób antycykliczny i aktywnie używane podczas epizodów boomu lub załamania gospodarczego. Ich wyniki nie dają jednoznacznych odpowiedzi odnoszących się do poziomu rozwoju gospodarczego, zadłużenia zagranicznego czy reżimu kursowego w okresie przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku i po nim. Ghosh, Ostry i Qureshi (2017) zbadali wpływ zmian w konstrukcji i zastosowaniu CFM dla siedemnastu gospodarek rozwijających się za lata 2005–2013, obejmujące okresy liberalizacji i zaostrzania regulacji dotyczących przepływów kapitału. Stwierdzili, że decydenci polityczni proaktywnie reagują na napływ kapitału, stosując kombinację narzędzi politycznych, takich jak: stopy procentowe, interwencje na rynku walutowym i środki makroostrożnościowe, oraz uzupełniając je wprowadzanymi instrumentami z obszaru kontroli napływu kapitału w przypadku pojawienia się problemów związanych z konkurencyjnością i stabilnością finansową. Jednym z głównych ograniczeń dotychczasowych opracowań w literaturze przedmiotu jest to, że większość z nich wykorzystuje dane roczne, a więc nie w pełni odzwierciedla zachodzące zmiany (np. zmiany regulacji prawnych) z częstotliwością cyklu koniunkturalnego. Z wyjątkiem Ghosha, Ostry'ego i Qureshiego (2017) wykorzystane dane i skonstruowane wskaźniki miary przepływów kapitału (np. indeks Chinn i Ito, 2006) odnoszą się raczej do istniejących ograniczeń, a nie do ich zmian. Szeregi te ulegają modyfikacjom bardzo powoli i nie odzwierciedlają zmian w regulacjach z częstotliwością cyklu koniunkturalnego.

20 Gupta (2016) zauważa, że Indie konsekwentnie liberalizują swój rachunek finansowy od końca lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Tempo liberalizacji było szybsze w okresach powolnego napływu kapitału, a wolniejsze w okresie szybkiego napływu.

Poza tym niektóre opracowania pokazują wykorzystanie CFM tylko w stosunku do krajowych cykli gospodarczych, podczas gdy inne badania odnoszą się do cykli związanych z przepływami kapitału. Artykuł Ghosha, Ostry'ego i Qureshiego (2017) jest jednym z niewielu artykułów wykorzystujących dane kwartalne, na które składają się dane zawierające zmiany w przepisach, a nie tylko zastosowane środki.

Jeśli chodzi o stosowanie innych rozwiązań w ramach prowadzonej polityki gospodarczej, to w obliczu nagłego zatrzymania przepływów kapitału kraje na ogół obniżają swoje podstawowe stopy procentowe oraz łagodzą regulacje makroostrożnościowe. To jest zgodne z wynikami badań Eichengreena i Gupty (2016), którzy zauważyli, że od 2000 roku władze monetarne w reakcji na nagłe zatrzymania obniżały stopy procentowe, aby wesprzeć działalność gospodarczą, propagowały dalszy rozwój rynków finansowych. Dodatkowo w badanych gospodarkach rozwijających się przyzwalano na deprecjację kursów walutowych, natomiast zasady makroostrożnościowe były łagodzone. Eichengreen, Gupta i Masetti (2018) zauważyli, że złagodzenie polityki monetarnej i deprecjacja waluty nastąpiły, ponieważ kraje zmniejszyły niedopasowanie walutowe, ograniczając niekorzystne skutki deprecjacji dla ich bilansów płatniczych. Władze monetarne także reagują na gwałtowne wzrosty odpływu kapitału, podnosząc podstawowe stopy procentowe, przyzwalając na aprecjację kursów walut i gromadząc rezerwy walutowe.

Rozdział 4

Podejście instytucjonalne Międzynarodowego Funduszu Walutowego z 2022 roku – aktualizacja

Pogląd instytucjonalny w sprawie liberalizacji przepływów kapitałowych i zarządzania nimi (*Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows* – IV), formalnie przyjęty w 2012 roku, oznaczał istotną zmianę oficjalnego stanowiska Międzynarodowego Funduszu Walutowego w sprawie liberalizacji rachunków kapitałowych, udzielając poparcia dla środków zarządzania przepływami kapitału (*capital flows management*) w określonych okolicznościach. Po jego wprowadzeniu zauważono, że chociaż ogólnie kraje doświadczały mniejszej zmienności przepływów kapitału w latach 2013–2019, to nastąpił wzrost dyskusji na temat stosowania instrumentów CFM. Okazało się, że wśród członków MFW zastosowanie środków CFM jest nierówne, a zmienność przepływu kapitału jest nadal doświadczana w niektórych krajach (Ramos, Merling, Gallagher, 2022).

Pierwsze wytyczne MFW dotyczące wdrażania poglądu instytucjonalnego zostały opublikowane w raporcie z 2013 roku, w którym poinstruowano pracowników MFW, aby przy analizie środków kontroli kapitału brali pod uwagę w szczególności wielkość i trwałość poszczególnych kategorii kapitału i ich wpływ na stabilność finansową krajów lub bilans płatniczy (International Monetary Fund, 2013b). Od momentu przyjęcia poglądu instytucjonalnego MFW przeprowadził kilka ocen jego wdrażania, skupiając się głównie na spójności otrzymanych przez kraje porad oraz prowadzonych przez nie wewnętrznych dyskusji na temat środków zarządzania przepływami kapitału (International Monetary Fund, 2020a).

W 2015 roku MFW opublikował aktualizację wytycznych do poglądu instytucjonalnego, w której wyjaśniono, że nawet w przypadku destrukcyjnych odpływów kapitału lub ich wysokiej zmienności środki CFM należy stosować tylko w obliczu wyraźnego kryzysu (International Monetary Fund, 2015). W Brazylii wdrożono

program MFW ukierunkowany na zastosowanie środków CFM, dzięki któremu możliwe było zarządzanie cyklicznymi przepływami kapitału, aby uniknąć ekstremalnej zmienności kursu walutowego (International Monetary Fund, 2012a). Z kolei Islandia jest przykładem gospodarki, w której MFW w ramach stworzonego programu popierał i doradzał zastosowanie instrumentów kontroli kapitału, w wyniku czego wdrożono zestaw zasad.

W 2020 roku Niezależne Biuro Oceny MFW opublikowało kompleksowy przegląd zawierający studia przypadków 28 krajów za lata 2004–2019. W raporcie tym podkreślono pozytywne skutki zastosowania poglądu instytucjonalnego, a jednocześnie wyrażono obawy, że działania MFW w sprawie wdrażania środków CFM pozostają stosunkowo „nieśmiałe”. W raporcie IEO zalecono, aby CFM było stosowane bardziej proaktywnie i aby działania miały trwały charakter. Jednocześnie autorzy raportu z pewnym sceptycyzmem odnieśli się do braku teoretycznego i empirycznego uzasadnienia stanowiska funduszu w sprawie stosowania instrumentów CFM jako środków anty kryzysowych. Nie poruszyli oni kwestii dotyczących tego, kiedy, dla których krajów i w jakich okolicznościach środki CFM powinny być stosowane.

W dniu 21 marca 2022 roku Rada Wykonawcza Międzynarodowego Funduszu Walutowego opublikowała *Przegląd poglądu instytucjonalnego w sprawie liberalizacji przepływów kapitału i zarządzania nimi* (*Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows – RIV*). Pierwotny pogląd instytucjonalny został przyjęty w 2012 roku i stanowi podstawę spójnego doradztwa funduszu dla swoich członków w zakresie polityki związanej z przepływami kapitału. Celem zapisów zawartych w poglądzie jest pomoc krajom członkowskim w czerpaniu korzyści z przepływów kapitału, bez generowania przy tym znaczących negatywnych skutków zewnętrznych. Jednocześnie zaproponowano rozwiązania dotyczące zarządzania ryzykiem powiązanych z przepływami kapitału w sposób, który sprawia, że gospodarka zachowuje stabilność makroekonomiczną i finansową.

W przeglądzie w 2022 roku zaktualizowano podejście instytucjonalne z 2012 roku o dane na temat postępów w badaniach teoretycznych i empirycznych oraz o doświadczenia rozwiązań wprowadzonych w poszczególnych krajach. W szczególności zawartość przeglądu opiera się na wynikach prac nad ramami zintegrowanej polityki (*Internal Policy Framework – IPF*), wnioskami z oceny Niezależnego Biura Oceny (*Independent Assessment Office – IAO*) z 2020 roku oraz na doświadczeniach MFW dotyczących przepływów kapitału i wdrażaniu poglądu instytucjonalnego. W wersji z 2022 roku zachowano podstawową zasadę zapisaną w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku, tj. ogólne założenie, że przepływy kapitału mogą przynieść krajom znaczne korzyści, oraz że środki zarządzania przepływami kapitału, choć przydatne w pewnych okolicznościach, nie powinny zastępować uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych. Szczególną uwagę w przeglądzie ponownie poświęcono zasadności stosowania zapobiegawczych środków CFM/MPM, które mają podlegać

kompleksowemu procesowi oceny i okresowym przeglądom, aby zagwarantować, że nie zastępują one niezbędnych dostosowań makroekonomicznych, nie osłabiają rozwoju rynku oraz nie utrzymują lub nie pogłębiają nierównowagi zewnętrznej. Przyjęcie tych środków może stanowić uzupełnienie niezbędnych dostosowań polityki makroekonomicznej. Środki CFM/MPM powinny być ukierunkowane, tymczasowe i przejrzyste. Jeśli zapobiegawcze instrumenty CFM/MPM powodują niekorzystne skutki uboczne, które mogą znacząco i negatywnie wpłynąć na efektywne działanie międzynarodowego systemu walutowego, to na podstawie decyzji w sprawie zintegrowanego nadzoru należy zbadać, czy podejmowane alternatywne działania w ramach polityki kontroli kapitału mogą osiągnąć te same cele polityki wewnętrznej kraju przy jednoczesnym zminimalizowaniu negatywnego wpływu efektów zewnętrznych.

Główną rolę w łagodzeniu wielostronnego ryzyka związanego z przepływami kapitału odgrywa polityka gospodarcza prowadzona zarówno w krajach pochodzenia kapitału, jak i w krajach, do których kapitał napływa. Ponadto, jak podkreślają autorzy przeglądu, w dalszym ciągu w pewnych okolicznościach występuje możliwość wykorzystywania zapobiegawczych środków związanych zarówno z zarządzaniem przepływami kapitału, jak i środkami polityki makroostrożnościowej CFM/MPM w odniesieniu do napływającego długu (tzn. także przy braku nagłego wzrostu napływu kapitału). Zastosowanie takich środków jest uzasadnione, gdy systemowym ryzykiem finansowym wynikającym z wrażliwości aktywów, zwłaszcza z niedopasowania walut, nie można skutecznie zarządzać za pomocą konwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej. W wyjątkowych okolicznościach stosowanie prewencyjnych CFM/MPM jest również uzasadnione w celu wyeliminowania podatności gospodarki na zagrożenia związane z zadłużeniem zewnętrznym denominowanym w lokalnej walucie. Ostatecznie spełnienie przez kraj warunków stosowania zapobiegawczych instrumentów CFM/MPM powinno umożliwiać terminową i skuteczną reakcję na ryzyko systemowe.

Ogólnie rzecz biorąc, w 2022 roku w aktualizacji poglądu instytucjonalnego wprowadzono dwie znaczące zmiany do obowiązujących polityk:

- 1) możliwe jest stosowanie zapobiegawczych środków CFM/MPM w odniesieniu do napływu długu w walucie obcej w celu przeciwdziałania systemowemu ryzyku finansowemu wynikającemu z niedopasowania walutowego, a w innych przypadkach mogą być nakładane limity na napływ długu w lokalnej walucie; oznacza to zezwolenie na zastosowanie zapobiegawczych CFM/MPM, gdy zwiększone niedopasowanie walutowe naraża kraje na systemowe ryzyko finansowe w przypadku odwrócenia przepływu kapitału; ponadto w dokumencie z 2022 roku aktualizującym pogląd MFW z 2012 roku zapisano, iż możliwe jest specjalne traktowanie niektórych kategorii środków CFM, które – ze względu na swój szczególny charakter – nie powinny podlegać ocenie adekwatności mającej zastosowanie do innych CFM na mocy poglądu instytucjonalnego z 2012 roku;

- 2) ustanowiono specjalne traktowanie dla niektórych kategorii środków CFM; obecnie, gdy środek zostanie uznany za makrokrytyczny CFM¹, personel MFW ma obowiązek ocenić jego adekwatność zgodnie z kryteriami określonymi w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku.

W przeglądzie nie proponuje się zmiany innych kluczowych elementów poglądu MFW, ale omawia się kilka koncepcji, które odgrywają ważną rolę we wdrażaniu przeglądu. Występują bowiem środki, które ze względu na swój charakter wymagają zróżnicowanego i specjalnego traktowania. Należą do nich środki wprowadzone wyłącznie ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego, niektóre środki przyjęte zgodnie z uzgodnionymi na szczeblu międzynarodowym ramami ostrożnościowymi (w tym porozumienia o wzajemności), środki stosowane w celu zwalczania prania pieniędzy i finansowania terroryzmu AML/CFT, wdrażane zgodnie z międzynarodowymi standardami, a także środki wynikające z niektórych międzynarodowych standardów przeciwko unikaniu płacenia podatków. Autorzy przeglądu uzgodnili, że zapisy dokonane w poglądzie instytucjonalnym nie stanowią właściwych ram do oceny zasadności stosowania takich środków. Podkreślono jednocześnie, że instrumenty nadal powinny być klasyfikowane jako CFM, jeżeli środki te kwalifikują się i są zgodne z definicją CFM zawartą w art. IV poglądu i akceptowane w ramach nadzoru, jeśli mają charakter makrokrytyczny lub mogą powodować znaczące skutki uboczne, zgodnie z decyzją w sprawie zintegrowanego nadzoru. Wielu dyrektorów w MFW zastrzega, że środki wprowadzane ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego powinny być stosowane oszczędnie, aby unikać nadużyć w tym obszarze. Ponadto podkreślono, że pomoc i porady MFW w obszarze poglądu instytucjonalnego, dotyczące zarządzania gwałtownymi wzrostami napływu kapitału i reakcji na destrukcyjne odpływy oraz podejmowania dalszej liberalizacji przepływów kapitału, pozostają niezmienione.

W przeglądzie podejścia instytucjonalnego przyjęto dodatkowe wytyczne dotyczące przeprowadzania ocen makrokrytyczności i identyfikacji gwałtownych przepływów kapitału, zbliżających się kryzysów czy przedwczesnej liberalizacji, wyraźnie podkreślając i uzasadniając swoje stanowisko faktem, że takie oceny odgrywają ważną rolę w formułowaniu zaleceń dotyczących polityki w ramach poglądu MFW. Ponadto zwrócono uwagę na pewien istotny aspekt dotyczący utrzymywania starannej równowagi między osądem personelu MFW a jego bezstronnością oraz przejrzystością podczas wdrażania poglądu instytucjonalnego, w tym szczególnie zastosowania środków CFM.

Podsumowując spostrzeżenia i uwagi autorów przeglądu instytucjonalnego sporządzonego w 2022 roku, należy stwierdzić, że niektóre tematy wymagają dalszych badań i nie mogły zostać uwzględnione w tym przeglądzie. Dotyczy to m.in. takich kwestii, jak: wykorzystanie środków CFM do celów społecznych lub politycznych, dystrybucyjne skutki liberalizacji przepływów kapitału, wykorzystanie środków CFM przy nagłych odpływach kapitału poza okolicznościami kryzysowymi, a w szczególności wpływ cyfryzacji i zmian klimatu na przepływy kapitału.

1 Szczegółowa charakterystyka znajduje się w podrozdziale 4.4 niniejszego opracowania.

4.1. Środki kontroli kapitału w przeglądzie instytucjonalnym

Należy podkreślić, że przyjęcie poglądu instytucjonalnego w 2012 roku było kamieniem milowym w opracowywaniu spójnych wytycznych dotyczących liberalizacji przepływów kapitału i zarządzania nimi. Ustanowiono jednolite zasady odnoszące się do doradztwa politycznego, a w pewnych przypadkach dotyczące oceny rachunków kapitałowych członków MFW, bez zmiany praw i obowiązków członków wynikających ze statutu MFW lub innych umów międzynarodowych (International Monetary Fund, 2012c). Zgodnie z art. VI ust. 3 statutu MFW (International Monetary Fund, 1944) członkowie mają swobodę przeprowadzania takich kontroli, jakie są niezbędne do regulowania międzynarodowego przepływu kapitału. Przegląd instytucjonalny w żaden sposób nie zmienia tych praw. Jednak zgodnie ze zobowiązaniami członków wynikającymi z art. VIII ust. 2 lit. a² i 3 oraz art. VI statutu MFW (International Monetary Fund, 1944) kontrole kapitału nie mogą być wykorzystywane do ograniczania płatności za bieżące transakcje w obrocie międzynarodowym lub do nieuzasadnionego opóźniania transferów środków w ramach rozliczania zobowiązań. Prawo członków do regulowania przepływów kapitału jest również ograniczone przez ich zobowiązania wynikające z art. IV, odnoszące się do stabilności systemu kursów walutowych, w tym zakaz manipulacji kursami walutowymi lub powodowania zakłóceń w międzynarodowym systemie walutowym w celu zapobieżenia nietransakcyjnemu dostosowywaniu bilansu płatniczego lub uzyskania nieuczciwej przewagi konkurencyjnej nad innymi członkami. Ponadto w kontekście wykorzystywania zasobów funduszu, zgodnie z art. VI ust. 1 lit. a statutu MFW (International Monetary Fund, 1944), fundusz może zażądać od członka wprowadzenia kontroli kapitału, aby uniemożliwić wykorzystanie ogólnych zasobów funduszu w celu zaspokojenia dużego lub trwałego w danym kraju odpływu kapitału.

W przeglądzie przedstawiono wytyczne dotyczące zarządzania przepływami kapitału, identyfikując okoliczności, w których mogą być przydatne środki CFM. Opracowano plan działania na rzecz bezpiecznej liberalizacji rachunków kapitałowych, bez kategorycznego założenia, że pełna liberalizacja zawsze będzie właściwym celem dla wszystkich krajów. Podkreślono także znaczenie współpracy międzynarodowej w zakresie polityki dotyczącej przepływów kapitału. W przeglądzie z 2022 roku nie proponuje się zmiany pozostałych kluczowych elementów zapisanych w poglądzie z 2012 roku, ale omawia się kilka koncepcji, które odgrywają ważną rolę w realizacji jego celów (International Monetary Fund, 2022). Utrzymano dotychczasowe

2 Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Bretton Woods (1944.07.22), artykuł VIII ust. 2 (Unikanie ograniczeń bieżących płatności), (a): Zgodnie z przepisami art. VII ust. 3 (b) i art. XIV ust. 2 członek nie będzie bez zgody Funduszu wprowadzał ograniczeń przy dokonywaniu płatności i przekazów dla celów bieżących transakcji międzynarodowych.

zalecenia dotyczące polityki zarządzania ryzykiem makroekonomicznym związanym z przeszacowaniem kursu walutowego i gwałtownym wzrostem gospodarczym oraz w związku z zagrożeniami związanymi z utratą stabilności finansowej podczas gwałtownego napływu kapitału. Podobnie zachowano zalecenia zapisane w poglądzie, dotyczące zarządzania destrukcyjnymi odpływami oraz te odnoszące się do zbyt szybkiej liberalizacji przepływów kapitału (ust. 52 i 53). Aby wesprzeć doradztwo polityczne, w przeglądzie instytucjonalnym zawarto dodatkowe wskazówki dotyczące niektórych koncepcji i kwestii operacyjnych, takich jak: poziom krytyczności w skali makro³, gwałtowny wzrost napływu kapitału, zbliżające się kryzysy i przedwczesna liberalizacja przepływów kapitału.

4.1.1. Prewencyjne środki CFM/MPM w przypadku napływu długu

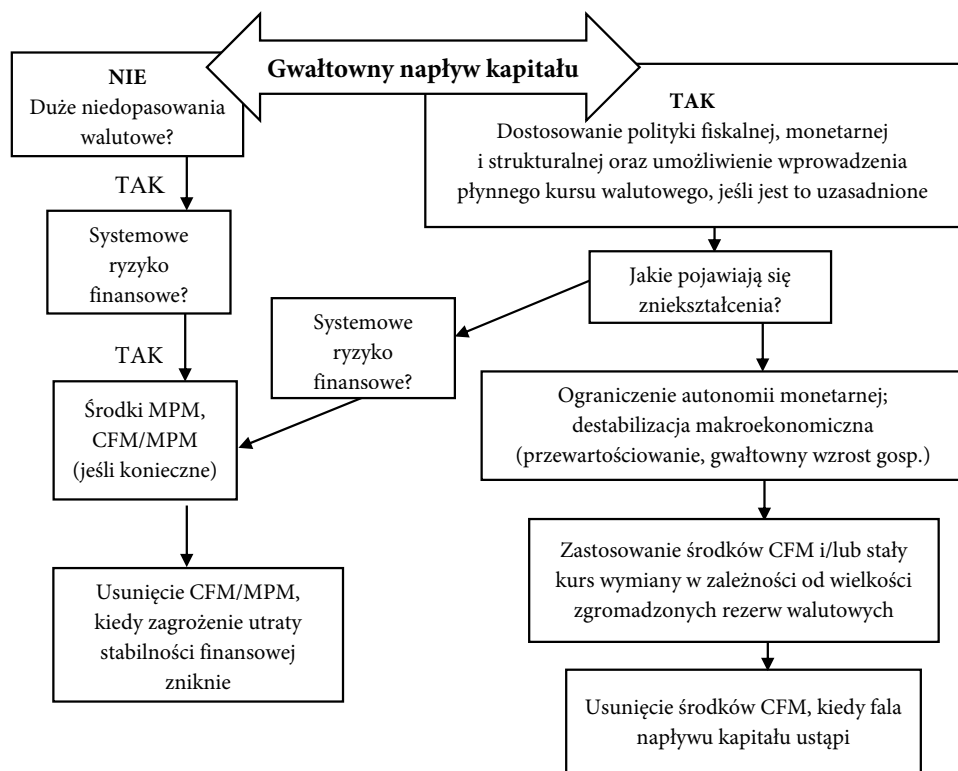
Z rysunku 4.1 wynika, że w sytuacji napływu długu (głównie w walutach obcych) prewencyjne środki CFM/MPM mogą być przydatne, jeśli gospodarka jest podatna na zagrożenia związane z napływem długu do sektora prywatnego i niedopasowania walut, w przypadku których instrumenty MPM nie są wystarczająco skuteczne. Zbyt duża ilość długu może być wynikiem kumulacji wcześniejszych gwałtownych wzrostów napływu lub nawet stopniowego w czasie napływu kapitału. Dlatego zapobiegawcze środki CFM/MPM dotyczące napływu kapitału powinny być ukierunkowane na konkretne strumienie pieniężne, przejrzyste i tymczasowe (choć potencjalnie długoterminowe). W miarę ustępowania lub usuwania słabych punktów, które doprowadziły do przyjęcia środków zarządzania przepływami kapitału i/lub instrumentów makroostrożnościowych CFM/MPM, z czasem środki te powinny podlegać ponownej kalibracji i ocenie skuteczności ich zastosowania.

Zastosowanie środków CFM/MPM może być przydatne w odpowiedzi na pojawiające się zagrożenia dla stabilności finansowej, wynikające z gwałtownego wzrostu napływu kapitału. Natomiast instrumenty CFM mogą okazać się skuteczne wobec gwałtownych napływów kapitału wywołanych głównie wzmocnieniem niezależności monetarnej czy destabilizacją makroekonomiczną przejawiającą się przewartościowaniem kursu walutowego oraz gwałtownym wzrostem koniunktury w gospodarce.

Zgodnie z poglądem instytucjonalnym gwałtowne napływy kapitału mogą generować systemowe ryzyko finansowe. Jednakże nawet przy braku gwałtownego wzrostu napływu kapitału słabości wynikające z niskich poziomów należnych aktywów mogą być źródłem takiego ryzyka. Niedopasowania walutowe mogą wynikać z ogólnego niedopasowania terminów zapadalności w bilansach. Niedopasowanie

3 Poziom krytyczności w skali makro odnosi się do zmiennych makroekonomicznych, które osiągnęły swoje poziomy krytyczne i według ważności ich weryfikacji podlegają ocenie MFW oraz wskazaniu zaleceń do prowadzonej przez poszczególne kraje polityki gospodarczej.

walutowe w danym, np. krótkim terminie zapadalności definiuje się jako stan zobowiązań walutowych, które nie są pokryte płynnymi aktywami walutowymi lub zabezpieczeniami walutowymi o tym samym terminie zapadalności (zabezpieczenia takie jak przychody z eksportu, przekazy pieniężne lub kontrakty finansowe). Niedopasowania walutowe powodują ryzyko wypłacalności, które może wynikać z wpływu deprecjacji waluty na cały bilans, i/lub ryzyka płynności wynikające ze zobowiązań krótkoterminowych.



Rysunek 4.1. Zrewidowany pogląd instytucjonalny z 2022 roku – kluczowe elementy zrewidowanej polityki zarządzania napływem kapitału
Źródło: International Monetary Fund, 2022.

Nawet w sytuacji, gdy występuje ciągły wzrost napływu (niekoniecznie gwałtowny), niedopasowania mogą także stopniowo narastać w poszczególnych sektorach (finansowym, gospodarstwach domowych lub przedsiębiorstw) i generować ryzyko. Co więcej, jeśli ten napływ kapitału jest wystarczająco duży, to wzrasta prawdopodobieństwo, że nagle odwrócenie przepływu kapitału i deprecjacja waluty spowodują kosztowne efekty bilansowe i załamanie produkcji. Wpływ niedopasowania walutowego może zostać wzmocniony przez inne zakłócenia i słabości systemu finansowego (np. dźwignię

finansową lub bańki cenowe aktywów). W pewnych okolicznościach systemowe ryzyko finansowe może również wynikać z akumulacji zadłużenia zagranicznego denominowanego w walucie lokalnej.

Podczas odwrócenia przepływów kapitału i nagłego odpływu kapitału konwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej mogą nie być skuteczne w rozwiązywaniu skutków bilansowych związanych z niedopasowaniem walutowym. Po pierwsze dlatego, że nawet jeśli deprecjacja waluty spowodowana odwróceniem przepływów kapitału może wpłynąć na wzrost eksportu netto⁴, to może także oddziaływać na zaostrzenie zewnętrznych ograniczeń pożyczkowych poprzez zmniejszenie wartości aktywów, zabezpieczeń i dochodów w walucie lokalnej w stosunku do długu i pozostałych zobowiązań walutowych. W takich okolicznościach polityka pieniężna staje w obliczu trudnego kompromisu. Z jednej strony podniesienie stopy procentowej mogłoby spowodować w kraju zbyt restrykcyjne warunki monetarne z procyklicznymi skutkami dla akcji kredytowej i wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony obniżenie stopy procentowej mogłoby doprowadzić do dalszej deprecjacji, jeszcze bardziej zaostrzając zewnętrzne ograniczenia w zakresie zaciągania pożyczek za granicą.

Zdolność rządu lub banku centralnego do zapewnienia płynności walutowej sektorowi prywatnemu w celu zaspokojenia potrzeb refinansowania długu walutowego może być ograniczona ze względu na niewystarczające rezerwy walutowe lub brak innych źródeł finansowania walutowego. Argumenty te wskazują, że zastosowanie środków CFM/MPM na napływ długu walutowego może być traktowane zapobiegawczo, tzn. w przypadku braku gwałtownego wzrostu napływu. To z kolei mogłoby zapobiec dalszemu gromadzeniu się już podwyższonego niedopasowania walutowego i związanego z tym systemowego ryzyka finansowego. Jeżeli niekorzystne skutki bilansowe w związku z deprecjacją waluty mogą zostać złagodzone poprzez wdrożenie zapobiegawcze środków CFM/MPM, które zmniejszają niedopasowania walutowe, to w wyniku wystąpienia szoków zewnętrznych można pozwolić na bardziej elastyczne dostosowywanie się kursu walutowego, zmniejszając w ten sposób koszt odwracania przepływów kapitału i ułatwiając niezbędne zewnętrzne dostosowanie.

Nagromadzenie w gospodarce zadłużenia zagranicznego w walucie lokalnej może również powodować zakłócenia finansowe w funkcjonowaniu sektora prywatnego. W tym przypadku zwykle dostępny jest szerszy zestaw narzędzi politycznych, aby zapobiec pojawieniu się zakłóceń na rynku finansowym, a także w przypadku ich wystąpienia. Niedopasowanie terminów zapadalności i nadmierna dźwignia finansowa w pozycjach dłużnych w walucie lokalnej zwiększają ryzyko rolowania i prawdopodobieństwo gwałtownej wyprzedaży aktywów krajowych podczas odwrócenia przepływu kapitału. W takich przypadkach odpowiednie środki MPM zazwyczaj

4 W krajach, których eksport jest denominowany w dominującej walucie, przede wszystkim w USD, wzrost eksportu netto jest zwykle ograniczony w krótkim okresie.

skutecznie przeciwdziałają tym zagrożeniom. Nawet jeśli instrumenty MPM nie są w stanie skutecznie ograniczyć ryzyka systemowego, odwrócenie przepływu kapitału przy braku niedopasowania walutowego może nie wywołać takiego samego silnego efektu wzmocnienia jak w przypadku niedopasowania walutowego. Po pierwsze, deprecjacja waluty nie pogarsza bilansów podmiotów zadłużonych w walucie lokalnej. Po drugie, zwiększa ona oczekiwany zwrot z waluty denominowanej w lokalnej walucie, co może skłonić niektórych inwestorów zagranicznych lub lokalnych do rozszerzenia lub utrzymania pozycji aktywów, zapobiegając w ten sposób spirali spadkowej. W związku z tym decydenci polityczni nie stają w obliczu takich samych kompromisów w stosowaniu polityki pieniężnej jak w przypadku niedopasowania walutowego. Mogą oni również zapewnić większe wsparcie płynności w walucie lokalnej, podczas gdy ich zdolność do zapewnienia takiego wsparcia w walucie obcej może być ograniczona. Mogą jednak zaistnieć pewne wyjątkowe okoliczności, w których opisane wyżej środki MPM są niewystarczające, a stosowanie instrumentów polityki *ex post*, zapobiegających gwałtownemu zaostrzeniu warunków finansowych podczas odwrócenia przepływu kapitału, może być utrudnione. Jeśli tak się stanie, to zastosowanie instrumentów CFM/MPM z wyłączeniem może być uzasadnione w przypadku pojawienia się problemów z płynnością finansową lub wypłacalnością w sektorze prywatnym, wynikających z nagromadzonego zadłużenia zewnętrznego w walucie lokalnej.

W połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku nastąpił szybki wzrost transgranicznych przepływów finansowych i związany z tym proces globalizacji finansowej. Charakterystyczną cechą tych przepływów było występowanie pewnej asymetrii w zajmowanych przez inwestorów pozycjach na rynkach finansowych. I tak w przepływach kapitału dłużnego (np. obligacje, kredyty) dominowały pozycje kupna, natomiast w przypadku akcji przewagę miały pozycje krótkie. Ten asymetryczny układ przepływów kapitału okazał się ważnym czynnikiem pod względem rozkładu ryzyka podczas globalnego kryzysu finansowego. W tej konfiguracji przepływów główne gospodarki rozwinięte przyciągnęły w okresie poprzedzającym kryzys dług na dużą skalę, który częściowo został wykorzystany do finansowania zagranicznych aktywów kapitałowych (zarówno bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jak i kapitału portfelowego) oraz służył finansowaniu deficytów na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych i niektórych gospodarkach europejskich, zwłaszcza w strefie euro. Wydarzenia te spowodowały, że gospodarki rozwinięte były szczególnie narażone na wybuch kryzysu finansowego, który początkowo przybrał formę zamrożenia rynków kredytowych. Te przepływy zadłużenia sprzed kryzysu były realizowane głównie za pośrednictwem banków. Przez cały okres pokryzysowy poziom i struktura przepływów kapitałowych znacznie różniły się od wzorców sprzed kryzysu. Najwyraźniej kurczenie się bilansów banków w nieproporcjonalny sposób wiązało się z ich wycofaniem z bankowości transgranicznej. Zostało to częściowo zastąpione wzrostem emisji obligacji międzynarodowych (International Monetary Fund, 2014). W odniesieniu do składu sektorowego nastąpił gwałtowny

wzrost przepływów oficjalnych w kilku wymiarach. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, finansując sektor publiczny, odegrał w Europie kluczową rolę w transgranicznych przepływach kapitału i płynności netto eurosystemu oraz udzielaniu niektórym krajom pożyczek ratunkowych. Dla kredytobiorców gwałtowny wzrost długu publicznego w wielu krajach oznacza, że zobowiązania z tytułu zadłużenia transgranicznego są coraz bardziej skoncentrowane w formie długu państwowego. Charakteryzując i analizując globalne trendy w transakcjach transgranicznych dla gospodarek rozwiniętych oraz rozwijających się rynków, takich jak np. Irlandia oraz Bermudy i Kajmany, można stwierdzić, że mają one nieproporcjonalnie duży udział zagranicznych aktywów i pasywów w PKB (Lane, Milesi-Ferretti, 2011).

Stosowanie wyprzedzających instrumentów CFM/MPM także może wiązać się z ryzykiem finansowym, które należy ograniczyć. Po pierwsze, środki CFM/MPM mogą słabiej oddziaływać, a nawet ze szkodą, na inne dostępne instrumenty, które nie są CFM. Na przykład instrumenty CFM/MPM mogłyby zastąpić uzasadnione korekty polityki makroekonomicznej lub MPM, które złagodziłyby omawiane systemowe ryzyko finansowe. Mogłyby również zastąpić politykę strukturalną w celu rozwoju rynków finansowych, co zmniejszyłoby zakłócenia. Taka polityka strukturalna jest szczególnie ważna, aby zmniejszyć zależność od środków CFM/MPM, ponieważ mogą one mieć negatywne skutki uboczne, np. powodować niewłaściwą alokację zasobów i pogoń za rentą. Po drugie, środki CFM/MPM mogą pomóc w utrzymaniu lub zaostreniu silniejszej niż uzasadniona zewnętrznej pozycji inwestycyjnej lub w uzyskaniu nieuczciwej przewagi konkurencyjnej. Ponieważ wyprzedzające CFM/MPM można narzucić także poza gwałtownym wzrostem napływu kapitału, to presja aprecjacyjna, która zwykle występuje podczas gwałtownego wzrostu, może tutaj nie wystąpić, a kurs walutowy może w rezultacie pozostać lub stać się niedowartościowany. Ponadto może być potrzebny dłuższy okres, zanim prewencyjne instrumenty CFM/MPM zmniejszą istniejące słabości aktywów finansowych. Dlatego biorąc pod uwagę powyższy kontekst, istotne jest, aby środki zapobiegawcze CFM/MPM były stosowane w sposób minimalizujący niepożądane skutki uboczne.

Zastosowanie prewencyjnych instrumentów CFM/MPM w przypadku napływu zadłużenia walutowego jest odpowiednie tylko wtedy, gdy systemowe ryzyko finansowe jest podwyższone z powodu niedopasowania walutowego. Podwyższone niedopasowanie walutowe przy odpowiednich pozostałych terminach zapadalności naraża gospodarkę na ryzyko systemowe i jest kluczowym powodem uzasadniającym stosowanie wyprzedzających środków CFM/MPM. Aby ocenić niedopasowanie walutowe oddzielnie i wraz z terminami zapadalności, można zastosować pewne miary, w zależności od dostępności danych. Dane należy przeanalizować w celu określenia sektorowego i ogólnogospodarczego zadłużenia walutowego sektora prywatnego i pozycji aktywów (zewnętrznych i krajowych) oraz tego, czy dług walutowy jest zabezpieczony w odpowiednich terminach zapadalności w sposób naturalny (np. w przypadku firm eksportujących) lub poprzez posiadane aktywa

walutowe czy kontrakty finansowe na rynkach finansowych⁵. W przypadku wykrycia niedopasowań walutowych wynikające z nich finansowe ryzyko systemowe należy ocenić, biorąc pod uwagę wszelkie czynniki wzmacniające i łagodzące, takie jak dźwignia walutowa, ewentualne bańki cenowe aktywów napędzane zewnętrznymi pożyczkami walutowymi oraz bufory walutowe utrzymywane przez bank centralny lub rząd, w tym dostęp do innych walut jako źródła płynności (np. linie swapowe banku centralnego). Ocena ryzyka może opierać się na ramach makroostrożnościowych MFW (International Monetary Fund, 2013b; 2014) w celu oceny ryzyka systemowego związanego z kursami walutowymi, tam gdzie jest to możliwe z wykorzystaniem testów warunków skrajnych.

Wyżej wspomniano, że w ograniczonych i wyjątkowych okolicznościach wywołane systemowe ryzyko finansowe może uzasadniać stosowanie zapobiegawczych instrumentów CFM/MPM w odniesieniu do napływów zadłużenia w walucie lokalnej. Takie ryzyko może wynikać na przykład z wysokiego udziału inwestorów zagranicznych na rynkach instrumentów dłużnych wyemitowanych w lokalnej walucie, co może nasilać niedopasowanie terminów zapadalności, napędzać wzrost cen aktywów lub generować nadmierną dźwignię finansową. Inaczej niż w przypadku niedopasowania walutowego zakłada się, że dostępny byłby szerszy zestaw środków polityki makroekonomicznej do zarządzania nagłym odwróceniem napływu długu w walucie lokalnej. W związku z tym, aby podatność gospodarki na zadłużenie w walucie lokalnej nie generowała kosztownego odwrócenia przepływu kapitału, takie polityki i środki ograniczające ryzyko powinny być zastosowane. Aby doszło do destrukcyjnego dla gospodarki odwrócenia przepływów kapitału, muszą być spełnione łącznie następujące warunki:

- 1) rynek długu w walucie lokalnej i rynki walutowe powinny być na tyle płytkie, że jest mało prawdopodobne, aby odpływ niektórych inwestorów zagranicznych został zrekomensowany przez innych inwestorów;
- 2) silna deprecjacja powinna być kosztowna z powodu niedopasowania walutowego lub z innych przyczyn (np. wzmocnienia oczekiwań inflacyjnych), a koszty te powinny przewyższać korzyści wynikające z deprecjacji (takie jak np. poprawa eksportu netto);
- 3) krajowa polityka pieniężna powinna być ograniczona, a rezerwy walutowe niskie oraz
- 4) powinny występować inne odpowiednie instrumenty polityki *ex post*, służące przeciwdziałaniu odwróceniu przepływów kapitałowych, w szczególności gdy nie występuje pożyczkodawca ostatniej instancji w walucie lokalnej oraz utrudnione jest stosowanie instrumentów wspierających płynność finansową.

5 Na rynku głębokiego hedgingu inwestorzy mogą skutecznie realizować swoje (duże) transakcje nawet po silnych wstrząsach, tj. bez powodowania znaczących ruchów cen, które mogłyby wpłynąć na koszt realizacji transakcji lub znacząco zwiększyć swoją ekspozycję na ryzyko kontrahenta.

Tak więc aby skutecznie ograniczyć systemowe ryzyko finansowe, można zastosować środki z zakresu polityki CFM/MPM (International Monetary Fund, 2017). W przypadku ryzyka systemowego wynikającego z niedopasowania walutowego podejmowane działania powinny ograniczać istniejące niedopasowania walutowe, zapobiegać napływowi kapitału powodującego dalszy wzrost niedopasowania lub zwiększyć poziom odporności podmiotów na niedopasowania walutowe poprzez podniesienie wymogów dotyczących kapitału własnego lub płynności finansowej, w celu zaciągania zewnętrznych pożyczek w walutach obcych.

W przypadku ryzyka systemowego związanego z zadłużeniem zewnętrznym w walucie krajowej zastosowany środek powinien wpływać na wielkość zadłużenia w walucie krajowej poprzez ograniczenie takich napływów. Zgodnie z poglądem instytucjonalnym z 2012 roku środek ten powinien być jak najbardziej ukierunkowany na napływ długu oraz konkretną branżę, która wywołuje to ryzyko. Ponadto powinien być tak skalibrowany, aby skutecznie uwzględnić to ryzyko przy jednoczesnej minimalizacji kosztów i skutków ubocznych. Zapobiegawcze środki CFM/MPM nie powinny być stosowane, jeśli same MPM byłyby wystarczające do przeciwdziałania zagrożeniom. Chociaż MPM są zazwyczaj w stanie znacząco przyczynić się do zarządzania ryzykiem związanym z pożyczkami walutowymi, to mogą być niedostępne lub niewystarczające, aby przeciwdziałać zarówno tym, jak i innym zagrożeniom. W tych okolicznościach zastosowanie wyprzedzających środków CFM/MPM – samodzielnie lub w celu wzmocnienia MPM – może być optymalnym i skutecznym sposobem przeciwdziałania ryzyku.

Należy wyraźnie podkreślić, że zastosowanie wyprzedzających środków CFM/MPM nie powinno zastępować uzasadnionych korekt w polityce makroekonomicznej. Jeśli polityka pieniężna, kursy walutowe lub polityka fiskalna są prowadzone w niewłaściwy sposób, a ich skorygowanie wyeliminowałoby ryzyko systemowe, to należy dostosować te polityki, zamiast wdrażać instrumenty CFM/MPM. W przypadku gdy natychmiastowe dostosowanie jest nadmiernie kosztowne lub może rozciągać się w czasie, środki CFM/MPM mogą być tymczasowo wdrożone wraz ze zobowiązaniem do planu podjęcia uzasadnionych dostosowań polityki, które są zalecane w kontekście artykułu IV statutu MFW (International Monetary Fund, 2017). Jeżeli bowiem polityka makroekonomiczna jest prowadzona w niewłaściwy sposób, a jej korekta miałaby jedynie niewielki lub częściowy wpływ na ryzyko systemowe, to tymczasowe zastosowanie środka CFM/MPM może być odpowiednim instrumentem przeciwdziałania ryzyku, obok korekty polityki makroekonomicznej.

Zastosowanie zapobiegawczych środków CFM/MPM będzie skuteczne, jeśli będą uwzględnione następujące czynniki:

- 1) siła pozycji zewnętrznej gospodarki i zaangażowanie polityk krajowych – jeśli pozycja zewnętrzna kraju jest silniejsza, niż jest to uzasadnione w stosunku do poziomu implikowanego przez średniookresowe dane fundamentalne i pożądaną politykę, zgodnie z oceną dokonaną przez podmiot

zewnątrzny (*external sector assessments* – ESA), to stosowanie wyprzedzających instrumentów CFM/MPM mogłoby dodatkowo spowodować wzrost nierównowagi zewnętrznej; tym bardziej jest to niepożądane w sytuacji, gdy niewłaściwe działania w polityce, leżące u podstaw nierównowagi zewnętrznej, mają głównie charakter krajowy (wewnętrzny), a nie zagraniczny;

- 2) oczekiwany wpływ wyprzedzających środków CFM/MPM na pozycję zewnętrzną kraju – w odniesieniu do przyjętego scenariusza, polegającego na niestosowaniu CFM/MPM, oczekuje się, że zastosowanie środków CFM/MPM doprowadzi do deprecjacji waluty i wzmocnienia zewnętrznej pozycji inwestycyjnej gospodarki; jednakże jest to właściwe, gdy występują argumenty za tym, że ich wpływ na walutę nie byłby znaczący z ekonomicznego punktu widzenia⁶;
- 3) działania polityczne mające na celu zajęcie silniejszej niż uzasadniona pozycji zewnętrznej kraju – jeśli kraj ma silniejszą niż uzasadniona pozycję zewnętrzną spowodowaną lukami w polityce wewnętrznej, to ważnym elementem do oceny tej sytuacji jest to, czy podejmowane są działania naprawcze w ramach prowadzonej polityki; brak takich działań lub zaangażowania wywołuje obawy, że zastosowanie wyprzedzającego CFM/MPM mogłoby pogłębić nierównowagę zewnętrzną.

Kraje o sztywnych systemach kursów walutowych mogą napotkać ostrzejsze ograniczenia polityczne, które mogą przemawiać za zastosowaniem zapobiegawczych instrumentów CFM/MPM. W sytuacji odpływów kapitału takie kraje dotkną bardziej surowe ograniczenia w stosowaniu polityki pieniężnej i/lub dopuszczaniu elastyczności nominalnego kursu walutowego w celu osiągnięcia dostosowania zewnętrznego niż kraje o bardziej elastycznych reżimach kursowych. Ich zdolność do zapewniania płynności w walucie lokalnej może być również ograniczona. Występujące ograniczenia stanowią mogą wystarczające powody przemawiające za wdrożeniem zapobiegawczych środków CFM/MPM. Należy jednak mieć na uwadze, że środki te nie powinny zastępować uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych i strukturalnych ani wspierać utrzymania nie zrównoważonych pozycji walutowych.

6 W nadzorze dwustronnym ocenia się tylko makrokrytyczne instrumenty CFM/MPM. Krytyczność makroekonomiczna niekoniecznie oznacza jednak znaczący wpływ na kurs walutowy, ponieważ środek może mieć znaczący wpływ na inne zmienne makroekonomiczne, nawet jeśli nie ma znaczącego wpływu na kurs walutowy. Wpływ na walutę może zależeć od łatwości zastąpienia aktywów, których dotyczy środek. Dostępność aktywów alternatywnych może zależeć od istniejącego reżimu zarządzania przepływami kapitałowymi (np. istniejących instrumentów CFM i skuteczności ich egzekwowania) oraz od poziomu rozwoju finansowego kraju. Jeśli środek ma znaczący wpływ na kurs walutowy, prawdopodobnie będzie miał charakter makrokrytyczny.

4.1.2. Instrumenty CFM/MPM z wyłączeniem

Trzeba podkreślić, że stosowanie prewencyjnych środków CFM/MPM nie powinno zastępować ani osłabiać rozwoju rynku lub zakłócać realizowanych polityk strukturalnych. Przeciwnie, zapobiegawcze instrumenty CFM/MPM powinny eliminować leżące u podstaw rozwoju rynku zakłócenia. Na przykład jeśli instrumenty te są stosowane w celu ograniczenia niedopasowań walutowych, to nie powinny utrudniać rozwoju rynków finansowych, poprzez które następuje finansowanie podmiotów w walucie lokalnej. Rolą prowadzonych polityk strukturalnych w poszczególnych krajach jest bowiem wspieranie wprowadzania tych prewencyjnych CFM/MPM, które nie powodują niepożądanych skutków ubocznych. Ponieważ realizacja zadań w ramach polityki strukturalnej wymaga czasu, to optymalnym rozwiązaniem tymczasowym może być wdrożenie i zastosowanie zapobiegawczych instrumentów CFM/MPM.

W przypadku stosowania środków CFM/MPM z wyłączeniem pożądane jest połączenie ich z reformami, które mogą obejmować na przykład rozwój rynków obligacji w walucie lokalnej, zwiększenie wiarygodności prowadzonej polityki makroekonomicznej oraz wprowadzenie należytego nadzoru finansowego i regulacji. Ogólnie rzecz biorąc, stosowanie wyłączeniowych środków CFM/MPM nie powinno oddziaływać na utrzymanie silnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju⁷.

4.2. Monitoring i znoszenie środków kontroli przepływów kapitału

Wyłączeniowe środki CFM/MPM powinny być okresowo przeglądane i weryfikowane w celu oceny, czy ich stosowanie jest nadal uzasadnione. Okresowe oceny w ramach konsultacji, prowadzone przez Niezależne Biuro ds. Ewaluacji, zgodnie

⁷ Zewnętrzne oceny sektorowe (*external sector assessments* – ESA) kategoryzują pozycję zewnętrzną krajów jako „zasadniczo zgodne”, „umiarkowanie słabsze (silniejsza)”, „słabsze (silniejsza)” lub „znacznie słabsze (silniejsza)” niż poziom implikowany przez średni – pożądane polityki. Tutaj termin „silniejsza niż uzasadniona pozycja zewnętrzna” odnosi się do pozycji zewnętrznych sklasyfikowanych w ESA jako „umiarkowanie silniejsza”, „silniejsza” lub „znacznie silniejsza”. Zewnętrzne oceny sektorowe opierają się na ocenie personelu, okolicznościach specyficznych dla danego kraju oraz szacunkach dostarczonych przez modele oceny bilansu zewnętrznego (EBA i EBA-lite). Modele te pomagają zidentyfikować i oszacować wkład niektórych polityk krajowych i zagranicznych w zewnętrzną ocenę sektora. Wiedza na temat poszczególnych krajów i inne prace analityczne mogą pomóc zidentyfikować zakłócenia, których nie uwzględniono w modelach, ale które mogą przyczyniać się do nierównowagi zewnętrznej.

z art. IV statutu MFW, uwzględniają wyjściowe warunki, które były spełnione w momencie wprowadzenia środków CFM/MPM, oraz czas ich obowiązywania, a także nowe informacje dotyczące zachodzących zmian gospodarczych i politycznych od chwili wprowadzenia środków. Na przykład oceny mogą dotyczyć następujących kwestii: czy zastosowane środki MPM wpływały na ograniczenie lub eliminację ryzyka, czy środki CFM/MPM wdrożone zostały jako substytuty, czy jako uzupełniające instrumenty dla uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych, czy poczyniono postępy w zakresie reform, jednocześnie zmniejszając potrzebę dalszego stosowania CFM/MPM, czy środki kontroli kapitału spowodowały znaczną deprecjację kursu walutowego, czy zewnętrzna pozycja kraju stała się silniejsza po wprowadzeniu środków oraz czy władze podjęły działania w celu wyeliminowania ograniczeń w prowadzonej polityce wewnętrznej. Wyniki przeprowadzonej oceny powinny dostarczyć wiedzy na temat uzasadnionego dalszego stosowania narzędzi CFM/MPM w prowadzonej polityce oraz tego, czy są one tymczasowe. Jeżeli którykolwiek z wymaganych warunków dotyczących możliwości zastosowania środka CFM/MPM nie jest spełniony, to taki instrument powinien zostać natychmiast usunięty, aczkolwiek tylko wtedy, jeśli jego usunięcie nie narazi stabilności makroekonomicznej lub finansowej danego kraju. Wśród innych sposobów usuwania środków CFM/MPM jest ich etapowe znoszenie w zależności od przyjętego harmonogramu niezbędnych dostosowań polityki makroekonomicznej, finansowej i strukturalnej.

4.3. Środki specjalnego traktowania

Zgodnie z poglądem instytucjonalnym niektóre kategorie środków kontroli kapitału wymagają specjalnego traktowania ze względu na swój charakter⁸. Do tych kategorii środków zalicza się:

- 1) środki wprowadzane wyłącznie ze względów bezpieczeństwa krajowego lub międzynarodowego;
- 2) niektóre środki wprowadzane zgodnie z międzynarodowymi normami ostrożnościowymi;
- 3) środki przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz przeciw finansowaniu terroryzmu (*Anti-Money Laundering/Counter Financing of Terrorism* – AML/CFT) zgodne z międzynarodowymi standardami;
- 4) środki wynikające z niektórych standardów współpracy międzynarodowej przeciwko unikaniu lub uchylaniu się od płacenia podatków.

8 W przeglądzie poglądu instytucjonalnego z 2022 roku zaproponowano klasyfikację tych środków jako CFM, gdy spełnione są kryteria takiej klasyfikacji, oraz uwzględnianie ich w nadzorze, gdy są one ważne z punktu widzenia skali makro, jednakże bez dokonywania oceny ich adekwatności w ramach poglądu instytucjonalnego.

4.3.1. Środki kontroli kapitału ze względu na bezpieczeństwo narodowe lub międzynarodowe

W ostatnich latach szczególnie mocno wzrosła liczba środków stosowanych ze względu na bezpieczeństwo narodowe. Od momentu przyjęcia poglądu instytucjonalnego w 2012 roku niektóre z gospodarek rozwiniętych oraz rozwijających się wprowadziły lub rozszerzyły mechanizmy monitorowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) ze względu na bezpieczeństwo narodowe itp. Podobnie niedawny kryzys związany z pandemią COVID-19 nadał silniejszy impuls wspierający te działania. Środki zarządzania przepływami kapitału są coraz częściej stosowane w kontekście rosnących napięć geopolitycznych i handlowych oraz zwiększającej się roli technologii w dziedzinach gospodarki i bezpieczeństwa narodowego. W związku z powyższym dokonano precyzyjnego podziału środków kontroli kapitału na dwie kategorie:

- 1) motywowane względami bezpieczeństwa narodowego⁹ (wojskowego i/lub geopolitycznego) oraz
- 2) motywowane względami związanymi z interesem narodowym, porządkiem publicznym lub ochroną zdrowia publicznego.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy nie jest odpowiednim forum do omawiania politycznych lub wojskowych aspektów leżących u podstaw nałożenia środków odnoszących się do bezpieczeństwa narodowego. Ustanowiono specjalną procedurę zatwierdzania ograniczeń dewizowych wprowadzonych w 1952 roku ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego¹⁰ i uznano, że nie jest możliwe wytyczenie ścisłej granicy między przypadkami dotyczącymi wyłącznie tego rodzaju względów a przypadkami obejmującymi w całości lub w części motywację i skutki ekonomiczne, dla których fundusz stanowi odpowiednie forum do dyskusji. Podkreślono także wyraźnie, że względy bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego nie zwalniają członków funduszu z innych zobowiązań, w tym z ich zobowiązania do nienakładania ograniczeń dewizowych bez zgody funduszu. Aby zrównoważyć powyższe uzgodnienia, MFW ustanowił usprawnioną procedurę zatwierdzania, z zastrzeżeniem oświadczenia członka funduszu, że środek jest wprowadzany wyłącznie w celu zachowania bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego, oraz niezwłocznego powiadomienia o tym Rady Gubernatorów MFW¹¹.

9 Środki te mogą mieć znaczące skutki (np. fragmentacja technologiczna i gospodarcza), stwarzając wyzwania polityczne.

10 Zgodnie z art. VIII ust. 2 lit. a decyzji nr 144-(52/51) członkom funduszu zabrania się wprowadzania jakichkolwiek ograniczeń w zakresie dokonywania płatności i przelewów w bieżących transakcjach międzynarodowych, chyba że fundusz wyrazi na to zgodę. Środki wprowadzone przez członków wyłącznie ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego, w tym na mocy rezolucji Rady Bezpieczeństwa Organizacji Narodów Zjednoczonych, takie jak zamrożenie aktywów finansowych, mogą powodować ograniczenia dewizowe w dokonywaniu płatności i przelewów w bieżących transakcjach międzynarodowych.

11 Chociaż decyzja nr 144-(52/51) pozwala funduszowi zakwestionować reprezentację członka ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego, fundusz nigdy tego nie

W przeglądzie ogłoszonym w 2022 roku nie odniesiono się do makroekonomicznych implikacji stosowania środków opartych na bezpieczeństwie, jakimi są instrumenty CFM zawarte w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku i nie stanowiło to przedmiotu oceny. Podobnie nie dokonano oceny i przeglądu innych środków CFM wprowadzonych wyłącznie ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego. Ustalono, że będą one podlegać ocenie, jeśli zostaną uznane za makrokrytyczne, tzn. istotne z punktu widzenia makro¹² lub jako element nadzoru wielostronnego w sytuacji, gdy generują znaczące zewnętrzne skutki uboczne¹³. Podobnie jak w przypadku ograniczeń walutowych opartych na papierach wartościowych, które nie podlegają standardowym kryteriom zatwierdzania (pkt 28), adekwatność takich środków CFM nie jest oceniana na podstawie kryteriów określonych w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku. Oczekuje się, że takie środki będą bezpośrednio ukierunkowane na odpowiednie zagrożenie bezpieczeństwa i stosowane przez członków MFW rozważnie¹⁴.

4.3.2. Środki oparte na uzgodnionych na szczelbu międzynarodowym standardach ostrożnościowych

Panuje ogólne przekonanie, że niektóre wdrożone środki CFM/MPM, zgodnie z uzgodnionymi na szczelbu międzynarodowym normami ostrożnościowymi, w tym wspólnie uzgodnionymi ustaleniami dotyczącymi zasady wzajemności, nie były oceniane pod kątem ich adekwatności na mocy poglądu z 2012 roku. Wprowadzone zmiany w poglądzie MFW mają na celu ograniczenie ryzyka stanowiącego, że środki wdrażane zgodnie ze skonsolidowanymi ramami bazylejskimi i umowami międzynarodowymi na zasadzie wzajemności niektórych środków ostrożnościowych mogą zostać uznane za niezgodne z ramami MFW dotyczącymi zarządzania przepływami kapitału. Pewne rozbieżności między reformami, zwanymi ramami

zrobił. Było jednak kilka przypadków, w których takie środki były omawiane przez zarząd na wniosek innego członka, zgodnie z zasadami H-2 i 3 regulaminu funduszu. Ograniczenia dewizowe inne niż wprowadzone wyłącznie ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego mogą zostać zatwierdzone, jeżeli są utrzymane ze względów bilansu płatniczego, mają charakter tymczasowy i nie dyskryminują członków funduszu (decyzja nr 1034-(60/27) przyjęta 1 czerwca 1960 roku).

12 Ustęp 6 decyzji w sprawie zintegrowanego nadzoru nr 15023-(12/72). Fundusz omawia gospodarcze implikacje polityki przyjętej ze względów bezpieczeństwa w ramach konsultacji art. IV tam, gdzie jest to uzasadnione.

13 Ustęp 9 decyzji w sprawie zintegrowanego nadzoru nr 15023-(12/72).

14 W dokumencie z 1951 roku zauważono, że podstawowym ustaleniem wymaganym przez fundusz w odniesieniu do środków wprowadzonych ze względów bezpieczeństwa narodowego lub międzynarodowego byłoby ustalenie, czy środki te są „w rzeczywistości rzeczywistymi środkami bezpieczeństwa, których zakres nie jest nadmierny i nie powoduje niepotrzebnych szkód innym członkom”. Przepis ten nie jest jednak zawarty w decyzji nr 144-(52/51).

bazylejskimi, wprowadzanymi przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS), a postanowieniami poglądu instytucjonalnego mogą powstać w wielu przypadkach. Wśród nich można wymienić:

- 1) antycykliczny bufor kapitałowy (*countercyclical capital buffer* – CCyB) – kluczowy mechanizm polityki makroostrożnościowej wprowadzony do ram bazylejskich po globalnym kryzysie finansowym; można uznać go za środek CFM oparty na rezydencji w ramach istniejących rozwiązań poglądu instytucjonalnego; w praktyce środki, które wpływają na międzynarodowe transakcje finansowe i dyskryminują ze względu na miejsce zamieszkania, uznano także za CFM; ponadto jeśli władze kraju, do którego kapitał napływa, uznają, że bufor nadzorowanych banków jest niewystarczający, to mogą egzekwować utrzymywanie wyższych poziomów CCyB¹⁵;
- 2) złożoność krajowych banków o znaczeniu systemowym (*domestic systematically important banks* – D-SIB), w tym dodatkowa złożoność wynikająca z działalności transgranicznej; oznacza to, że opłaty dokonywane przez banki należące do D-SIB, a także opłaty nakładane na banki, określone przez Radę Stabilności Finansowej jako globalnie ważne systemowo (*global systematically important banks* – G-SIB), ujmują element transgraniczny; tak więc można je uznać za instrument CFM ze względu na ich konstrukcję;
- 3) wytyczne dotyczące wskaźników pokrycia płynności (*loan current ratio* – LCR) i stabilnego finansowania netto (*net stability financial ratio* – NSFR) ze względu na miejsce zamieszkania zapewniają swobodę stosowania dyskryminacji w ograniczonych okolicznościach; dyskryminacja ze względu na miejsce zamieszkania może występować na przykład wtedy, gdy w danym kraju nierezydenci niestabilnie lokowali depozyty, co uzasadnia wyższą stopę wycofywania takich depozytów; takie instrumenty można uznać za środki zarządzania przepływami kapitału.

W przypadku środków CFM związanych z odpływami kapitału za właściwe do zastosowania można uznać te ustalenia dotyczące wzajemności, które opierają się na standardach bazylejskich. Na przykład prawodawstwo europejskie wśród członków UE ustanawia pewne rozwiązania regionalne w ramach działania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (European Systemically Risk Board – ESRB) w celu rozszerzenia wzajemności na wszystkie środki oparte na ekspozycji (tj. poza CCyB). Takie porozumienia o wzajemności są bardziej powszechne w poszczególnych regionach lub między krajami o wysokim stopniu integracji finansowej, gdzie występuje możliwość ograniczenia transgranicznego arbitrażu środków MPM poprzez jednakowe traktowanie pożyczek lokalnych i transgranicznych (International Monetary Fund, 2013a; 2014). Zgodnie z zaleceniami MFW w ramach międzynarodowej współpracy w tej dziedzinie, nie jest dokonywana ocena zasadności użycia takich środków w ramach poglądu instytucjonalnego. Fundusz mocno wspierał reformę regulacyjną postkryzysową (International

15 Zob. Jurysdykcyjna wzajemność w Bazylejskim Komitecie Nadzoru Bankowego, 2010, sekcja 5.

Monetary Fund, 2017) i wzywał do dalszej współpracy międzynarodowej i regionalnej w celu rozszerzenia zasady wzajemności MPM poza CCyB (International Monetary Fund, 2013a). W związku z tym środki, które są wdrażane zgodnie z normami ostrożnościowymi z Bazylei, określonymi w punkcie 32, nie powinny być oceniane pod kątem adekwatności na mocy poglądu MFW z 2012 roku. Podobnie jest z punktem 33 norm bazylejskich, dotyczącym wielostronnych, regionalnych lub dwustronnych umów między krajami w celu odwzajemniania środków makroostrożnościowych. Zgodnie z tym odpowiednie władze wdrażają środek makroostrożnościowy, który jest taki sam lub zasadniczo taki sam jak środek obowiązujący w innym kraju i służy ograniczaniu ryzyka dla stabilności finansowej związanego z określonymi ekspozycjami w innym kraju¹⁶.

Należy pamiętać, że zakres niewłaściwego stosowania uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym środków ostrożności jest w praktyce ograniczony. Po pierwsze dlatego, że zastosowany środek musi być zgodny z wyżej wymienionymi wspólnie uzgodnionymi międzynarodowymi standardami ostrożnościowymi. Po drugie, w odniesieniu do przypadków krajowych będzie dokonywana ocena zewnętrzna pod kątem jakiegokolwiek środka, dotycząca tego, czy nie wykracza poza wyżej wymienione umowy, chroniąc w ten sposób dodatkowo przed niewłaściwym jego użyciem.

4.3.3. Instrumenty kontroli i przeciwdziałania nielegalnym przepływom kapitału

Środki kontroli i przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu (*Anti-Money Laundering/Counter Financing of Terrorism* – AML/CFT) mogą wpływać na transgraniczne przepływy kapitału i na mocy poglądu instytucjonalnego MFW stanowić środki kontroli CFM. Grupa zadaniowa FATF (The Financial Action Task Force)¹⁷ opracowała zalecenia dla uczestników międzynarodowego systemu finansowego, wzywające ich do wdrożenia środków AML/CFT w celu zapobiegania i zwalczania prania pieniędzy i powiązanych z nim przestępstw¹⁸, finansowania terroryzmu i finansowania proliferacji¹⁹. Rekomendacje FATF zapewniają kompleksowe

16 Wyłączenie środków wzajemności z oceny adekwatności w ramach IV skutkuje wzmocnieniem przekonania, że MFW wspiera wzmocnioną koordynację między krajami pożyczkodawcami a krajami pożyczkobiorcami w celu wspierania stabilności międzynarodowego systemu walutowego.

17 Międzynarodowe standardy zwalczania prania pieniędzy oraz finansowania terroryzmu i proliferacji: zalecenia FATF Grupy Specjalnej ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy (FATF 2012) stanowią międzynarodowy standard AML/CFT. Zarząd zatwierdził zalecenia FATF 2012 w 2014 roku w kontekście przeglądu strategii MFW w zakresie AML/CFT, wydanie nr 14/167, 11 kwietnia 2014 roku.

18 Tak zwane przestępstwa źródłowe obejmują między innymi korupcję, oszustwa, handel narkotykami i przestępstwa podatkowe.

19 Przestępstwa te mogą generować ryzyko utraty reputacji, destabilizować wpływy i odpływy, wywoływać kryzysy bankowe, sprawić, że pozyskiwanie dochodów będzie nieskuteczne,

rozwiązania i zestawy środków, które mają pomóc krajom w walce z nielegalnymi przepływami kapitałowymi. Obejmują one ramy dla przepisów ustawowych, wykonawczych i środków operacyjnych zapewniających krajowym organom możliwość podejmowania skutecznych działań w celu wykrywania i zakłócania przepływów finansowych, które napędzają przestępczość i terroryzm, oraz karania osób odpowiedzialnych za tę nielegalną działalność. Oznacza to, że zalecenia FATF mają głównie na celu zarządzanie ryzykiem nielegalnych przepływów kapitałowych. W gospodarce światowej nielegalne przepływy kapitału przez granice mogą również wywołać negatywne skutki uboczne zarówno w krajach tranzytowych, jak i w krajach otrzymujących kapitał, a także mogą wpłynąć na integralność i stabilność międzynarodowego systemu finansowego²⁰. Jednocześnie środki przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, które wpływają na transgraniczne przepływy kapitału, takie jak środki zaradcze i wzmocniona analiza *due diligence* w relacjach biznesowych i transakcjach z klientami z krajów o podwyższonym ryzyku, są wdrażane na podstawie miejsca zamieszkania lub narodowości. Miejsce zamieszkania i narodowość należą do tych czynników ryzyka, które mogą wywołać wzmocnione badanie *due diligence*. W związku z tym wiele środków przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, które ograniczają przepływy kapitału, zostałyby uznanych za dyskryminujące na mocy poglądu instytucjonalnego MFW. Ponadto stosowanie środków AML/CFT jest na ogół wymagane w sposób ciągły, podczas gdy instrumenty CFM dla przepływów kapitału są ogólnie uzasadnione do zastosowania tymczasowo. Biorąc pod uwagę te fundamentalne różnice, kryteria stosowane do oceny adekwatności środków CFM w ramach poglądu MFW nie są odpowiednie do oceny adekwatności środków AML/CFT. Standardy międzynarodowe wymagają, aby środki AML/CFT były stosowane z uwzględnieniem ryzyka w odniesieniu do wszystkich rodzajów transakcji, w tym transakcji kapitałowych. W przypadku gdy poziom prania pieniędzy i/lub finansowania terroryzmu jest umiarkowany lub wysoki, wdrożenie środków AML/CFT może skutkować dodatkowymi kontrolami i nadzorem. Ponadto koszty ulegają zwiększeniu i wydłuża się czas przetwarzania transakcji. Natomiast ograniczenia dotyczące niektórych rodzajów transakcji, takich jak te, których klienci mieszkają w krajach określonych przez FATF jako mające strategiczne braki w zakresie AML/CFT, podlegają ciągłemu monitoringowi. Wdrożenie środków AML/CFT jest wymagane na

osłabiać szeroko rozumiane zarządzanie i powodować utratę relacji z bankami korespondencyjnymi. Dlatego uznaje się, że przestępstwa te zagrażają stabilności sektora finansowego danego kraju, a bardziej ogólnie – jego stabilności zewnętrznej (zob. International Monetary Fund, 2020a).

20 Prace nad dokumentem strategicznym pt. *Nielegalne przepływy finansowe służące unikaniu opodatkowania* (FATF) oraz przegląd strategii MFW w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu zapewnią dalszą analizę makroekonomicznego i społecznego wpływu przepływów nielegalnych i służących unikaniu opodatkowania oraz dodatkowo podkreślą cechy skutecznego systemu łagodzenia skutków takich przepływów.

całym świecie zgodnie ze standardami międzynarodowymi w celu ograniczenia ryzyka związanego z praniem pieniędzy i finansowaniem terroryzmu oraz ochrony integralności systemów finansowych i nie zależy od potrzeb krajów w zakresie zarządzania przepływami kapitału ani podejmowania dostosowań makroekonomicznych.

Dlatego za istotne uznano, aby cele i zasadność stosowania środków uważanych za CFM i wdrażanych zgodnie ze standardami FATF nie były oceniane na podstawie poglądu MFW. Ogólnie większość krajów uznaje wartość i potrzebę skutecznego systemu przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu wobec tworzącego mu ryzyka, z jakim borykają się kraje i instytucje finansowe. Taki system opiera się na solidnych ramach prawnych zgodnych ze standardami AML/CFT, silnych instytucjach (w tym m.in. własności osób prawnych) i porozumieniach między krajami. Tak więc środki, które są uważane za CFM, ale są wdrażane zgodnie ze standardami FATF, o których mowa w paragrafie 36, nie są oceniane pod kątem ich adekwatności w ramach poglądu instytucjonalnego MFW.

4.3.4. Środki kontroli wynikające z międzynarodowych standardów współpracy przeciwko unikaniu lub uchylaniu się od płacenia podatków

Środki kontroli nakładane na dyskryminujące podatki zgodne z niektórymi standardami współpracy międzynarodowej przeciwko unikaniu lub uchylaniu się od płacenia podatków nie są oceniane pod kątem ich adekwatności na mocy poglądu instytucjonalnego MFW. W następstwie globalnego kryzysu finansowego, który miał miejsce w latach 2008–2012, międzynarodowe organy ustanawiające standardy w tej dziedzinie, tj. OECD i ONZ, podjęły wysiłki zmierzające do zacieśnienia współpracy międzynarodowej w celu zwalczania unikania lub uchylania się od płacenia podatków. Przykładem tego jest inicjatywa G-20/OECD dotycząca erozji podstawy opodatkowania i przenoszenia zysków (Base Erosion and Profit Shifting – BEPS), której celem jest zlikwidowanie luk w międzynarodowym opodatkowaniu dla firm unikających opodatkowania lub zmniejszających obciążenia podatkowe w swoim kraju. W tym kontekście na mocy poglądu instytucjonalnego władze wielu krajów wprowadziły lub planują wprowadzenie dyskryminujących środków podatkowych ukierunkowanych na przepływy kapitału do krajów obiektywnie uznanych za tzw. jurysdykcje niechętne do współpracy do celów podatkowych. W tym przypadku są to środki CFM oparte na rezydencji. W związku z tym instrumenty wdrażane zgodnie z niektórymi standardami współpracy międzynarodowej, np. istniejącymi minimalnymi standardami dotyczącymi zapobiegania szkodliwym praktykom podatkowym (BEPS) oraz standardami dotyczącymi przejrzystości podatkowej w zakresie wymiany informacji²¹,

21 Obejmowałyby to międzynarodowe standardy współpracy, dotyczące m.in. zapobiegania nadużyciom umów podatkowych, raportowania według krajów, przestrzegania procedury

które stanowią środki CFM i mają na celu zapobieganie unikaniu lub uchylaniu się od płacenia podatków, w tym środki mające na celu poprawę przestrzegania przepisów podatkowych, nie są oceniane pod kątem ich adekwatności²².

4.4. Makrokrytyczność, gwałtowne napływy kapitału, zbliżające się sytuacje kryzysowe i przedwczesna liberalizacja

4.4.1. Makrokrytyczność

Za makrokrytyczne uznaje się wszystkie zmienne w gospodarce, które są ważne (krytyczne) z punktu widzenia makro. Jeśli środek jest CFM i nie jest makrokrytyczny, to nie musi być omawiany w ramach dwustronnego nadzoru MFW²³. Ustalenie, czy instrument CFM jest makrokrytyczny, obejmuje ocenę, z której wynika, czy jego zastosowanie ogranicza przepływy kapitału w taki sposób, że znacząco oddziałuje na obecną lub potencjalną stabilność kraju lub bilans płatniczy członka MFW. Wpływ środków CFM na przepływy kapitałowe może być makrokrytyczny, ponieważ może znacząco oddziaływać na stabilność gospodarki poprzez różne kanały (np. poprzez wpływ na rezerwy międzynarodowe, kursy walut, stabilność systemu finansowego, stabilność fiskalną, efektywność oraz wzrost gospodarczy). Ocena stopnia krytyczności w skali makro wymaga uwzględnienia okoliczności specyficznych dla danego kraju, w tym wyzwań makroekonomicznych i finansowych. Nie ma uniwersalnego wskaźnika ani progu ilościowego, które wyznaczałyby granicę uznania danej miary za makrokrytyczną. Ocenę (potencjalnych) skutków przeprowadza się wyłącznie dla indywidualnych przypadków, z należyтым uwzględnieniem konstrukcji danego środka, rodzajów przepływów, na które ma on wpływ, kontekstu, okoliczności w poszczególnych krajach oraz kanałów, przez które może wpływać na stabilność krajową lub bilans płatniczy.

wzajemnego porozumienia, automatycznej wymiany informacji oraz wymiany informacji na wniosek.

- 22 Uznanie, czy odpowiedni środek podatkowy oparty na standardach współpracy międzynarodowej jest zgodny z tymi standardami, jest określane na podstawie jego konstrukcji prawnej i treści, a nie wyłącznie na podstawie sposobu, w jaki środek jest wdrażany (np. jednostronnie, dwustronnie lub wielostronnie). Jednak środek podatkowy, który jest wdrażany w sposób zgodny z dwustronnymi lub wielostronnymi zobowiązaniami wynikającymi z instrumentu podatkowego, z większym prawdopodobieństwem będzie zgodny z międzynarodowymi standardami współpracy niż z dostosowanym do potrzeb jednostronnym środkiem podatkowym.
- 23 Jeżeli jednak środek, o którym mowa, nie ma charakteru makrokrytycznego, ale generuje skutki zewnętrzne, to musi zostać omówiony w ramach wielostronnego nadzoru MFW.

Istnieją różne poziomy, na których można analizować poziom krytyczności w skali makro. *Capital flows management* miałoby zastosowanie do niektórych sektorów gospodarki. Aby określić (potencjalny) wpływ CFM na stabilność krajową lub stabilność bilansu płatniczego, ocena makrokrytyczności obejmuje analizę ogólnogospodarczego znaczenia sektora podlegającego CFM, przepływów docelowych CFM oraz oczekiwanego wpływu CFM na docelowe przepływy. Brak makrokrytyczności na wyższym poziomie, np. sektorowym, eliminuje potrzebę dalszej oceny.

Aby uznać instrument CFM za makrokrytyczny, powinien on mieć duży wpływ na przepływy kapitału. Można wyróżnić następujące kryteria kwalifikacji środka jako makrokrytycznego:

- 1) należy ocenić zarówno obecny, jak i przyszły oczekiwany wpływ środków CFM na przepływy kapitału; instrument CFM może mieć niewielki wpływ na bieżące przepływy kapitału, ale można oczekiwać, że będzie miał znaczący wpływ na przyszłe przepływy, co czyni go makrokrytycznym;
- 2) charakter niektórych środków może utrudniać ocenę *ex ante* ich oczekiwanego wpływu na przepływy kapitałowe; środek może wiązać się z tak wysokim stopniem swobody w sposobie jego stosowania, że możliwy jest szeroki zakres oceny skutków jego użycia; w takich przypadkach ocena makrokrytyczności powinna koncentrować się na makrokrytyczności samego celu;
- 3) w przypadku gdy środki CFM są wprowadzane jako pakiet, należy ocenić makrokrytyczność pakietu; zarówno bliskość geograficzna, w czasie, jak i cele, których dotyczy, powinny kierować się oceną, czy zestaw środków stanowi pakiet; w takim przypadku ocena makrokrytyczności powinna koncentrować się na pełnym pakiecie środków, a nie na poszczególnych elementach pakietu;
- 4) makrokrytyczny środek CFM pozostaje makrokrytyczny, nawet gdy późniejsze w nim zmiany są niewielkie i same w sobie nie byłyby makrokrytyczne; jeżeli miara bazowa jest makrokrytyczna, należy omówić zmiany miary, nawet jeśli krańcowa zmiana sama w sobie nie jest makrokrytyczna.

4.4.2. Ocena gwałtownego napływu kapitału

Identyfikacja gwałtownych wzrostów napływu kapitału jest ważnym etapem w określaniu zaleceń dla decydentów, uwzględniając ramy poglądu instytucjonalnego. Gwałtowny napływ kapitału określany jest jako epizod wyjątkowo wysokiego napływu kapitału. Taki gwałtowny wzrost może pozbawić gospodarkę i/lub jej system finansowy zdolności do absorpcji napływającego kapitału bez narażania stabilności makroekonomicznej lub finansowej, w tym poprzez ograniczanie możliwości dostosowania polityki gospodarczej. Gwałtowne napływy kapitału mogą bowiem prowadzić do narastania nierównowagi makroekonomicznej lub finansowej oraz zwiększać ryzyko późniejszego odwrócenia przepływu kapitału, a nawet wywoływać kryzysy. Należy podkreślić, że gwałtowne wzrosty napływającego kapitału niekoniecznie

muszą być wysokie z perspektywy całej gospodarki, aby stwarzać takie ryzyko. Mogą one, jeśli są znaczne, wywołać zakłócenia w określonym sektorze gospodarki, który jest systemowo powiązany z napływającym kapitałem. Biorąc zatem pod uwagę potencjalne skutki destrukcyjne gwałtownego napływu kapitału, można stwierdzić, że proponowane rozwiązania związane z ograniczaniem tych zagrożeń w ramach poglądu instytucjonalnego MFW wraz z możliwością zastosowania środków CFM/MPM mogą być uzasadnione i oczekiwane.

Literatura przedmiotu zazwyczaj opiera się na analizie tendencji lub wartości progowych w celu identyfikacji gwałtownych wzrostów przepływów kapitału. Te metody ilościowe identyfikują wzrosty jako przepływy przekraczające ich historyczne wzorce, uwzględniając wcześniejsze rozkłady lub odchylenia od długoterminowego trendu lub ostatniego okresu. Można dokonać identyfikacji gwałtownych wzrostów przepływu kapitału, jeśli chodzi o przepływy kapitałowe netto oraz brutto, a także, gdy dotyczy to gwałtownych wzrostów w niektórych sektorach lub klasach aktywów (np. dług portfelowy).

Aby ocenić, czy ma miejsce skokowy napływ kapitału, który stanowić może wyzwanie dla utrzymania stabilności makroekonomicznej lub finansowej, można zastosować procedurę etapową. Poniżej dokonano opisu poszczególnych etapów.

W etapie 1 za pomocą zestawu metod ilościowych należy uzyskać informacje, czy dana gospodarka (lub sektor) doświadcza gwałtownego wzrostu wolumenu napływu kapitału. Biorąc pod uwagę to, że dane dotyczące bilansu płatniczego są dostępne z opóźnieniem, takie podejście wymaga uzupełnienia o dane o przepływach kapitału o wysokiej częstotliwości, a także informacje sektorowe (np. udział nierezydentów w zakupach nieruchomości).

W etapie 2 – jako uzupełnienie etapu 1 – przydatne może być rozważenie, czy w innych porównywalnych gospodarkach mają miejsce gwałtowne wzrosty napływu kapitału, co adekwatnie może wpłynąć na gwałtowny wzrost napływu w badanym kraju. Jeśli dane sugerują, że kraje traktowane jako porównawcze doświadczały gwałtownych napływów kapitału, to istnieje większe prawdopodobieństwo, że w danej gospodarce także wystąpi gwałtowny i znaczący wzrost napływającego kapitału.

Dokonana w etapie 3 analiza wielu zmiennych makrofinansowych ma na celu określenie zdolności absorpcyjnej danej gospodarki oraz ocenę potencjalnych wyzwań zagrażających utrzymaniu stabilności makroekonomicznej lub finansowej. Ta analiza może być prowadzona na podstawie zmiennych makroekonomicznych (np. wzrost realnego PKB, saldo rachunku bieżącego, zmiany inflacji czy międzynarodowa pozycja zewnętrzna), wskaźników rynku finansowego (np. stopy procentowe, ceny nieruchomości mieszkaniowych, kurs walutowy, spready zadłużenia i niepokryte premie parytetu procentowego) oraz wskaźników strukturalnych (np. praktyki zarządzania i praktyki regulacyjne oraz stopień rozwoju finansowego). W związku z powyższym istotne jest określenie, czy napływ kapitału może stanowić wyzwanie dla zdolności absorpcyjnej kraju, gdy niektóre z tych zmiennych przekraczają swoje historyczne trendy lub poziomy.

4.4.3. Identyfikacja determinant zbliżającego się kryzysu w obliczu gwałtownego odpływu kapitału z gospodarki

Kryzysy finansowe i gospodarcze są z natury niełatwe do przewidzenia, co utrudnia identyfikację symptomów ich wybuchu. Zgodnie z poglądem instytucjonalnym MFW z 2012 roku kraj, w którym rezerwy walutowe są określone jako niewystarczające, kurs walutowy jest niedowartościowany lub ekspozycja walutowa jest wysoka, a gospodarka znajduje się w stagnacji, uznaje się za taki, w którym istnieje prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu. W literaturze stwierdzono, że kryzysy odnoszące się do bilansu płatniczego obejmują lub rozpoczynają się jako kryzysy bankowe, kryzysy w gospodarce realnej lub jako bańki cenowe aktywów. Często wynikają one z przedłużającego się boomu gospodarczego, który częściowo może być napędzany napływem kapitału (Sufi, Taylor, 2021). Kryzysy bilansu płatniczego mają wspólne cechy, którymi są nadmierna deprecjacja waluty (często po okresie przewartościowania), wyczerpywanie się rezerw walutowych, duże spadki zagregowanego popytu, szybkie odwrócenie deficytu obrotów bieżących i gwałtowny wzrost stóp procentowych oraz spreadów. Wiele z tych zmian jest oczywistych w czasie kryzysu, jednak niektóre z tych cech urzeczywistniają się przed nim, wskazując na jego zbliżanie. Dodatkowo częstotliwość danych oraz dostęp do innych informacji o charakterze jakościowym pomagają w identyfikacji zbliżającego się kryzysu. Aby zidentyfikować zbliżający się kryzys, który może uzasadniać wykorzystanie środków odpływu CFM, można wykorzystać dane, które dostarczają informacji dotyczących: odwrócenia napływu kapitału i pęknięcia baniek spekulacyjnych wraz z danymi o wysokiej częstotliwości i o charakterze jakościowym oraz zakłóceń na rynkach towarowych i finansowych. Te wysokiej częstotliwości jakościowe mierniki obejmują gwałtowną deprecjację kursu walutowego, szybki spadek rezerw, gwałtowne zaostrzenie warunków finansowych, szybki spadek aktywności gospodarczej oraz nagłe zmiany na rynku walutowym lub rolowanie długu zewnętrznego.

Środki CFM dotyczące odpływów kapitału, w szczególności nierezydentów, często wiążą się z większymi kosztami niż te dotyczące napływów. Przejawia się to na przykład poprzez negatywny wpływ na zaufanie inwestorów do rynku finansowego. W związku z tym zgodnie z poglądem instytucjonalnym odpływowe instrumenty CFM powinny być stosowane tylko w sytuacjach kryzysowych lub zbliżających się kryzysach.

4.4.4. Przedwczesna liberalizacja przepływów kapitału

Wytyczne zawarte w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku dotyczące liberalizacji przepływu kapitału wciąż pozostają aktualne. Badania empiryczne oraz teoretyczne pokazują, że liberalizacja przepływów kapitału jest korzystniejsza i mniej ryzykowna, jeśli kraje osiągnęły określone progi rozwoju finansowego i poziomy rozwoju instytucjonalnego. W związku z tym liberalizacja przepływów w danej gospodarce musi

być dobrze zaplanowana, rozłożona w czasie i ułożona w odpowiedniej kolejności, aby zapewnić, że korzyści z niej wynikające przeważają nad kosztami i ostatecznie zmniejszyć ryzyko potencjalnie kosztownego wycofania się decydentów z tego procesu, które mogłoby podważyć wiarygodność planu liberalizacji. Należy wyraźnie zaznaczyć, że w poglądzie instytucjonalnym nie zostało wyartykułowane, że pełna liberalizacja przepływów kapitału jest celem właściwym dla wszystkich krajów i w każdym momencie.

Obecnie twierdzi się, że jeśli liberalizacja przepływów kapitału zostanie uznana za przedwczesną, to środki CFM można ponownie nakładać, dopóki nie zostaną spełnione warunki tzw. bezpiecznej liberalizacji. Odzwierciedla to panujący powszechnie pogląd, że tymczasowe ponowne nałożenie środków CFM może być zgodne z dążeniem do pełnej liberalizacji, chociaż bardziej pożądane jest uniknięcie wycofywania się z niej gospodarek. Identyfikacja przesłanek przedwczesnej liberalizacji różni się od bardziej ogólnego zarządzania przepływami kapitału.

Identyfikacja przypadków przedwczesnej liberalizacji wymaga w pierwszej kolejności dokonania oceny, czy usunięcie środków CFM nie przekroczyło zdolności gospodarki lub systemu finansowego do obsługi wynikających z nich przepływów. Ponieważ ta zdolność zależy od kilku cech, to identyfikacja przedwczesnej liberalizacji musi uwzględniać szeroki zakres wskaźników makrofinansowych. Wnioski z przeprowadzonej analizy powinny dostarczyć wiedzy o tym, czy po dokonaniu formalnej liberalizacji przepływów kapitału zaszły istotnie duże zmiany w napływie lub odpływie kapitału i czy w rezultacie doszło do znacznego pogorszenia wskaźników stabilności makrofinansowej. Po usunięciu instrumentów CFM należy ocenić, czy w krótkim okresie, a w razie potrzeby w kolejnych okresach, w których nowo otwarty rachunek kapitałowy (lub jego określone segmenty) był narażony na znaczne przepływy kapitału, zaszły istotne zmiany w globalnym cyklu finansowym. Może to stanowić trudne zadanie, częściowo dlatego, że ujawnienie niektórych kosztów związanych z otwarciem rachunku kapitałowego wymaga upływu czasu. Przedwczesna liberalizacja przepływów kapitału odzwierciedla usuwanie środków CFM w okolicznościach, w których warunki bezpiecznej liberalizacji – określone w podejściu zintegrowanym – nie są spełnione (International Monetary Fund, 2013a). Zintegrowane podejście w poglądzie instytucjonalnym określa bowiem pewne warunki lub progi, których spełnienie z reguły powinno pozwolić na bezpieczną liberalizację różnych kategorii przepływów kapitałowych. Przedwczesna liberalizacja ma miejsce wtedy, gdy warunki te nie są spełnione – nawet jeśli wydawały się spełnione w momencie dokonania liberalizacji – a zdolność kraju do obsługi zliberalizowanych przepływów kapitału jest poważnie zagrożona. Przykład przedwczesnej liberalizacji przepływów kapitału krótkoterminowego stanowi brak niezbędnych ram ostrożnościowych, nadzorczych i monitorujących do zarządzania ryzykiem związanym z tymi przepływami. Podobnie złagodzenie lub zniesienie odpływowych instrumentów CFM w odpowiedzi na przejściowy wzrost napływów, bez wprowadzania niezbędnych reform wspierających, także jest obarczone ryzykiem.

Wynikający z tego wzrost odpływów kapitału może się utrzymać lub przyspieszyć, nawet gdy napływ kapitału osłabnie i powstaną na tyle niestabilne warunki makroekonomiczne, którym system finansowy i gospodarka mogą nie sprostać.

Należy podkreślić, że przedwczesna liberalizacja nie obejmuje przypadków, w których epizody nagłych przepływów kapitału lub niskie zasoby kapitału w gospodarkach pojawiają się przejściowo po tym, jak przy liberalizacji przepływów kapitałowych kraje dysponowały na wstępie odpowiednimi zdolnościami do zarządzania swoją otwartością. Zgodnie z poglądem instytucjonalnym kraje, które dokonały liberalizacji przepływów kapitału w odpowiedniej kolejności i mają odpowiednią zdolność do zarządzania swoim poziomem otwartości, mogą mimo wszystko doświadczyć wyjątkowo silnego szoku. Wstrząsy, które objawiają się gwałtownymi wzrostami napływu lub destrukcyjnymi odpływami kapitału, mogą pogłębić i skumulować słabości posiadanych zasobów kapitału (np. niedopasowanie walutowe). Takie zmiany mogą wywoływać potrzebę tymczasowego zastosowania środków CFM i/lub CFM/MPM do momentu ustąpienia epizodów związanych z przepływami kapitału oraz słabości systemu finansowego²⁴. W przypadku przedwczesnej liberalizacji brak zdolności systemowych będzie prawdopodobnie trwał dłużej w gospodarkach o niższym poziomie rozwoju, zwiększając jednocześnie prawdopodobieństwo wystąpienia kosztownych, powtarzających się epizodów gwałtownych napływów lub destrukcyjnych odpływów kapitału i/lub trwałej słabości zasobów. Dlatego zgodnie z poglądem instytucjonalnym MFW ponowne nałożenie środków CFM na niektóre rodzaje przepływów kapitałowych jest uzasadnione do czasu osiągnięcia wystarczających postępów w zakresie polityk makroekonomicznej, finansowej i strukturalnej, zalecanych w zintegrowanym podejściu do liberalizacji. Wprowadzenie ponowne nałożenie narzędzi CFM może zostać wprowadzone wraz z liberalizacją innych rodzajów przepływów kapitałowych, ale tylko wtedy, jeżeli zostaną spełnione warunki takiej liberalizacji. Na przykład w kraju, w którym napływ długu krótkoterminowego został zliberalizowany przed napływem długu długoterminowego i w którym nie w pełni rozwinięto niezbędne ramy nadzorcze i makroostrożnościowe, tymczasowe ponowne wdrożenie środków CFM na przepływy krótkoterminowe w połączeniu ze złagodzeniem niektórych instrumentów CFM dotyczących długoterminowych napływów długu może być zgodne ze stanowiskiem MFW.

Ocena znaczenia wskaźników przedwczesnej liberalizacji przepływów kapitału na różnych jej etapach zależy od stopnia otwartości rachunku kapitałowego. W sytuacji gdy analiza warunków wskazuje na potencjalną przedwczesną liberalizację przepływów kapitałowych, w kolejnym etapie należy rozważyć niezbędne działania polityczne. Ocena powinna określać te niezbędne działania w celu poprawy ram prowadzonej polityki makroekonomicznej oraz stopień rozwoju finansowego

24 Przedwczesna liberalizacja może również zwiększyć ryzyko zbyt niskiego bądź zbyt wysokiego wzrostu niskich jakościowo zasobów kapitałowych, co wymaga zastosowania zapobiegawczych CFM/MPM.

i instytucjonalnego, aby bezpiecznie zarządzać stopniem otwartości rachunków kapitałowych i z czasem usunąć ponownie nałożone środki CFM. Dlatego też, jeśli widoczne są postępy we wdrażaniu działań z zakresu polityki mającej na celu wyeliminowanie niedociągnięć, które doprowadziły do ponownego nałożenia instrumentów CFM, będą one w dalszym ciągu akceptowane. Jeżeli dany kraj ponownie nałożył środki CFM, to analiza działań podjętych po kolejnym nałożeniu mogłaby pomóc w ocenie stosowności takiego ponownego nałożenia. Brak działań politycznych w celu wyeliminowania niedociągnięć sugerowałby, że ponowne nałożenie CFM mogło mieć na celu zarządzanie przepływami kapitału, a nie wspieranie bezpiecznej strategii liberalizacji przepływów kapitału.

4.5. Działania antykrzysowe i zapobiegające stosowaniu środków CFM

Uprawnienia MFW w odniesieniu do międzynarodowych przepływów kapitału są bardziej ograniczone niż jego uprawnienia w zakresie płatności i transferów w ramach bieżących transakcji międzynarodowych. Te ostatnie opierają się na art. VIII ust. 2 lit. a statutu MFW (International Monetary Fund, 1944), który zasadniczo zabrania członkom funduszu nakładania ograniczeń na dokonywane płatności i przelewy w ramach bieżących transakcji międzynarodowych, chyba że są oni upoważnieni przez fundusz²⁵. Z kolei w art. VI statutu MFW (International Monetary Fund, 1944) uznaje się prawo członków funduszu do „sprawowania takiej kontroli, jaka jest konieczna do regulowania międzynarodowego przepływu kapitału”. Ta asymetria odzwierciedla wiele czynników historycznych, w tym nadrzędny nacisk na wzrost międzynarodowego handlu towarami i usługami, który został ujęty w momencie powstania MFW. Natomiast pojawiające się i dominujące wówczas negatywne postrzeganie przepływów kapitałowych, oparte na przekonaniu, że przepływy kapitału spekulacyjnego przyczyniły się do niestabilności przedwojennego światowego systemu finansowego, wywołało dyskusję wobec kontroli nad przepływami kapitału między krajami.

Zgodnie z wytycznymi zawartymi w poglądzie instytucjonalnym z 2012 roku MFW aktywnie wspierał swoich członków w zakresie zarządzania przepływami kapitału. W ramach pomocy fundusz analizował sytuację i udzielał porad wszystkim swoim członkom. Podczas gdy oceny MFW wykazały, że porady dotyczące

25 Zapisy art. VIII ust. 2 lit. a statutu MFW (International Monetary Fund, 1944) opierają się na celach funduszu, z których jednym jest pomoc w ustanowieniu wielostronnego systemu płatności w odniesieniu do transakcji bieżących między członkami oraz zniesieniu ograniczeń walutowych, które hamują rozwój światowego handlu.

zastosowania środków CFM były ogólnie dostępne i w większości zgodne z ogłoszonym poglądem, to wiele krajów stojących w obliczu znacznego ryzyka związanego ze zmiennością przepływów kapitałowych było nadal słabo poinformowanych. Natomiast dyskusja na temat narzędzi polityki dostępnych w celu przeciwdziałania tej zmienności była niewielka lub żadna. Było to spowodowane z jednej strony brakiem reakcji odpowiednich władz członków funduszu na zalecenia i możliwości zastosowania środków kontroli kapitału, a z drugiej strony niekonsekwencją funduszu w egzekwowaniu tych reakcji. Zdarzały się sytuacje, gdy pracownicy MFW, powołując się na zasady zawarte w ogłoszonym poglądzie, zwracali decydentom w niektórych krajach, które doświadczyły wysokiego poziomu zmienności (np. Santa Lucia, Węgry, Polska i Finlandia), uwagę na ryzyko związane z przepływami kapitału. Zalecano odpowiednim władzom skorzystanie z wytycznych zawartych w poglądzie instytucjonalnym, ale – jak się okazało – w tych gospodarkach dyskusje na temat środków CFM nawet nie zostały podjęte.

W praktyce wystąpiły pozytywne efekty zastosowania zaleceń MFW w wybranych krajach. Wysokie wahania transgranicznych przepływów kapitałowych wpłynęły na stabilność makroekonomiczną i finansową krajów, były także kanałem przenoszenia szoków i wywoływania skutków ubocznych między gospodarkami (European Central Bank, 2016) oraz stanowiły silny sygnał o zbliżającej się recesji na rynkach rozwijających się (Canuto, Ghosh, 2013). Po ogłoszeniu wytycznych w przeglądzie instytucjonalnym z 2012 roku MFW zwrócił szczególną uwagę na przypadki, w których zmienność przepływów kapitałowych stworzyła ryzyko dla stabilności finansowej i bilansu płatniczego (International Monetary Fund, 2013a). Prawdopodobnie w wyniku zastosowania tych zaleceń niektóre kraje doświadczyły mniejszej zmienności przepływów kapitałowych w latach 2013–2019 w porównaniu z latami 2004–2012. Wyjątkiem były kraje rozwinięte o wysokich dochodach, z wyłączeniem Islandii, które doświadczyły nieco większej zmienności w okresie 2013–2019. Na poziomie krajowym wyniki badań pokazują, że Dominika i Tonga doświadczyły największych wahań przepływów kapitałowych, natomiast w ramach grupy G-20 największą zmienność wykazały Chiny, Rosja i Turcja.

Wdrożenie środków CFM w gospodarkach jest uzasadnione, jak wielokrotnie wspomniano, w przypadkach nagłych napływów lub/i odpływów kapitału. Niektóre kraje nie powinny traktować instrumentów CFM jako panaceum w sytuacjach, gdy ich systemy finansowe są nierozwinięte lub znajdują się na bardzo niskim poziomie rozwoju. Brak rozwoju finansowego lub ograniczenia z tym związane, wynikające z zaniechań decydentów lub inercji działania nie gwarantują bowiem automatycznego uruchomienia CFM z powodu pojawiających się zakłóceń na międzynarodowym rynku finansowym. Dlatego tak ważne jest ciągle wzmacnianie i rozwój krajowych sektorów finansowych. Okazuje się, że w gospodarkach o zbyt płytkim rynku finansowym, charakteryzujących się brakiem rozwoju finansowego trudno zastosować rozwiązania i środki CFM, które wymagają pewnego stopnia rozwoju krajowych rynków finansowych. Z jednej strony w przypadku międzynarodowych

zakłóceń rozwój i pogłębienie lokalnych rynków kapitałowych są istotne z punktu widzenia absorpcji napływającego kapitału i zmniejszania jego zmienności, a przede wszystkim z punktu widzenia rozwoju danej gospodarki i kierowania kapitału do sektorów produkcyjnych na realizację projektów inwestycyjnych oraz dywersyfikacji źródeł finansowania. Ogólnie im bardziej rozwinięty rynek finansowy, tym większa jego siła przyciągania kapitału. Z drugiej strony w przypadku pojawiających się zakłóceń na międzynarodowym rynku finansowym może nastąpić nagły odpływ kapitału. Dlatego kluczowym zadaniem jest wprowadzanie odpowiednich regulacji ostrożnościowych, adekwatnych do stopnia rozwoju sektora finansowego danego kraju, przy jednoczesnym zachowaniu równowagi w sektorze realnym.

Uwarunkowania zewnętrzne, czynniki wypychające oraz przyciągające kapitał, do których można zaliczyć globalne warunki płynnościowe, długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego i globalne postrzeganie ryzyka, odgrywają ogromną rolę w określaniu wielkości i struktury przepływów kapitałowych. Każdy kraj, którego władze poprzez swoje decyzje polityczne i działania mogą oddziaływać na inne gospodarki (np. poprzez politykę zarządzania kursem wymiany, politykę pieniężną w krajach i regionach emitujących walutę rezerwową, politykę regulacyjną i nadzorczą oraz zastosowane środki zarządzania przepływami kapitału), powinien uwzględniać potencjalne skutki uboczne i ich wpływ na politykę makroekonomiczną innych krajów. Skutki decyzji politycznych powinny być przedmiotem regularnego, wiarygodnego i wielostronnego nadzoru w celu oceny zarówno ich indywidualnego wpływu na inne państwa, jak i ewentualnych zagregowanych efektów ubocznych. Przykładowo: polityka makroekonomiczna emitentów waluty rezerwowej może mieć zasadniczy wpływ na globalną płynność, a tym samym na międzynarodowe przepływy kapitału. Kraje te ponoszą szczególną odpowiedzialność za prowadzenie rozsądnej i zrównoważonej polityki makroekonomicznej w celu uniknięcia nadmiernej nierównowagi i gwałtownego odwrócenia przepływów kapitału.

Zastosowanie środków CFM odnoszących się do napływu kapitału może w pewnych okolicznościach zwiększyć autonomię monetarną w krajach o płytkich rynkach walutowych (International Monetary Fund, 2020a). Pozytywny szok wywołany apetytem zagranicznych inwestorów (szok niefundamentalny i przejściowy, niezwiązany z warunkami krajowymi) prowadzi do gwałtownego napływu waluty lokalnej i zmniejszenia premii z tytułu niepokrytego parytetu procentowego w krajach z płytkim rynkiem walutowym, co z kolei może stanowić bodziec do nadmiernego pożyczania (*overborrowing*). Połączenie napływowych środków CFM (aby przeciwdziałać gwałtownemu wzrostowi i dalszemu zaciąganiu pożyczek) oraz stałej stopy procentowej FXI (aby przeciwdziałać zmianie premii z tytułu niepokrytego parytetu procentowego) stanowią bardziej skuteczną reakcję niż zmiana kursu walutowego. Zastosowanie środków CFM na napływający kapitał oraz stałe stopy procentowe mogą następnie wesprzeć stabilizowanie zagregowanego popytu krajowego i umożliwić polityce pieniężnej skupienie się na zająciu się krajowymi

źródłami presji cenowej. Ograniczenia w polityce pieniężnej mogą wzmocnić argumenty przemawiające za stosowaniem powyższych instrumentów w krajach o płytkich rynkach walutowych (International Monetary Fund, 2020a). Występowanie pułapki płynności lub reżimu sztywnego kursu walutowego również może uzasadniać wykorzystanie środków CFM do zarządzania makroekonomicznego, ponieważ gospodarka nie może w pełni dostosować się za pomocą samej polityki pieniężnej (Korinek, Simsek, 2016).

Gwałtowny wzrost napływu kapitału może spotęgować istniejące w gospodarce realne lub finansowe zakłócenia. W przypadku gdy stopień zakłóceń finansowych jest różny w poszczególnych sektorach, gwałtowne napływy kapitału mogą doprowadzić do nagłego wzrostu sektora o relatywnie niższych zakłóceniach, wypierając płynność do sektora, w którym występują relatywnie większe zakłócenia, i potencjalnie doprowadzić do niewłaściwej alokacji zasobów, na przykład do przeinwestowania w sektorze nieruchomości (Bleck, Liu, 2018). Może to prowadzić do samonapędzającej się spirali z powodu efektów sprzężenia zwrotnego między napływem kapitału i wzrostem płynności, cenami aktywów i wartościami zabezpieczeń. Potencjalnie mogłoby to również doprowadzić do nieodwracalnego zniszczenia i redukcji sektorów o bardziej restrykcyjnych ograniczeniach finansowych (Caballero, Lorenzoni, 2014).

Gwałtowny napływ kapitału wiąże się z większym prawdopodobieństwem przyszłych kryzysów bankowych w krajach, w których w okresie boomu obserwuje się narastanie słabości makrofinansowych (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2016). Z literatury przedmiotu dotyczącej wczesnego ostrzegania wynika, że wzrost stosunku szerokiej miary kredytu (w tym źródeł bankowych, pozabankowych i zagranicznych) do PKB w stosunku do jego trendu (określanego jako luka kredytowa) jest najsilniejszym predyktorem kryzysów bankowych w gospodarkach rozwiniętych i rozwijających się (International Monetary Fund, 2014). Podobnie P.O. Gourinchas i M. Obstfeld (2012) stwierdzili, że dwoma najważniejszymi czynnikami prognostycznymi kryzysów, zarówno dla gospodarek rozwiniętych, jak i rozwijających się, są wzrost akcji kredytowej i realna aprecjacja kursu walutowego. Gwałtowne skoki napływającego kapitału, zwłaszcza gdy składa się on z pożyczek offshore, wiążą się z aprecjacją kursów walutowych i tym samym przyczyniają się do wzrostu luki kredytowej, a w konsekwencji uzasadniają zastosowanie środków MPM oraz potencjalnie CFM/MPM (Fendoglu, 2017; International Monetary Fund, 2017; Nier, Olafsson, Rollinson, 2020). Gwałtowne epizody związane z napływem kapitału mogą być również związane ze wzrostem udzielonych kredytów, co zwiększa ryzyko utraty płynności. Stwierdzono, że ma to miejsce w szczególności w krajach, w których otoczenie nadzorcze i regulacyjne jest słabe, co podkreśla potrzebę wzmocnienia tych aspektów (Merrouche, Nier, 2017). Podczas gwałtownych wzrostów napływu kapitału kraje o mniej elastycznych reżimach kursowych doświadczają większej ekspansji kredytów bankowych i przesunięcia w kierunku kredytów walutowych, co sugeruje, że stosując takie

rozwiązania, prawdopodobnie odniosą relatywnie większe korzyści z zastosowania środków CFM/MPM (Magud, Vesperoni, 2015).

Gwałtowny napływ kapitału może również wywoływać boom na rynku mieszkaniowym i wysokie krajowe lewarowanie, prowadząc do powstania sprzężenia zwrotnego. Z badań empirycznych wynika, że dźwignia finansowa kredytów hipotecznych i boom mieszkaniowy zwiększają niestabilność finansową oraz że przepływy kapitału są ważnym czynnikiem wpływającym na podatność na zagrożenia na rynku mieszkaniowym zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i rozwijających się (Gorback, Keys, 2020). Ponieważ udzielone kredyty na nieruchomości są zabezpieczone (niezbywalnymi) aktywami nieruchomości jako zabezpieczeniem, to finansowy efekt zewnętrzny pojawia się, gdy podmioty nie biorą pod uwagę wpływu ich decyzji pożyczkowych na wartość zabezpieczenia (Basu i in., 2020; Bianchi, Mendoza, 2020). Może to prowadzić do sprzężenia zwrotnego między kredytami i cenami nieruchomości mieszkaniowych oraz stwarza możliwość odwrócenia sytuacji, zarówno w przypadku napływu kapitału na rynki nieruchomości w formie bezpośrednich zakupów przez nierezydentów, jak i zaciągania pożyczek z zagranicy.

Wysokie zadłużenie powoduje powstanie m.in. niedopasowań walutowych, a to może uzasadniać zastosowanie wyprzedzających instrumentów CFM/MPM (Farhi, Werning, 2016; Korinek, Sandri, 2016; International Monetary Fund, 2020b). Teoretycznie w gospodarce otwartej podmioty mogą zadłużać się w walutach obcych, ponieważ nie internalizują wpływu swoich decyzji na przyszłe ewentualne sytuacje kryzysowe, które mogą powstać w przypadku zaostrzenia warunków udzielania kredytów zagranicznych, deprecjacji walut i osłabienia bilansów. Dlatego korzystanie ze środków CFM/MPM przed wystąpieniem negatywnego szoku (tj. zapobiegawczo) może ograniczyć dalsze zaciąganie pożyczek w walutach obcych i zmniejszyć ryzyko utraty stabilności finansowej wynikające z niedopasowania walutowego. Ogólnie występuje pewna zależność, która stanowi, iż wysoki poziom zobowiązań z tytułu zadłużenia zagranicznego w walutach obcych zwiększa prawdopodobieństwo niewypłacalności państwa wobec zaciągniętego długu czy restrukturyzacji zadłużenia lub skorzystania z pomocy MFW, zwłaszcza w gospodarkach rozwijających się, i wiąże się to z relatywnie wysokimi stratami w produkcji. Wysoki poziom zewnętrznych zobowiązań dłużnych, które są krótkoterminowe lub nominowane w walutach obcych, należy do najsilniejszych predyktorów epizodów odwrócenia napływu kapitału, które mają duży wpływ na tempo wzrostu gospodarczego (International Monetary Fund, 2020c; 2021a)²⁶.

Dlatego uważa się, że środki CFM/MPM z pierwokupem oddziałują najsilniej, gdy pozostały termin zapadalności długu walutowego jest krótkoterminowy.

26 Zewnętrzne zobowiązania dłużne są silnymi predyktorami napięć zewnętrznych niezależnie od waluty, gdy bierze się pod uwagę zarówno rynki rozwinięte, jak i rynki rozwijające się (International Monetary Fund, 2020c).

W przypadku gdy występuje niedopasowanie między krótkoterminowymi zobowiązaniami walutowymi a płynnymi aktywami walutowymi, taka sytuacja naraża pożyczkobiorców na ryzyko rolowania, które może spotęgować presję wypłacalności podmiotów wynikającą z deprecjacji waluty (Brunnermeier, Sannikov, 2015; International Monetary Fund, 2017). Dane bilansowe firm notowanych na giełdzie H. Bleakley i K. Cowan (2010) wykorzystali na rynkach rozwijających się i nie stwierdzili wpływu niedopasowania terminów zapadalności na inwestycje podejmowane przez przedsiębiorstwa podczas nagłych zatrzymań, podkreślili jednak, że firmy posiadające krótkoterminowe zadłużenie ponoszą wyższe koszty finansowania. W krajach, gdzie ryzyko niewypłacalności jest większe, krótkoterminowe pożyczki mogą zwiększać ryzyko gwałtownej wyprzedaży i przedwczesnej likwidacji aktywów, ostatecznie zwiększając zmienność produkcji, inwestycji i całkowitej produktywności czynników produkcji (Bocola, Lorenzoni, 2020). Zgodnie z tym ryzyko wybuchu kryzysu zewnętrznego jest wysokie i może się zmaterializować (Basu i in., 2020).

Podczas gdy środki MPM odgrywają główną rolę w zmniejszaniu podatności systemu finansowego na zagrożenia związane z brakiem właściwego nadzoru makroostrożnościowego, to instrumenty CFM/MPM mogą pełnić funkcję uzupełniającą. Jeżeli zatem środki MPM mogą mieć znaczny wpływ na zmniejszenie podatności systemu finansowego na zagrożenia związane z gwałtownymi przepływami kapitału, to zmniejsza się w ten sposób także ryzyko wystąpienia zakłóceń w produkcji. Istnieją jednak dowody na to, że korzystanie z instrumentów MPM w przypadku pożyczek krajowych zwiększa presję na zaciąganie pożyczek transgranicznych (bezpośrednio z zagranicy lub w oddziałach zagranicznych), co uzasadnia uzupełniające stosowanie środków MPM opartych na miejscu zamieszkania w celu powstrzymania nagłego odpływu w pewnych okolicznościach (Nier, Olafsson, Rollinson, 2020; Ahnert i in., 2021).

4.6. Zagrożenia wynikające ze stosowania instrumentów CFM i CFM/MPM

Literatura przedmiotu oraz doświadczenia ostatnich lat wynikające z korzystania ze środków zarządzania przepływami kapitału sugerują, że występują okoliczności przemawiające za ograniczonym stosowaniem instrumentów CFM i CFM/MPM. Okazuje się, że zarówno środki CFM, jak i CFM/MPM mogą zakłócać realizację inwestycji produkcyjnych, utrudniać konkurencję na rynku i nieproporcjonalnie obciążać kosztami mniejsze firmy. Takie środki mogą zniekształcać alokację zasobów w firmach i zmniejszać zagregowaną produktywność (Andreasen, Bauducco, Dardati, 2019; 2021). Dodatkowo mogą również mieć wpływ na podejmowane

inwestycje w nowe technologie. Kontrole przepływu kapitału mogą nieproporcjonalnie obciążać mniejsze gospodarki, które są zależne od finansowania zewnętrznego (Alfaro, Chari, Kanczuk, 2017). Dla takich firm alternatywne formy finansowania (np. poprzez emisję międzynarodowych kwitów depozytowych, *Global Depositary Receipt* – GDR) są stosunkowo droższe, ponieważ małe i często nowo powstałe przedsiębiorstwa nie mają ugruntowanej na rynku reputacji. Te firmy mogą szczególnie mocno odczuć ograniczony dostęp do finansowania, jeśli na przykład wprowadzone środki kontroli kapitału wpłyną na zmniejszenie finansowania bankowego, na którym te podmioty opierają swój rozwój (Forbes, 2007). W sytuacji gdy wzrost kosztów finansowania zewnętrznego będzie w pewnym stopniu skutkiem narzucenia środków CFM, wzrosną także koszty zastosowania CFM, ponieważ małe i średnie przedsiębiorstwa są istotnymi źródłami wzrostu zatrudnienia i inwestycji w wielu krajach.

Wprowadzenie do zarządzania przepływami kapitału instrumentów CFM i CFM/MPM może także tworzyć zachęty do pogoni inwestorów za rentą oraz okazji do korupcji. Mogą się również tworzyć grupy interesu, które czerpią korzyści z wdrażania CFM i CFM/MPM lub tracą na korzystaniu z tych narzędzi, na przykład zachęcając do błędnego fakturowania. Te niekorzystne skutki mogą być większe w krajach bardziej rozdrobnionych politycznie. Istnieją pewne dowody na to, że kraje z bardziej skorumpowaną administracją są bardziej skłonne do narzucania kontroli kapitału (Wei, Zhou, 2018).

Opieranie się na zastosowaniu środków CFM i CFM/MPM może również zmniejszyć impuls do przeprowadzenia lub kontynuacji reform i utrwalać występowanie zakłóceń, które stanowiły powód ich użycia. W zależności od ich konstrukcji i częstotliwości użytkowania środki CFM lub CFM/MPM mogą utrudniać rozwój krajowych rynków walutowych i rynków papierów wartościowych w walutach lokalnych, utrwalać sytuacje, które wymagają użycia tych instrumentów (Liu, Wie, Zhou, 2020). Zdaniem R. Reisa (2013), jeśli integracja finansowa wykracza i postępuje szybciej niż rozwój rynków finansowych, to istnieje większe prawdopodobieństwo niewłaściwej alokacji przepływów kapitału. Poleganie na CFM lub CFM/MPM może również tworzyć pewne ramy fiskalne, ponieważ CFM są zaprojektowane jako podatki i przynoszą państwu dochody (Reinhardt, Sbrancia, 2015). Warto ponownie podkreślić, że środki CFM lub CFM/MPM mogą zostać wykorzystane do zastąpienia lub opóźnienia uzasadnionych dostosowań makroekonomicznych.

Stosowanie instrumentów CFM i CFM/MPM może także zmniejszyć długoterminową atrakcyjność kraju dla inwestorów, zwłaszcza jeśli środki kontroli są źle zaprojektowane lub niewłaściwie adaptowane przez podmioty gospodarujące. Takie działania mogą wywołać niekorzystne reakcje rynkowe i wpłynąć na przyszłą skłonność do inwestowania, jeśli zostaną zinterpretowane jako „antyinwestycyjne nastawienie” rządu. Takie niepożądane reakcje są bardziej prawdopodobne, jeśli instrumenty CFM lub CFM/MPM są postrzegane jako substytut uzasadnionych

dostosowań makroekonomicznych i politycznych, a mniej prawdopodobne, gdy właściwe cele i powody zastosowania środków CFM i CFM/MPM są dobrze komunikowane (Forbes i in., 2016). Inwestorzy zwykle inwestują mniej w krajach o mniejszej stabilności przepisów i o słabej ochronie inwestorów. Kraje mogą być zatem zmuszone rozważyć wpływ częstego polegania na instrumentach CFM lub CFM/MPM na długoterminową atrakcyjność kraju dla inwestorów.

Ponadto narzędzia CFM i CFM/MPM mogą generować dodatkowe koszty związane z wprowadzeniem przepisów oraz tworzyć niepewność polityczną, którą mogą potęgować częste zmiany zachodzące w polityce gospodarczej. W zależności od konstrukcji CFM koszty związane z wdrażaniem przepisów mogą być znaczne zarówno dla przedsiębiorstw, których to dotyczy, jak i dla banków i innych instytucji finansowych, które wdrażają CFM. Na przykład instytucje finansowe zobowiązane do weryfikacji zgodności często muszą budować złożone systemy wspierające wdrażanie środków CFM, zwiększając koszty operacyjne oraz zmniejszając rentowność i swoją konkurencyjność. Częste zmiany takich środków mogą powodować niepewność polityczną, a także dodatkowe koszty przestrzegania przepisów dla firm, które muszą być na bieżąco z nowymi lub często zmieniającymi się regulacjami prawnymi. Przejrzystość w zakresie ogólnej strategii politycznej może pomóc ograniczyć takie koszty i niepewność, jak ma to miejsce w przypadku narzędzi makroostrożnościowych MPM (International Monetary Fund, 2014). Niemniej jednak potencjalne koszty dostosowawcze dla sektorów finansowego i produkcyjnego przemawiają za bardziej ograniczonym stosowaniem instrumentów CFM, tzn. tylko w ściśle określonych okolicznościach.

Ogólnie rzecz biorąc, koszty związane z wdrażaniem środków CFM i CFM/MPM są tym większe, im szerszy jest zakres ich oddziaływania oraz im dłużej obowiązują, co wymaga szczególnej ostrożności w stosowaniu CFM do celów makroekonomicznych oraz ponoszenia kosztów okresowych ocen CFM/MPM. Środki CFM, wykorzystywane do zarządzania makroekonomicznego, mogą wymagać szerszego zakresu ich zastosowania, ponieważ odpływ i napływ kapitału mogą zmienić rodzaj przepływów podlegających gwałtownemu wzrostowi lub spadkowi popytu zagranicznego. Szerokie zastosowanie środków CFM/MPM może z kolei zwiększyć prawdopodobne koszty wynikające z zakłócenia alokacji zasobów, co pociąga za sobą relatywnie większe koszty dla CFM niż dla CFM/MPM, które często mogą być bardziej ukierunkowane. Jednak narzędzia CFM/MPM odnoszące się do napływu kapitału mogą wymagać ich stosowania w dłuższym okresie niż CFM dotyczące napływu kapitału, wykorzystywane do zarządzania makroekonomicznego. Im dłużej instrumenty CFM lub CFM/MPM są utrzymywane w danej gospodarce, tym bardziej prawdopodobne jest, że pewne grupy interesów będą trwale odnosić korzyści z zastosowania CFM, a inne grupy będą unikały stosowania CFM. Takie podejście zwiększa koszty prowadzenia kontroli kapitału, które obowiązują przez dłuższy czas, ale także przemawia za sporządzaniem okresowej oceny korzyści i kosztów z wdrożenia instrumentów CFM.

4.7. Ewolucja poglądów Międzynarodowego Funduszu Walutowego wobec kontroli przepływów kapitału – perspektywa instytucjonalna MFW

Pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku MFW opowiadał się za pełną liberalizacją rachunków finansowych. W 2012 roku zatwierdził kontrolę napływu kapitału podczas jego gwałtownych wzrostów do gospodarek, a w 2022 roku aktualizację poglądu instytucjonalnego z 2012 roku.

Ostatecznie kryzys azjatycki z lat 1997–1998 był przełomowym momentem w postrzeganiu przez fundusz liberalizacji przepływów kapitału. Utworzono Niezależne Biuro Oceny MFW, które miało wypracować odpowiednie wnioski na podstawie doświadczeń. W 2005 roku biuro to opublikowało sprawozdanie, w którym stwierdzono, że MFW w niewystarczającym stopniu uwzględniał ryzyko zmienności przepływów kapitału w swoich analizach i doradztwie świadczonym poszczególnym państwom. W związku z tym w pierwszej dekadzie XXI wieku w MFW miały miejsce intensywne prace w celu lepszego zrozumienia ryzyka związanego z ekspozycją na zmienne przepływy kapitału, które mogą prowadzić do kryzysów finansowych, oraz z rolą, jaką kontrola przepływów kapitału może odegrać w zarządzaniu takim ryzykiem. Fundusz dokonał rewizji własnego stanowiska w sprawie liberalizacji rachunków kapitałowych i zbadał korzyści dla poszczególnych gospodarek, wynikające z zastosowania kontroli przepływu kapitału. Kryzysy finansowe na rynkach azjatyckich w latach dziewięćdziesiątych XX wieku dodatkowo utwierdziły MFW w przekonaniu, że występuje pilna potrzeba nowego spojrzenia na przepływy kapitału w gospodarce światowej.

W wyniku wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku banki centralne w gospodarkach rozwiniętych obniżyły swoje stopy procentowe do zera, a następnie doprowadziły do dalszej stymulacji rynków finansowych poprzez wdrażanie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Wywołało to gwałtowny napływ kapitału do wielu rozwijających się gospodarek. W tym właśnie okresie MFW doradzał poszczególnym krajom, aby rozważyły wykorzystanie bardziej heterodoksyjnego zestawu narzędzi, w tym środków ostrożnościowych i kontroli przepływów kapitału. Fundusz po raz pierwszy opublikował pogląd instytucjonalny na temat możliwości zastosowania kontroli przepływów kapitału między krajami w 2012 roku. Posunięcie to zostało pozytywnie ocenione przez niektórych badaczy, m.in. przez Krugmana, który docenił elastyczność MFW w kwestii przepływów kapitału. W 2020 roku ponownie poddano ocenie sformułowane przez MFW wytyczne dotyczące transgranicznych przepływów kapitału. Niezależne Biuro Oceny stwierdziło, że zasadniczo MFW uwzględnił pogląd instytucjonalny w swoich kierowanych do gospodarek poradach w zakresie realizowanej przez te państwa polityki. Międzynarodowy Fundusz

Walutowy stał się tym samym bardziej otwarty na stosowanie kontroli przepływów kapitału jako jednego z instrumentów polityki gospodarczej, umożliwiającego jego zastosowanie w przypadku gwałtownych przepływów kapitału. Jednocześnie fundusz stał się bardziej ostrożny w promowaniu liberalizacji rachunków kapitałowych. Natomiast w 2020 roku Niezależne Biuro Oceny zaleciło również, aby MFW rozważył dopuszczenie w pewnych okolicznościach prewencyjnego i bardziej długotrwałego stosowania kontroli przepływów kapitału.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy na bieżąco poddaje rewizji swoje poglądy na temat zestawu narzędzi polityki makroekonomicznej potrzebnych do zarządzania zmiennymi przepływami kapitału. Aktualizację i przegląd poglądu instytucjonalnego MFW opublikowano w 2022 roku. W dokumencie tym zawarte są warunki, jakie kraj musi spełnić, aby uzasadnione było prewencyjne stosowanie kontroli przepływów kapitału. Fundusz podkreślił w szczególności, że ryzyko dla stabilności finansowej może także wynikać ze stopniowego narastania zadłużenia zewnętrznego denominowanego w walutach obcych, nawet przy braku gwałtownego przyspieszenia tempa napływającego kapitału. Dobitnie stwierdzono także, że środki makroostrożnościowe nałożone na sam tylko system bankowy nie zawsze są wystarczające, aby ograniczyć zagrożenia związane z nagłym napływem i odpływem kapitału, i powinny zostać uzupełnione prewencyjną kontrolą przepływów kapitału. Dotyczy to na przykład ryzyka wynikającego z zaciągania pożyczek w walutach obcych przez przedsiębiorstwa niefinansowe i podmioty prowadzące działalność parabankową (*shadow banks*).

W marcu 2020 roku, po wybuchu pandemii COVID-19, gospodarki rozwijające się doświadczyły najsilniejszego w historii odwrócenia przepływów inwestycji portfelowych, sięgającego 100 mld USD w ciągu miesiąca. Natomiast od początku wojny w Ukrainie (luty 2022 r.) doszło do dużego odpływu kapitału z Chin. Niektóre inne rynki rozwijające się borykają się z gwałtownym napływem kapitału, co oznacza występowanie zmienności przepływów kapitału. W przeciwieństwie do kryzysu z 2008 roku sprzedaż aktywów zagranicznych nie była prowadzona przez banki, ale napędzana przede wszystkim przez fundusze inwestycyjne, które od czasu globalnego kryzysu finansowego 2008–2012 stały się głównymi uczestnikami systemu finansowego. Gwałtownie zmienił się także apetyt inwestorów – najpierw z aktywów ryzykownych na bezpieczne i bardziej płynne, a następnie, od połowy marca 2020 roku, na aktywa gotówkowe i zbliżone do gotówki, o krótkim terminie zapadalności, tzw. bufory. Pandemia przyspieszyła również i tak już stały spadek światowych napływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych do gospodarek rozwijających się, które w 2020 roku osiągnęły najniższy poziom od 15 lat.

Należy podkreślić, że spadek przepływów kapitałowych w 2020 roku był krótkotrwały i został złagodzony przez intensywne działania banków centralnych zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się, po czym nastąpił bardzo silny wzrost przepływów. Przepływy kapitału portfelowego do gospodarek rozwijających się wykazały wysokie tempo wzrostu w drugiej połowie 2020 roku. Początkowo były

one kierowane do Chin, a następnie do innych gospodarek. Odbicie było szybsze niż podczas wszystkich poprzednich gwałtownych zatrzymań w okresie po kryzysie 2008–2012. Dotyczyło to również napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych – w 2021 roku wzrosły one o 88%, przekraczając poziomy sprzed pandemii. Należy zaznaczyć, że wzrost przepływów portfelowych był krótkotrwały, ponieważ presja inflacyjna, po szoku związanym z COVID-19, sygnalizowała koniec prowadzonej akomodacyjnej polityki pieniężnej. Presja ta zwiększyła oczekiwania co do wycofywania banków centralnych ze wsparcia akomodacyjnego, przyczyniając się do przeszacowania obligacji skarbowych i wzrostu rentowności obligacji zarówno na rynkach rozwijających się, jak i rozwiniętych. W rezultacie napływ kapitału portfelowego do gospodarek rozwijających się stopniowo ulegał zmniejszeniu od lutego 2021 roku. Pod koniec sierpnia 2021 roku System Rezerwy Federalnej FED ogłosił decyzję o stopniowym ograniczaniu programu skupu obligacji, który został wstrzymany w marcu 2022 roku.

W odpowiedzi na powyższe zdarzenia Międzynarodowy Fundusz Walutowy w marcu 2022 roku dokonał przeglądu i aktualizacji zapisów poglądu instytucjonalnego z 2012 roku na temat stosowania kontroli przepływu kapitału jako elementu zestawu narzędzi polityki publicznej (*policy toolkit*), służącego zarządzaniu zmiennością przepływów kapitału. Główna zmiana wprowadzona do przeglądu poglądu instytucjonalnego polega na tym, że MFW uznaje, iż w określonych okolicznościach może wystąpić potrzeba prewencyjnego wykorzystania kontroli przepływów kapitału, tzn. w okresie przed wystąpieniem gwałtownych wzrostów napływającego kapitału, aby zapobiec sytuacjom, w których radzenie sobie z ich ewentualnym odwróceniem stanie się niezwykle trudne. Oznacza to uznanie przez MFW przedstawianej na polu intelektualnym i na polu polityki publicznej argumentacji na rzecz uczynienia kontroli przepływów kapitału stałym elementem zestawu narzędzi polityki publicznej, a nie tylko narzędziem stosowanym w ostateczności.

Od ogłoszenia przez MFW w 2012 roku poglądu instytucjonalnego kraje wykorzystywały kontrolę przepływów kapitału w sposób oszczędny i w połączeniu z innymi środkami dostosowawczymi, takimi jak zmiany w polityce dotyczącej kursów walutowych oraz polityce makroekonomicznej.

Obecnie MFW prowadzi dalsze intensywne prace w zakresie oceny efektywności międzynarodowych efektów zewnętrznych, wynikających z zastosowania instrumentów kontroli kapitału. Pożądana w tym zakresie jest skuteczna koordynacja międzynarodowa. W szczególności dotyczy to następujących sytuacji:

- 1) gdy państwa angażują się w działania strategiczne;
- 2) gdy państwa otrzymujące kapitał dysponują ograniczonymi instrumentami do zarządzania przepływami kapitału, a państwa pochodzenia mogłyby je wesprzeć;
- 3) gdy na międzynarodowych rynkach kapitałowych występują niedoskonałości.

Jeden z kluczowych wniosków i jedna ze zmian w podejściu MFW po kryzysie 2008–2012 stanowi, że prowadzona polityka minimalnej interwencji przed

wybuchem kryzysu nie jest wystarczającym i skutecznym rozwiązaniem dla utrzymania stabilności makroekonomicznej i finansowej. W obliczu nagłych przepływów kapitału instrumenty makroostrożnościowe mogą jedynie osłabić niekorzystne efekty występujące w systemie bankowym, z kolei interwencje na rynkach walutowych mogą być użytecznym narzędziem służącym stabilizacji kursów walutowych.

Zdaniem O. Blancharda, głównego ekonomisty MFW, kolejnym priorytetem funduszu, do zrealizowania w najbliższym czasie, jest analiza sposobów zastosowania nowych zestawów narzędzi polityki publicznej, umożliwiających pomoc poszczególnym krajom w osiągnięciu różnych celów i priorytetów polityki makroekonomicznej w obliczu gwałtownych wahań w transgranicznych przepływach kapitału (Griffith-Jones, 2014). Należy podkreślić, że cel określający wzrost dobrobytu społecznego zależy nie tylko od skuteczności zastosowanych instrumentów, ale także od dodatkowych działań, takich jak kontrola i monitoring ryzyka lub ograniczanie nierówności. Ograniczanie nierówności jest szczególnie ważne, ponieważ dowiedziono, że przepływy kapitału oddziałują nie tylko na efekty na poziomie zagregowanym, ale również wywołują silne efekty dystrybucyjne. W związku z tym, zgodnie ze stanowiskiem MFW, kluczowe znaczenie ma wspieranie realizacji takiej polityki w poszczególnych krajach, która pomoże im osiągnąć własne cele dystrybucyjne zamiast narzucania im wąskiej wizji efektywności, która w rzeczywistości może nawet obniżyć dobrobyt społeczny.

Skutki przepływów kapitałowych są złożone, natomiast działania podejmowane w ramach zarządzania nimi są również skomplikowane. Rey (2015) stwierdziła, że globalizacja i wzrost pozycji brutto aktywów i zobowiązań państw powodują, iż zmiany przepływów kapitału mogą być ogromne, a skutki przesunięć kapitału między krajami znacznie wykraczają poza zmiany kursów walutowych. Przepływy kapitału wpływają na funkcjonowanie krajowych systemów finansowych, wywołując skutki zarówno pozytywne, jak i negatywne.

Przepływy kapitału mogą pomóc krajom w rozwoju oraz podziale ryzyka. Gospodarki o dużym zadłużeniu zewnętrznym mogą być podatne na kryzysy finansowe i głębokie recesje w przypadku nagłego odpływu kapitału. Zobowiązania zagraniczne są najbardziej ryzykowne, gdy występuje niedopasowanie walutowe, gdy zadłużenie zewnętrzne jest nominowane w walucie obcej i nie jest równoważone posiadanymi aktywami walutowymi lub zabezpieczeniami. Dramatyczny wzrost odpływu kapitału obserwowany na początku globalnej pandemii COVID-19 i zakłócenia w przepływach kapitału wśród niektórych rynków rozwijających się po agresji Rosji na Ukrainę dobitnie pokazują, jak niestabilne mogą być przepływy kapitału i jaki może to mieć wpływ na poszczególne gospodarki.

Warto zaznaczyć, że jedną z ważnych kwestii, która jest obecna w literaturze przedmiotu i debacie na temat przyszłej architektury międzynarodowego systemu finansowego, jest wzrost globalnego popytu na bezpieczne aktywa (*safe assets*) w rozwijających się gospodarkach. Rola MFW i banków centralnych w tym zakresie sprowadza się do zapewnienia międzynarodowej płynności. Jest to pożądane

z punktu widzenia nie tylko globalnej płynności. Takie działania mogą spowodować, że wzrasta światowa bezpieczna realna stopa procentowa i zmniejszeniu ulegają obawy przed stagnacją sekularną. Jak twierdził Obstfeld, żadne kształtowanie mechanizmów wpływających na kursy walut nie jest doskonałe, ale dla większości państw najlepszym rozwiązaniem nadal pozostaje występowanie kursu płynnego zarządzanego (Griffith-Jones, 2014).

Aktualizacja poglądu instytucjonalnego ogłoszona w marcu 2022 roku zachowuje główne zasady, które leżały u podstaw wprowadzenia podejścia instytucjonalnego MFW w 2012 roku, a także zalecenia dotyczące liberalizacji, wykorzystywania środków CFM i CFM/MPM podczas gwałtownych wzrostów napływu kapitału oraz CFM w okresach jego destrukcyjnych odpływów. Główną aktualizacją zawartą w przeglądzie z 2022 roku jest dodanie do zestawu narzędzi polityki CFM/MPM, którą można stosować zapobiegawczo, nawet jeśli nie występuje gwałtowny napływ kapitału do gospodarki. Badania związane z kryzysami zewnętrznymi dostarczyły nowych informacji na temat zarządzania ryzykiem stabilności finansowej wynikającym z przepływów kapitału. Ponadto ryzyko to może być trudne do uwzględnienia z powodu zmieniającego się charakteru globalnego pośrednictwa finansowego poza systemem bankowym (*shadow banking*). Same środki makroostrożnościowe MPM mogą okazać się nie zawsze skuteczne w ograniczaniu ryzyka wynikającego na przykład z zaciąganych przez przedsiębiorstwa pożyczek walutowych i funkcjonowania równoległej bankowości. Dlatego zastosowanie prewencyjnych instrumentów CFM/MPM w celu ograniczenia napływu kapitału do gospodarki może złagodzić ryzyko związane z zadłużeniem zewnętrznym. Nie należy ich jednak stosować w sposób prowadzący do nadmiernych zniekształceń. Nie powinny też zastępować prowadzonych polityk makroekonomicznych i strukturalnych ani być wykorzystywane do utrzymywania nadmiernej słabości walut.

Kryzys związany z COVID-19 doprowadził do dramatycznego szoku w przepływach kapitału zarówno w gospodarkach rozwijających się, jak i w rozwiniętych, głównie za sprawą wyprzedaży funduszy inwestycyjnych. Tylko w marcu 2020 roku w gospodarkach rozwijających się nastąpił spadek napływu kapitału portfelowego o 70 mld USD. W tym samym miesiącu gospodarka Stanów Zjednoczonych również doświadczyła znacznej wyprzedaży aktywów portfelowych przez nierezydentów. Ponadto wpływ utrzymującej się pandemii COVID-19 i wojny w Ukrainie na ceny surowców zwiększał presję inflacyjną. W odpowiedzi na to banki centralne w gospodarkach rozwiniętych podniosły stopy procentowe. Wraz ze zmianą rentowności i cen aktywów kraje będą w dalszym ciągu narażone na odpływ kapitału. Dodatkowo występują obawy, że kraje o wysokim poziomie zadłużenia zewnętrznego, głównie rozwijające się, nie będą w stanie obsługiwać długu. Po długim okresie niskich stóp procentowych kapitał z gospodarek rozwiniętych kierowany był do gospodarek rozwijających się, gdzie występowały wyższe stopy zwrotu. Wraz ze wzrostem stóp procentowych i rentowności w gospodarkach rozwiniętych oraz niepewności wystąpiło odwrócenie kierunku przepływów kapitału wobec wyższego ryzyka związanego

z inwestowaniem na rozwijających się rynkach. To z kolei wywierało dodatkową presję na kursy walut tych krajów, zwiększając ich zadłużenie zewnętrzne i potencjalnie wywołując kryzysy finansowe i gospodarcze. Dlatego kraje rozwijające się, aby zmniejszyć ryzyko finansowe wynikające z decyzji innych krajów, na które nie mają wpływu, mogą sięgnąć po środki zarządzania przepływami kapitału zgodnie z zaktualizowanym poglądem instytucjonalnym z 2022 roku na temat przepływów kapitału. W obliczu zaproponowanych nowych narzędzi do kontroli przepływów kapitału nie jest jeszcze zweryfikowane w praktyce, czy te nowe wytyczne zapewniają krajom je stosującym elastyczność, której potrzebują, aby zmniejszyć ryzyko. W praktyce porady udzielane krajom przez MFW na podstawie poglądu instytucjonalnego były często niespójne. W niektórych krajach o dużej zmienności przepływów portfelowych nawet nie podejmowano dyskusji o środkach zarządzania przepływami kapitału, pomimo pojawiających się możliwych zagrożeń dla stabilności finansowej. W tej sytuacji uznano, że zastosowanie zapobiegawczej kontroli kapitału, wspieranej przez Niezależne Biuro Oceny MFW, jest kolejnym krokiem w kierunku przeciwstawienia się potencjalnym szokom związanym z przepływami kapitału. Jest to także impuls do przeciwstawienia się rosnącej tendencji do wykorzystywania kontroli kapitału w polityce. Dodatkowo w opinii niektórych badaczy takie stanowisko jest szansą dla MFW na odzyskanie pozycji lidera międzynarodowej instytucji zarządzającej stabilnością finansową.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy ostrzega kraje rozwijające się przed odpływem kapitału wywołanym podwyżkami stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych oraz deprecjacją kursu walutowego i ryzykiem utraty stabilności finansowej. I tak w marcu 2022 roku, przed podwyżkami stóp procentowych, Instytut Finansów Międzynarodowych poinformował, że inwestorzy wycofali już blisko 9 mld USD z rynków wschodzących (z wyłączeniem Chin). W tym samym miesiącu Ameryka Łacińska odnotowała napływ kapitału o wartości ponad 10 mld USD, przyciągając inwestorów do krajów eksportujących towary. Hipotetycznie w sytuacji zmiany cen towarów lub innych wydarzeń kapitał, szczególnie portfelowy, może nagle odpłynąć z tych rynków.

W statucie MFW (International Monetary Fund, 1944) wyraźnie określono, że jego członkowie mają prawo do kontrolowania przepływów kapitałowych w razie uzasadnionej potrzeby. Oznacza to, że MFW ma prawo do ochrony swoich zasobów i żąda zapewnienia, że środki kontroli kapitału nie są wykorzystywane przez niektóre gospodarki do podtrzymywania ucieczki z nich kapitału. Biorąc pod uwagę niechlubny przykład umowy z Argentyną, z której większość z 44 mld USD wypłaconych przez MFW opuściło kraj, fundusz powinien nie tylko wspierać wdrażanie kontroli kapitału w uzasadnionych przypadkach, ale także wymagać wprowadzenia w tym zakresie zapisów w umowach kredytowych.

Niestety, w opinii niektórych badaczy (Ramos, Merling, Gallagher, 2022) aktualizowana wersja poglądu jest raczej straconą szansą dla MFW, aby dostosować swoje rady do globalnych realiów, zapewnić równomierne wdrożenie i umożliwić krajom

podjęcie kroków w celu złagodzenia ryzyka oraz zapobieżenia kolejnemu kryzysowi, zanim on wystąpi. Fundusz musi zrobić jeszcze więcej – powinien dokonać ustaleń dotyczących jasnych i niebudzących wątpliwości wytycznych dla swojego personelu, związanych z zastosowaniem szerszych kryteriów w celu zdefiniowania sytuacji kryzysowych wraz ze środkami zaradczymi.

Analiza porad udzielanych przez MFW wszystkim swoim członkom pokazała, że rady dotyczące CFM były w większości zgodne z wytycznymi poglądu instytucjonalnego z 2012 roku. Jednakże według niektórych autorów (Ramos, Merling, Gallagher, 2022) nadal występuje duża rozbieżność, jeśli chodzi o to, czy instrumenty CFM oraz korzyści z ich zastosowania są w ogóle omawiane w poszczególnych państwach członkowskich. W wielu krajach, stojących ówczesnie w obliczu wysokiego ryzyka związanego ze zmiennością przepływów kapitału, systematycznie ignorowano dyskusję na temat narzędzi polityki dostępnych w celu przeciwdziałania tej zmienności.

Chociaż niedawno zmienione ramy polityki Międzynarodowego Funduszu Walutowego dotyczące kontroli kapitału w ramach przeglądu z 2022 roku wprowadzają pewne ulepszenia w stosunku do zapisów poglądu instytucjonalnego z 2012 roku, to zdaniem Stiglitz i Ostry'ego (2022) nadal prawdopodobnie wyrządzają więcej szkody niż pożytku. Autorzy ci stwierdzili, że, choć wprowadzone zmiany rozszerzają okoliczności, w których kraje mogą ograniczać napływ kapitału, to niestety powodują, że w wielu krajach porady oferowane przez MFW nie są odpowiednie. Podczas gdy niestabilne przepływy kapitału już teraz stanowią ciągłe wyzwanie dla wielu rozwijających się gospodarek, to proponowane podejście MFW ogranicza możliwości krajów, na przykład w zakresie osiągania ich celów społecznych, co ostatecznie może doprowadzić do tego, że światowa gospodarka stanie się mniej stabilna.

Poprzednie ramy MFW, zatwierdzone w 2012 roku, utrzymywały, że kontrole odpływów kapitału są uzasadnione tylko wtedy, gdy kraj jest w kryzysie, natomiast kontrole napływów powinny być stosowane wyłącznie jako ostateczność, gdy kraj przeżywa gwałtowny ich wzrost. Warto nadmienić, że przyjęcie poglądu w 2012 roku było kompromisem politycznym, odzwierciedlającym głębokie podziały między państwami członkowskimi MFW (w tym niektórymi z największych akcjonariuszy), które opowiadały się za w pełni zliberalizowanymi przepływami kapitału, a tymi (w tym wieloma gospodarkami rozwijającymi się), które oczekiwały wsparcia MFW dla przyjęcia polityki łagodzącej zmienność przepływów kapitału. Niektóre kraje sprzeciwiły się wprowadzeniu poglądu instytucjonalnego nie dlatego, że się z nim nie zgadzały, ale dlatego, że postrzegały w nim nadużycie. Kraje te obawiały się, że MFW wykracza poza kompetencje określone w statucie, który daje krajom znaczną swobodę w zakresie polityki kontroli kapitału.

Niektórzy badacze są głęboko podejrzliwi w stosunku do kontroli odpływów, ponieważ obawiają się, że taka polityka z konieczności jest równoznaczna z częściowym wywłaszczeniem. Problem dotyczy projektowania polityki i tego, czy reguły gry są jasne i znane uczestnikom rynku z wyprzedzeniem. Na przykład wcześniej ogłoszona polityka opodatkowania krótkoterminowych odpływów kapitału (ale nie

przepływów o dłuższym okresie zapadalności) oraz nakładania bardziej rozbudowanych kontroli w przypadku kryzysu mogłaby ostatecznie zwiększyć stabilność makroekonomiczną i uczynić inwestycje zagraniczne bardziej atrakcyjnymi. Częścią zadań MFW jest ocena, czy w danym kraju zachodzi potrzeba wprowadzenia kontroli odpływu kapitału, jak można dostosować środki kontroli do określonych okoliczności oraz jaką rolę mogą one odgrywać w gospodarce.

Istnieją dwie ogólne implikacje tych trendów, które mogą mieć wpływ na politykę.

Po pierwsze, napływ kapitału zagranicznego stał się istotnym elementem określania długoterminowych rentowności aktywów w wielu krajach rozwijających się i może komplikować prowadzenie polityki makroekonomicznej. Podczas gdy użycie konwencjonalnych instrumentów makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, może cofnąć niektóre z tych skutków, to jeśli takie przepływy mają wbudowaną dźwignię, to odwrócenie przepływów kapitału może zostać dodatkowo wzmocnione finansowo. Ponadto wpływ niestabilnych przepływów kapitału na stabilność finansową może skomplikować prowadzenie odpowiedniej polityki pieniężnej. Tak więc, w zależności od okoliczności i przy założeniu odpowiedniej polityki makroekonomicznej, zastosowanie środków CFM może odgrywać istotną rolę w reagowaniu na skutki napływów kapitału do gospodarki.

Po drugie, w wielu krajach azjatyckich rozszerzenie zestawu narzędzi polityki kontroli kapitału o środki makroostrożnościowe było ukierunkowane na określone rodzaje przepływów i segmenty rynków, i okazało się, że nie zahamowało to wszystkich przepływów kapitałowych. W Korei Południowej na przykład władze próbowały ograniczyć lewarowanie w systemie bankowym (w tym w krajowych oddziałach banków zagranicznych) oraz zwiększyć termin zapadalności finansowania banków bez prób ograniczania przepływów kapitału na rynki instrumentów o stałym dochodzie lub rynki akcji. Z kolei w Indonezji władze próbowały ograniczyć możliwość inwestowania inwestorom zagranicznym i krajowym oraz wycofywania się z bardzo krótkoterminowych aktywów emitowanych przez bank centralny.

Należy wyraźnie podkreślić, że w odniesieniu do szerszej debaty na temat wykorzystania polityki makroostrożnościowej do zarządzania dużymi i prawdopodobnie niestabilnymi przepływami kapitału, trudno jest uogólniać wnioski na temat skuteczności takich środków. Każdy potencjalny środek należy ocenić w kontekście danego kraju i rynku. Właściwe wykorzystanie instrumentów CFM będzie z konieczności określone przez konkretną sytuację makroekonomiczną, instytucjonalną oraz okoliczności rynkowe, w jakich znalazł się dany kraj. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wraz ze swoimi członkami aktywnie angażuje się w badanie wpływu i skuteczności wielu środków makroostrożnościowych, w tym przede wszystkim tych, których głównym celem jest zachowanie stabilności finansowej gospodarek.

Zakończenie

Międzynarodowy Fundusz Walutowy posiada mandat do zapewnienia stabilności światowego systemu finansowego i walutowego. Oprócz zagwarantowania awaryjnej płynności dwa inne filary misji funduszu to nadzór i doradztwo polityczne mające na celu ochronę stabilności finansowej.

Po kryzysie azjatyckim 1997–1998 MFW zrewidował swoje poglądy na temat liberalizacji przepływów kapitałowych, której był twardym orędownikiem. Po kryzysie 2008–2012 uwzględnił w swojej polityce doradczej zarządzanie zmiennymi przepływami kapitału (2012) i zezwolił na stosowanie środków kontroli przepływów kapitału. W 2022 roku fundusz uznał, że może zaistnieć potrzeba prewencyjnego wykorzystania kontroli przepływu kapitału. Jest zdania, że w pewnych okolicznościach kraje powinny mieć możliwość zapobiegawczego ograniczania napływu zadłużenia w celu ochrony stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Dokonana przez MFW aktualizacja poglądu instytucjonalnego stanowi kontynuację trwającej na przestrzeni ostatnich dwóch dekad ewolucji poglądów MFW na temat liberalizacji rachunków kapitałowych i zarządzania zmiennością przepływów kapitałowych. Oznacza ona całkowitą zmianę w stosunku do poglądów MFW z 1997 roku. W roku tym, podczas posiedzenia swoich udziałowców, MFW zdecydowanie lobbował za tym, aby uczynić pełną liberalizację rachunków finansowych oficjalnym celem dla rozwijających się gospodarek, a także za zmianą umowy o utworzeniu organizacji (*Articles of Agreement*) w celu przyznania jej uprawnień do monitorowania tej transformacji. Fundusz proponował te zmiany podczas trwania kryzysu azjatyckiego, który wybuchł głównie z powodu nadmiernej liberalizacji przepływów kapitału. Już w latach dziewięćdziesiątych XX wieku wielu ówczesnych badaczy, w tym nawet niektórzy zagorzali obrońcy handlu międzynarodowego, wyrażało sceptycyzm co do wynikających z pełnej liberalizacji rachunku finansowego korzyści netto dla rozwijających się gospodarek.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy po raz pierwszy przyjął podejście instytucjonalne w 2012 roku, kiedy wiele rynków wschodzących zmagало się z dużymi i niestabilnymi przepływami kapitału. Ukształtowany przez kryzysy finansowe lat dziewięćdziesiątych i światowy kryzys finansowy lat 2008–2009, poszukiwał zrównoważonego i konsekwentnego podejścia do kwestii liberalizacji rachunków kapitałowych i zarządzania przepływami kapitałowymi. Pogląd instytucjonalny

z 2012 roku uznał za podstawową zasadę, że przepływy kapitału są pożądane, ponieważ mogą przynieść znaczne korzyści krajom będącym beneficjentami, ale mogą również skutkować wyzwaniami makroekonomicznymi i zagrożeniami dla stabilności finansowej. W poglądzie tym zwrócono również uwagę na rolę krajów pochodzenia w łagodzeniu wielostronnych zagrożeń związanych z przepływami kapitału oraz na znaczenie współpracy międzynarodowej w zakresie polityki przepływów kapitału. Pogląd instytucjonalny MFW włączył środki kontroli kapitału (CFM i CFM/MPM) do zestawu narzędzi polityki w ograniczonym stopniu. Środki CFM/MPM uznano za przydatne tylko w okresach gwałtownych napływów kapitału, zakładając, że występują zagrożenia dla stabilności finansowej. W poglądzie z 2012 roku określono także okoliczności, w których mogą być one przydatne, ale podkreślono, że nie powinny zastępować niezbędnych dostosowań makroekonomicznych. W celu ograniczenia napływów kapitału stosowanie CFM może być odpowiednie w ograniczonym zakresie i czasie, kiedy gwałtowny napływ ogranicza prowadzenie krajowej polityki monetarnej w walce z przewartościowaną walutą i wysoką dynamiką wzrostu popytu konsumpcyjnego i produkcji. Z kolei zastosowanie CFM w celu ograniczenia odpływów może być przydatne, gdy destrukcyjne odpływy mogą spowodować kryzys.

Dlatego MFW, aby wzmocnić tę stabilność i pomóc krajom rozwijającym się w odizolowaniu od wahań przepływów kapitału, powinien zachęcać je do wprowadzenia kontroli kapitału jako środka zapobiegawczego (prewencyjnego) nawet w sytuacji, gdy nie nastąpił jeszcze gwałtowny napływ kapitału. Według założeń funduszy kontrola kapitału wdrożona przed szokiem może pomóc w zarządzaniu zarówno napływem, jak i odpływem kapitału, na przykład zniechęcając krótkoterminowych spekulantów szukających zwrotu z arbitrażu stóp procentowych. Jednakże pogląd instytucjonalny MFW, nawet po ostatniej aktualizacji, nadal aktywnie zniechęca do podejmowania jakichkolwiek działań w zakresie zarządzania odpływem kapitału. Jest to ważny i nierozwiązany dylemat, kraje rozwijające się są bowiem bardziej podatne na duże i szybkie odpływy niż napływy kapitału. Nagłe zatrzymania były w ostatnich dekadach częstsze i narażały gospodarki na utratę stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Dowodem znaczącej ewolucji stanowiska funduszu od lat dziewięćdziesiątych XX wieku było uznanie przez MFW możliwych zagrożeń dla stabilności finansowej gospodarek, wynikających z transgranicznych przepływów kapitału. W następstwie wybuchu światowego kryzysu finansowego w 2008 roku w MFW zaczęły zmieniać się poglądy na temat zalet zarządzania transgranicznymi przepływami finansowymi. Punktem kulminacyjnym było przyjęcie w 2012 roku poglądu instytucjonalnego, w którym uznano, że globalne przepływy kapitału stanowią potencjalne ryzyko dla stabilności finansowej i że w niektórych przypadkach odpowiednią reakcją jest kontrola kapitału. Jednak środki te były nadal zalecane tylko jako tymczasowe i ostateczne środki kryzysowe.

Bibliografia

- Abdelal R. (2007), *Capital Rules: The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, Cambridge.
- Aghion P., Akcigit U., Howitt P. (2013), *What Do We Learn From Schumpeterian Growth Theory?*, „NBER Working Paper”, no. 18824.
- Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. (2000), *A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises*, „European Economic Review”, vol. 44(4–6), s. 728–738.
- Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. (2001), *Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints*, „European Economic Review”, vol. 45(7), s. 1121–1150.
- Agosin M.R., Diaz J.D., Karnani M. (2019), *Sudden Stops of Capital Flows: Do Foreign Assets Behave Differently from Foreign Liabilities?*, „Journal of International Money and Finance”, no. 96, s. 28–36.
- Ahmed S., Zlate A. (2014), *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?*, „Journal of International Money and Finance”, no. 48, s. 221–248.
- Ahnert T., Forbes K., Friedrich C., Reinhardt D. (2021), *Macroprudential FX Regulations: Shifting the Snowbanks of FX Vulnerability?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 140(1), s. 145–174.
- Aizenman J., Chinn M.D., Ito H. (2016), *Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions*, „NBER Working Paper”, no. 21128.
- Akinci O., Olmstead-Rumsey J. (2018), *How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation*, „Journal of Financial Intermediation”, no. 33, s. 33–57.
- Alfaro L., Chen M.X. (2018), *Selection and Market Reallocation: Productivity Gains from Multinational Production*, „American Economic Journal: Economic Policy”, vol. 10(2), s. 1–38.
- Alfaro L., Chari A., Kanczuk F. (2017), *The Real Effects of Capital Controls: Firm-level Evidence from a Policy Experiment*, „Journal of International Economics”, no. 108, s. 191–210.
- Andreasen E., Bauducco S., Dardati E. (2019), *Capital Controls and Firm Performance*, „Working Papers of Central Bank of Chile”, no. 852, Central Bank of Chile, Santiago.
- Andreasen E., Bauducco S., Dardati E. (2021), *Beware the Side Effects: Capital Controls Cause Misallocation and Reduce Welfare*, Paper presented at conference, International Finance & Macroeconomics, NBER, Cambridge.

- Ariyoshi A., Habermeier K., Laurens B., Ötke-Robe I., Canales-Kriljenko J.I., Kirilenko A. (2000), *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, „IMF Occasional Paper”, no. 190.
- Baba C., Kokenyne A. (2011), *Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000's*, „IMF Working Paper”, no. 11/281.
- Bank for International Settlements (2008), *Financial Globalization and Emerging Market Capital Flows*, „BIS Papers”, no. 44, Basel.
- Bank for International Settlements (2021), *Changing patterns of capital flows*, Committee on the Global Financial System, „CGFS Papers”, no. 66.
- Basu S., Boz E., Gopinath G., Roch F., Unsal F. (2020), *A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework*, „IMF Working Paper”, no. 12/21.
- Batini N., Borensztein E., Ocampo J.A. (2020), *Advice on Capital Flows to Latin America*, „IEO Background Paper Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund”, IMF, BP/20-02/06.
- Bau N., Matray A. (2020), *Misallocation and Capital Market Integration: Evidence From India*, „NBER Working Paper”, no. 27955.
- Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C. (2005), *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 77(1), s. 3–55.
- Benigno G., Chen H., Otrok C., Rebucci A., Young E.R. (2016), *Capital Controls or Exchange Rate Policies? A Pecuniary Externality Perspective*, „Journal of Monetary Economics”, no. 84, s. 147–165.
- Bernanke B., Gertler M. (1989), *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, „American Economic Review”, vol. 79(1), s. 14–31.
- Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. (1999), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, [w:] J.B. Taylor, M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, part C, Elsevier B.V., Amsterdam, s. 1341–1393.
- Bianchi J. (2011), *Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle*, „American Economic Review”, vol. 101(7), s. 3400–3426.
- Bianchi J., Mendoza E.G. (2010), *Overborrowing, Financial Crises and 'Macroprudential' Taxes*, „NBER Working Paper”, no. 16091.
- Bianchi J., Mendoza E. (2020), *A Fisherian Approach to Financial Crises: Lessons from the Sudden Stops Literature*, „Review of Economic Dynamics”, vol. 37, supp. 1, s. S254–S283.
- Bleakley H., Cowan K. (2010), *Maturity Mismatch and Financial Crises: Evidence from Emerging Market Corporations*, „Journal of Development Economics”, vol. 93(2), s. 189–205.
- Bleck A., Liu X. (2018), *Credit Expansion and Credit Misallocation*, „Journal of Monetary Economics”, no. 94, s. 27–40.
- Bocola L., Lorenzoni G. (2020), *Financial Crises, Dollarization, and Lending of Last Resort in Open Economies*, „American Economic Review”, vol. 110(8), s. 2524–2557.
- Brunnermeier M., Sannikov Y. (2015), *International Credit Flows and Pecuniary Externalities*, „American Economic Journal: Macroeconomics”, vol. 7(1), s. 297–338.
- Burger J.D., Warnock F.E. (2006), *Foreign Participation in Local Bond Markets*, „NBER Working Paper”, no. 12548.
- Caballero R.J., Krishnamurthy A. (2003), *Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance*, „Journal of Finance”, vol. 58(2), s. 867–893.

- Caballero R.J., Lorenzoni G. (2014), *Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Analysis*, „IMF Economic Review”, no. 62, s. 1–47.
- Calvo G.A. (1998), *Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*, „Journal of Applied Economics”, no. 1, s. 35–54.
- Canuto O., Ghosh S. (2013), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, The World Bank, Washington, <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0002-3>
- Carrière-Swallow Y., Cespedes L. (2013), *The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies*, „Journal of International Economics”, vol. 90(2), s. 316–325.
- Carrière-Swallow Y., Marzluf J. (2021), *Macrofinancial Causes of Optimism in Growth Forecasts*, „IMF Working Papers”, no. 275.
- Cerutti E., Claessens S., Laeven L. (2017), *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*, „Journal of Financial Stability”, no. 28, s. 203–224.
- Céspedes L.F., Chang R., Velasco A. (2004), *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, „American Economic Review”, vol. 94(4), s. 1183–1193.
- Chang R., Velasco A. (2001), *A Model of Financial Crises in Emerging Markets*, „The Quarterly Journal of Economics”, vol. 116(2), s. 489–517.
- Cheng I.H., Raina S., Xiong W. (2014), *Wall Street and the Housing Bubble*, „American Economic Review”, vol. 104(9), s. 2797–2829.
- Chinn M.D., Ito H. (2006), *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, „Journal of Development Economics”, vol. 81(1), s. 163–192.
- Chinn M.D., Ito H. (2008), *A New Measure of Financial Openness*, „Journal of Comparative Policy Analysis”, vol. 10(3), s. 309–322.
- Claessens S., Horen N. van (2021), *Foreign Banks and Trade*, „Journal of Financial Intermediation”, vol. 45(C).
- Dávila E., Korinek A. (2018), *Pecuniary Externalities in Economies with Financial Frictions*, „Review of Economic Studies”, vol. 85(1), s. 352–395.
- De Gregorio J., Edwards S., Valdes R. (2000), *Controls on Capital Inflows: Do They Work?*, „Journal of Development Economics”, vol. 3(1), s. 59–83.
- Dornbusch R. (1998), *Capital Controls: An Idea Whose Time Is Gone*, http://www.kleinteilige-loesungen.de/globalisierte_finanzmaerkte/texte_abc/d/dornbusch_capital_controls.pdf (dostęp: 12.09.2022).
- Drazen A. (1997), *Policy Signaling in the Open Economy: A Re-Examination*, „NBER Working Paper”, no. 5892.
- Edwards S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*, The MIT Press, Cambridge.
- Edwards S. (1999), *How Effective are Capital Controls?*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 13(4), s. 65–84.
- Eichengreen B., Gupta P. (2016), *Managing Sudden Stops*, „Policy Research Working Paper”, no. 7639, The World Bank.
- Eichengreen B., Mussa M. (1998), *Capital Account Liberalization and the IMF*, „Finance & Development”, vol. 35, no. 4.
- Eichengreen B., Rose A. (2014), *Capital Controls in the 21st Century*, „Journal of International Money and Finance”, no. 48, s. 1–16.
- Eichengreen B., Gupta M., Masetti O. (2018), *Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?*, „Asian Economic Papers”, vol. 17(1), s. 22–41.

- Erten B., Ocampo J.A. (2017), *Macroeconomic Effects of Capital Account Regulations*, „IMF Economic Review”, vol. 65(2), s. 193–240.
- Erten B., Korinek A., Ocampo J.A. (2019), *Capital Controls: Theory and Evidence*, „NBER Working Paper”, no. 26447.
- European Central Bank (2016), *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*, „Occasional Paper Series”, no. 180, Publications Office, <https://data.europa.eu/doi/10.2866/017330>
- Evens O., Quirk P.J. (1995), *Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies*, „IMF Occasional Paper”, no. 131.
- Faia E., Laffitte S., Ottaviano G. (2019), *Foreign Expansion, Competition and Bank Risk*, „Journal of International Economics”, no. 118, s. 179–199.
- Farhi E., Werning I. (2012), *Dealing With the Trilemma: Optimal Capital Controls With Fixed Exchange Rates*, „NBER Working Paper”, no. 18199.
- Farhi E., Werning I. (2014), *Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows*, „IMF Economic Review”, no. 62, s. 569–605.
- Farhi E., Werning I. (2016), *A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities*, „Econometrica”, vol. 84(5), s. 1645–1704.
- Fendoglu S. (2017), *Credit Cycles and Capital Flows: Effectiveness of the Macroprudential Policy Framework in Emerging Market Economies*, „Journal of Banking & Finance”, no. 79, s. 110–128.
- Fernández A., Rebucci A., Uribe M. (2015), *Are Capital Controls Countercyclical?*, „Journal of Monetary Economics”, no. 76, s. 1–14.
- Fischer S. (2003), *Globalization and Its Challenges*, „American Economic Review: Papers and Proceedings”, no. 93(2), s. 1–30.
- Fisher I. (1933), *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, „Econometrica”, vol. 1(4), s. 337–357.
- Forbes K. (2007), *One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms*, „Journal of International Economics”, no. 71, s. 294–323.
- Forbes K.J., Klein M.W. (2015), *Pick Your Poison: The Choices and Consequences of Policy Responses to Crises*, „NBER Working Paper”, no. 20987.
- Forbes K.J., Warnock F.E. (2020), *Capital Flow Waves or Ripples? Extreme Capital Flow Movements Since the Crisis*, „NBER Working Paper”, no. 26851.
- Forbes K.J., Fratzscher M., Straub R. (2015), *Capital Flow Management Measures: What Are They Good for?*, „Journal of International Economics”, no. 96, s. S76–S97.
- Forbes K.J., Fratzscher M., Kostka T., Straub R. (2016), *Bubble Thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls*, „Journal of International Economics”, no. 99, s. 85–104.
- Frenkel J.A. (1983), *Panel Discussion on the Southern Cone*, „IMF Staff Papers”, vol. 30(1), s. 164–173.
- Galí J. (2015), *Monetary Policy, in Action, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and its Applications*, Princeton University Press, Princeton–Oxford.
- Gallagher K.P., Ocampo J.A. (2013), *IMF's New View on Capital Controls*, „Economic and Political Weekly”, vol. 48(12), s. 10–13.
- Gallagher K.P., Griffith-Jones S., Ocampo J.A. (2012), *Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach*, [w:] *Regulating Global Capital Flows for Long-Run*

- Development*, Pardee Center Task Force Report, Boston University, Boston, s. 1–12, <https://www.bu.edu/pardee/2012/03/07/task-force-march-2012/> (dostęp: 20.03.2022).
- Gertler M., Gilchrist S., Natalucci F.M. (2007), *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 39(2–3), s. 295–330.
- Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S. (2016), *When Do Capital Inflow Surges End in Tears?*, „American Economic Review”, vol. 106(5), s. 581–585.
- Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S. (2017), *Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?*, „International Monetary Fund Working Paper”, no. 17/69.
- Goel R., Miyajima K. (2021), *Analyzing Capital Flow Drivers Using the 'At-Risk' Framework: South Africa's Case*, „IMF Working Paper”, no. 253.
- Gorback C., Keys B. (2020), *Global Capital and Local Assets: House Prices, Quantities, and Elasticities*, „NBER Working Paper”, no. 27370.
- Gourinchas P.O., Jeanne O. (2013), *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, „Review of Economic Studies”, vol. 80(4), s. 1484–1515.
- Gourinchas P.O., Obstfeld M. (2012), *Stories of the Twentieth Century for the Twenty First*, „American Economic Review”, vol. 4(1), s. 226–265.
- Griffith-Jones S. (2014), *The Case for Prudent Financial Liberalisation and its Policy Implications*, „Revue d'économie du développement”, numéro 2014/HS02 (vol. 22), s. 9–34, <https://www.cairn.info/revue-d-economie-du-developpement-2014-HS02-page-9.html> (dostęp: 12.09.2022).
- Griffith-Jones S., Gottschalk R., Ciara X. (2003), *The OECD Experience with Capital Account Liberalization*, [w:] *United Nations Conference on Trade and Development, Management of Capital Flows: Comparative Experiences and Implications for Africa*, vol. 2, United Nations, New York–Geneva.
- Gupta P. (2016), *Capital Flows and Central Banking: The Indian Experience*, „Policy Research Working Paper” no. 7569, The World Bank.
- Gupta P., Maseti O. (2018), *Capital Flow Measures Structural or Cyclical Policy Tools?*, „Policy Research Working Paper”, no. 8418, The World Bank.
- Habermeier K., Kokenyne A., Baba C. (2011), *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows*, IMF Staff Discussion Note 11/14.
- Henry P.B. (2007), *Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation*, „Journal of Economic Literature”, vol. 45(4), s. 887–935.
- Hicks J. (1937), *Mr. Keynes and the „Classics” Suggested Interpretation*, „Econometrica”, no. 5, s. 147–159.
- Hofman M., Shim I., Shin H. (2021), *Emerging Market Economy Exchange Rates and Local Currency Bond Markets Amid the COVID-19 Pandemic*, „BIS Bulletin”, no. 5.
- International Monetary Fund (1944), *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm> (dostęp: 10.06.2020).
- International Monetary Fund (2005), *IEO Evaluation Report on the IMF's Approach to Capital Account Liberalization 2005*, <https://www.imf.org/en/Publications/Independent-Evaluation-Office-Reports/Issues/2016/12/31/IEO-Evaluation-Report-on-the-IMF-s-Approach-to-Capital-Account-Liberalization-2005-18289> (dostęp: 1.12.2018).
- International Monetary Fund (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (dostęp: 28.02.2018).

- International Monetary Fund (2011a), *The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.pdf> (dostęp: 28.20.2018).
- International Monetary Fund (2011b), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf> (dostęp: 3.09.2022).
- International Monetary Fund (2011c), *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf (dostęp: 20.10.2018).
- International Monetary Fund (2012a), *The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View*, „IMF Policy Papers”, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720> (dostęp: 15.08.2018).
- International Monetary Fund (2012b), *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf> (dostęp: 20.08.2018).
- International Monetary Fund (2012c), *Pilot External Sector Report*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf> (dostęp: 20.08.2018).
- International Monetary Fund (2013a), *Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows*, „IMF Policy Papers”, issue 034, <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/007/2013/034/007.2013.issue-034-en.xml> (dostęp: 28.08.2018).
- International Monetary Fund (2013b), *World Economic Outlook: Transition and Tensions*, https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiikPd_9P9AhWwmIsKHYYgC1YQFnoECAsQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.imf.org%2F%2Fmedia%2FWebsites%2FIMF%2FImported-flagship-issues%2Fexternal%2Fpubs%2Fft%2Fweo%2F2013%2F02%2Fpdf%2F_textpdf.ashx&usg=AOvVaw1Xn3Y6njIgoBUCccELPwM1 (dostęp: 15.09.2018).
- International Monetary Fund (2014), *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy*, „IMF Policy Papers”, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Staff-Guidance-Note-on-Macroprudential-Policy-PP4925> (dostęp: 16.06.2020).
- International Monetary Fund (2015), *Managing Capital Outflows – Further Operational Considerations*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/120315.pdf> (dostęp: 16.06.2020).
- International Monetary Fund (2017), *Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows – The Role of Macroprudential Policies*, „IMF Policy Paper”, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/05/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows> (dostęp: 15.07.2019).
- International Monetary Fund (2020a), *IMF Advice on Capital Flows*, <https://ieo.imf.org/en/our-work/Evaluations/Completed/2020-0930-imf-advice-on-capital-flows> (dostęp: 16.07.2022).
- International Monetary Fund (2020b), *Toward an Integrated Policy Framework*, „Policy Paper”, no. 046, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/10/08/Toward-an-Integrated-Policy-Framework-49813> (dostęp: 20.08.2021).
- International Monetary Fund (2020c), *2020 External Sector Report: Global Imbalances and the COVID-19 Crisis*, <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2020/07/28/2020-external-sector-report> (dostęp: 11.09.2022).

- International Monetary Fund (2021a), *How to Assess Country Risk: The Vulnerability Exercise Approach Using Machine Learning*, „IMF Technical Notes and Manuals”, no. 003, <https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2021/05/07/How-to-Assess-Country-Risk-50276> (dostęp: 11.10.2022).
- International Monetary Fund (2021b), *IMF Executive Board Concludes the 2021 Comprehensive Surveillance Review*, „Press Release”, no. 136, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/05/19/pr21136-imf-executive-board-concludes-the-2021-comprehensive-surveillance-review> (dostęp: 15.08.2022).
- International Monetary Fund (2021c), *Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets*, „IMF Analytical Notes”, no. 001, <https://www.imf.org/en/Publications/analytical-notes/Issues/2021/03/17/Guidance-Note-For-Developing-Government-Local-Currency-Bond-Markets-50256> (dostęp: 1.09.2022).
- International Monetary Fund (2022), *Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows*, „IMF Policy Paper”, no. 008, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883> (dostęp: 10.10.2022).
- Janicka M. (2010), *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Janicka M. (2022), *Międzynarodowe przepływy inwestycji. Zarys teorii i praktyki na tle ewolucji międzynarodowego systemu walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Jeanne O., Korinek A. (2010), *Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach*, „American Economic Review”, vol. 100(2), s. 403–407.
- Jeanne O., Korinek A. (2013), *Macroprudential Regulation Versus Mopping Up After the Crash*, „BER Working Paper”, no. 18675.
- Jeanne O., Subramanian A., Williamson J. (2012), *Who Needs to Open the Capital Account?*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Jinjarak Y., Noy I., Zheng H. (2013), *Capital Controls in Brazil. Stemming a Tide with a Signal?*, „Journal of Banking and Finance”, no. 37, s. 2938–2952.
- Jordà O., Schularick M., Taylor A.M. (2011), *Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons*, „IMF Economic Review”, vol. 59(2), s. 340–378.
- Kalemli-Ozcan S., Papaioannou E., Perri F. (2013), *Global Banks and Crisis Transmission*, „Journal of International Economics”, vol. 89(2), s. 495–510.
- Kaplan E., Rodrik D. (2002), *Did the Malaysian Capital Controls Work?*, [w:] S. Edwards, J.A. Frankel (red.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press, Chicago, s. 393–440.
- Kiyotaki N., Moore J. (1997), *Credit Cycles*, „Journal of Political Economy”, vol. 105(2), s. 211–248.
- Klein M.W. (2012), *Capital Controls: Gates and Walls*, „Brookings Papers on Economic Activity”, no. 1, s. 317–367.
- Klein M.W., Shambaugh J.C. (2015), *Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy*, „American Economic Journal: Macroeconomics”, vol. 7(4), s. 33–66.

- Korinek A. (2011), *The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda*, „IMF Economic Review”, vol. 59(3), s. 523–561.
- Korinek A. (2017), *Currency Wars or Efficient Spillovers? A General Theory of International Policy Cooperation*, „IMF Working Papers”, no. 025.
- Korinek A., Sandri D. (2016), *Capital Controls or Macroprudential Regulation?*, „Journal of International Economics”, vol. 99(S1), s. S27–S42.
- Korinek A., Simsek A. (2016), *Liquidity Trap and Excessive Leverage*, „American Economic Review”, vol. 106(3), s. 699–738.
- Kose M.A., Terrones M.E. (2005), *Growth and Volatility in an Era of Globalization*, „IMF Staff Papers”, no. 52, s. 31–63.
- Kose M.A., Prasad E.S., Taylor A.D. (2011), *Thresholds in the Process of International Financial Integration*, „Journal of International Money and Finance”, no. 30, s. 147–179.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K.S., Wei S.-J. (2009), *Financial Globalization: A Reappraisal*, „IMF Staff Papers”, vol. 56(1), s. 8–62.
- Krugman P.R. (1979), *A Model of Balance-of-Payments Crises*, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 11(3), s. 311–325.
- Krugman P.R. (1999a), *Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises*, [w:] P. Isard, A. Razin, A. Rose (red.), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr.*, Springer, Washington, s. 31–55.
- Krugman P.R. (1999b), *What Happened to Asia?*, [w:] R. Sato, R.V. Ramachandran, K. Mino (red.), *Global Competition and Integration*, Kluwer Academic Publishers, Boston–Dordrecht–London, s. 315–327.
- Lama R., Medina J. (2020), *Shocks Matter: Managing Capital Flows with Multiple Instruments in Emerging Economies*, „IMF Working Paper”, no. 97.
- Lambert F.J., Ramos-Tallada J., Rebillard C. (2011), *Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries*, Banque de France, „Working Paper”, no. 357.
- Lane P., Milesi-Ferretti G.M. (2011), *The Cross-Country Incidence of the Global Crisis*, „IMF Economic Review”, vol. 59(1), s. 77–110.
- Laurens B., Cardoso L. (1998), *Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile*, „IMF Working Paper”, no. 168.
- Leduc S., Natal J.M. (2016), *Monetary and Macroprudential Policies in a Leveraged Economy*, „The Economic Journal”, vol. 128(609), s. 797–826.
- Levy-Yeyati E. (2021), *Financial Dollarization and De-Dollarization in the New Millennium*, „Department of Economics Working Paper”, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Liu X., Wie S., Zhou Y. (2020), *A Liberalization Spillover: From Equities to Loans*, „NBER Working Papers”, no. 27305.
- Lucas R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, „American Economic Review”, vol. 80(2), s. 92–96.
- Ma Ch. (2020), *Financial Stability, Growth and Macroprudential Policy*, „Journal of International Economics”, no. 122, s. 1–23.
- Magud N.E., Vesperoni E.R. (2015), *Exchange Rate Flexibility and Credit during Capital Inflow Reversals: Purgatory... Not Paradise*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 55, s. 88–110.

- Magud N.E., Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2018), *Capital Controls: Myth and Reality*, „Annals of Economics and Finance”, vol. 19(1), s. 1–47.
- McKinnon R.I., Pill H. (1998), *International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks*, „World Development”, vol. 26(7), s. 1267–1282.
- Mendoza E.G. (2010), *Sudden Stops, Financial Crises and Leverage*, „American Economic Review”, vol. 100(5), s. 1941–1966.
- Merrouche O., Nier E. (2017), *Capital Inflows, Monetary Policy, and Financial Imbalances*, „Journal of International Money and Finance”, no. 77, s. 117–142.
- Montecino J.A. (2018), *Capital Controls and the Real Exchange Rate: Do Controls Promote Disequilibria?*, „Journal of International Economics”, vol. 114, s. 80–95.
- Mundell R.A. (1968), *International Economics*, The Macmillan Company, New York.
- Nier E., Olafsson T.T., Rollinson Y.G. (2020), *Exchange Rates and Domestic Credit – Can Macroprudential Policy Reduce the Link?*, „IMF Working Paper”, no. 187.
- Obstfeld M., Rogoff K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge–London.
- Obstfeld M., Ostry J.D., Qureshi M. (2019), *A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies*, „IMF Working Paper”, no. 130.
- Ocampo J.A. (2017), *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford University Press, Oxford.
- Organization for Economic Cooperation and Development (b.d.), *Cannes, France 2011*, <https://www.oecd.org/g20/summits/cannes/> (dostęp: 21.03.2022).
- Organization for Economic Cooperation and Development (2019), *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, <http://www.oecd.org/investment/codes.htm> (dostęp: 10.10.2021).
- Organization for Economic Cooperation and Development (2020), *COVID-19 and Global Capital Flows. OECD Report to G20 International Financial Architecture Working Group*, Paris, <https://www.oecd.org/investment/COVID19-and-global-capital-flows-OECD-Report-G20.pdf> (dostęp: 10.07.2021).
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M., Qureshi M.S. (2011a), *Capital Controls: When and Why?*, „IMF Economic Review”, vol. 59(3), s. 562–580.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M., Qureshi M.S. (2012), *Tools for Managing Financial Stability Risks from Capital Inflows*, „Journal of International Economics”, no. 88, s. 407–421.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S. (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note 10/04.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Laeven L., Kokenyne A. (2011b), *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?*, IMF Staff Discussion Note 11/06.
- Pasricha G.K. (2020), *Estimated Policy Rules for Capital Controls*, „IMF Working Paper”, no. 80.
- Pasricha G.K., Falagiarda M., Bijsterbosch M., Aizenman J. (2018), *Domestic and Multilateral Effects of Capital Controls in Emerging Markets*, „Journal of International Economics”, no. 115, s. 48–58.
- Passari E., Rey H. (2015), *Financial Flows and The International Monetary System*, „Working Paper”, no. 21172, National Bureau of Economic Research.

- Poole W. (1970), *Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model*, „The Quarterly Journal of Economics”, vol. 84(2), s. 197–216.
- Pradhan M., Balakrishnan R., Baqir R., Heenan G.M., Nowak S., Oner C., Panth S.P. (2011), *Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note, Asia and Pacific Department.
- Prasad E., Rajan R.G., Subramanian A. (2007), *Foreign Capital and Economic Growth*, „Brookings Papers on Economic Activity”, no. 1, s. 153–209.
- Quinn D. (1997), *The Correlates of Change in International Financial Regulation*, „American Political Science Review”, vol. 91(3), s. 531–551.
- Ramos L., Merling L., Gallagher K.P. (2022), *Evaluating the Implementation of the IMF's Institutional View on Capital Flows*, GEGI Global Development Policy Center, „Working Paper”, no. 054.
- Reinhardt D., Sbrancia M.B. (2015), *The Liquidation of Government Debt*, „Economic Policy”, vol. 30(82), s. 291–333.
- Reinhardt C.M., Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Reinhardt C.M., Rogoff K.S. (2013), *Growth in a Time of Debt*, „American Economic Review: Papers & Proceedings”, no. 100, s. 573–578.
- Reinhardt C.M., Smith T. (1998), *Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows*, [w:] R. Glick (red.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge, s. 436–464.
- Reis R. (2013), *The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis*, „NBER Working Paper”, no. 19288.
- Rey H. (2015), *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, „NBER Working Paper”, no. 21162.
- Rodrik D. (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, [w:] S. Fischer, R.N. Cooper, R. Dornbusch, P.M. Garber, C. Massad, J.J. Polak, D. Rodrik, S.S. Tarapore, *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, „Essays in International Finance”, no. 207, Princeton University, Princeton.
- Rodrik D. (2008), *The Real Exchange Rate and Economic Growth*, „Brookings Papers on Economic Activity”, vol. 2, s. 365–412, <http://dx.doi.org/10.1353/eca.0.0020>
- Rodrik D., Subramanian A. (2009), *Why Did Financial Globalization Disappoint?*, „IMF Staff Papers”, vol. 56, no. 1, s. 112–138.
- Rossi M. (1999), *Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies. Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?*, „IMF Working Papers”, no. 66.
- Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yezpe J. (2014), *Effectiveness of Capital Outflow Restrictions*, „IMF Working Papers”, no. 8.
- Schindler M. (2009), *Measuring Financial Integration: A New Data Set*, „IMF Staff Papers”, no. 56, s. 222–238.
- Schmitt-Grohe S., Uribe M. (2016), *Downward Nominal Wage Rigidity, Currency Pegs, and Involuntary Unemployment*, „Journal of Political Economy”, vol. 124(5), s. 1466–1514.

- Stiglitz J.E. (1982), *The Inefficiency of the Stock Market Equilibrium*, „Review of Economic Studies”, vol. 49(2), s. 241–261.
- Stiglitz J.E. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton, New York.
- Stiglitz J.E., Ostry J.D. (2022), *The IMF Is Still Behind the Times on Capital Controls*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/imf-revised-capital-control-framework-still-flawed-by-joseph-e-stiglitz-and-jonathan-d-ostry-2022-05> (dostęp: 30.11.2022).
- Sufi A., Taylor A.M., (2021), *Financial Crises*, „NBER Working Paper”, no. 29155.
- Summers L. (2000), *International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures*, „American Economic Review”, vol. 90(2), s. 1–16.
- Talvi E., Végh C. (2005), *Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries*, „Journal of Development Economics”, vol. 78(1), s. 156–190.
- Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Bretton Woods (1944.07.22) (Dz.U. z 1948 r. Nr 40, poz. 290), <https://sip.lex.pl/akty-prawne/dzuzdziennik-ustaw/umowa-o-utworzeniu-miedzynarodowego-funduszu-walutowego-bretton-16780076/art-8> (dostęp: 12.09.2022).
- Vienna Initiative 2: Mission Statement* (2012), www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pdf/pr12265b.pdf (dostęp: 12.09.2022).
- Wei S.J., Zhou J. (2018), *Quality of Public Governance and the Capital Structure of Nations and Firms*, „NBER Working Papers”, no. 24184.
- Woodford M. (2004), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.

Spis rysunków i tabel

Rysunek 4.1. Zrewidowany pogląd instytucjonalny z 2022 roku – kluczowe elementy zrewidowanej polityki zarządzania napływem kapitału	123
Tabela 2.1. Środki zarządzania przepływami kapitału w wybranych krajach Azji	84

Spis wykresów

Wykres 1.1. Przepływy kapitału netto na świecie w latach 2010–2021 (w mld USD)	26
Wykres 1.2. Przepływy kapitału w Chinach w latach 2015–2021 (w mln USD)	27
Wykres 2.1. Kontrola kapitału oparta na stałej ilości a kontrole antycykliczne w zamkniętym rachunku kapitałowym	52
Wykres 3.1. Indeks zmienności VIX i przepływy kapitału portfelowego (w mld USD) do krajów rozwijających się w okresie od 1 stycznia 2018 do 30 kwietnia 2021 roku	96
Wykres 3.2. Aktywa rezerwowe według transakcji międzynarodowych w latach 2010–2021 (w mld USD)	97
Wykres 3.3. Wartość zgromadzonych rezerw walutowych na świecie w latach 1995–2021 (w mln USD)	97

Zarządzanie międzynarodowymi przepływami kapitału stanowi nowe zjawisko w międzynarodowych stosunkach finansowych. Podejście instytucjonalne Międzynarodowego Funduszu Walutowego do kontroli kapitału jest nową koncepcją w stosunkach międzynarodowych. W polskiej literaturze po raz pierwszy zostało zaprezentowane w tym opracowaniu. Celem monografii jest przegląd wybranych podejść i badań na temat uwarunkowań zastosowania kontroli kapitału w gospodarce światowej z perspektywy Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Rewolucja finansowa, której początek sięga XX wieku, globalizacja gospodarki światowej oraz rozwój technologii stwarzają z jednej strony szansę na rozwój poszczególnych krajów, z drugiej zaś niosą ze sobą zagrożenia niespotykane w dotychczasowej historii gospodarczej świata. Nagłe zatrzymania, kryzysy finansowe w latach 90. ubiegłego stulecia oraz na początku XXI wieku wywołane często przepływami kapitału dały asumpt do ich instytucjonalnego usytuowania. Po raz pierwszy w 2012 roku Międzynarodowy Fundusz Walutowy, w następstwie wybuchu światowego kryzysu finansowego, przyjął *Pogląd instytucjonalny*, w którym dopuszczono zastosowanie przez władze poszczególnych państw środków kontroli międzynarodowego przepływu kapitału.

Pandemia COVID-19 oraz wybuch wojny w Ukrainie w 2022 roku wpłynęły na ponowną rewizję poglądów na temat zarządzania międzynarodowymi przepływami kapitału. Dokonana w 2022 roku w Międzynarodowym Funduszu Walutowym aktualizacja *Poglądu instytucjonalnego* stanowi, że problem kontroli kapitału jest aktualny, ważny i pilny do rozwiązania w kontekście utrzymania stabilności finansowej gospodarki światowej.

Książka dostępna
jako e-book

e-ISBN 978-83-8331-164-7



9 788383 311647



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO



wydawnictwo.uni.lodz.pl



ksiegarnia@uni.lodz.pl



(42) 665 58 63