

GOSPODARKA NARODOWA

6
(292)
Rok LXXXVII/XXVIII
listopad–grudzień
2017
s. 5–30

Andrzej WOJTYNA*

Nowa faza dyskusji o kontroli międzynarodowych przepływów kapitału¹

Streszczenie: Argumenty za i przeciw kontroli przepływów kapitału od dawna przyciągają uwagę nie tylko ekonomistów, ale również polityków, stanowiąc część szerszej dyskusji na temat optymalnej roli państwa i rynku w procesach gospodarczych. Jest zrozumiałe, że dylematy dotyczące kontroli przepływów kapitału stały się szczególnie skomplikowane w warunkach obecnego światowego kryzysu finansowego, który w pierwszej kolejności dotknął kraje wysoko rozwinięte, ale który następnie poprzez wtórne efekty rozprzestrzenił się także na inne grupy krajów. Dlatego celem artykułu jest próba pokazania, czy i w jakim zakresie zalecane coraz częściej gospodarkom wschodzącym wprowadzenie określonych narzędzi kontroli przepływów kapitału, znajduje uzasadnienie w wynikach prowadzonych badań teoretycznych. Próba ta oparta została na analizie najnowszej literatury przedmiotu dotyczącej dwu głównych kierunków badań. Z jednej strony analizą objęte zostały modele teoretyczne, które rzucają nowe światło na celowość i skuteczność kontroli przepływów kapitału przyjmując za punkt odniesienia tzw. trylemat polityki pieniężnej w warunkach gospodarki otwartej. Z drugiej strony, uwzględnione zostały te inne ważne wątki badań, w których dominuje kwestia relatywnej efektywności kontroli przepływów na tle innych dostępnych narzędzi polityki państwa. Zgodnie z przyjętą perspektywą badawczą, w artykule nacisk jest położony na te wątki badań, które są szczególnie przydatne dla uchwycenia specyfiki i zmieniającej się roli krajów na średnim poziomie rozwoju w gospodarce światowej. Z przeprowadzonej w artykule analizy najnowszych dociekań teoretycznych płynnie ogólny wniosek, że mimo znacznego postępu w badaniach, nadal brak jest jednolitych ram teoretycznych pozwalających analizować makroekonomiczne konsekwencje kontroli kapitału i rozstrzygnąć, kiedy można mówić o sukcesie tego typu polityki. Z perspektywy

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Makroekonomii; e-mail: wojtynaa@uek.krakow.pl

¹ Artykuł jest wynikiem realizacji przez Katedrę Makroekonomii UEK projektu badawczego w ramach badań statutowych (umowa nr 061/WE-KMA/02/2016/S/6061) i fragmentem przygotowywanej do druku przez PWN książki pt. *Otwartość gospodarki a podatność na kryzysy w krajach na średnim poziomie rozwoju*.

krajów na średnim poziomie rozwoju za szczególnie ważne należy uznać badania próbujące powiązać problematykę kosztów i korzyści kontroli przepływów kapitału z zagadnieniem zmian strukturalnych i reform gospodarczych.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału, kontrola kapitału, polityka ekonomiczna, kryzysy gospodarcze i finansowe

Kody klasyfikacji JEL: F32, F34, F37, F38, F43, F44

Artykuł nadesłany 18 lipca 2017 r., zaakceptowany 22 listopada 2017 r.

Uwagi wstępne

Argumenty za i przeciw kontroli przepływów kapitału² od dawna przyciągają uwagę nie tylko ekonomistów, ale również polityków, stanowiąc część szerszej dyskusji na temat optymalnej roli państwa i rynku w procesach gospodarczych. Poważny problem pojawia się wówczas, gdy w danym okresie argumenty ekonomistów, nawet jeśli wśród nich samych dosyć zbieżne, różnią się w istotny sposób od poglądów polityków. Na tę potencjalną rozbieżność opinii nakłada się dodatkowy wymiar kontrowersji – czy argumenty za i przeciw odnoszą się w podobnym stopniu do krajów wysoko rozwiniętych i do gospodarek wschodzących. W tym ostatnim przypadku może się ponadto okazać, że nawet jeśli w danym okresie podobne poglądy (za lub przeciw kontroli) dominują w odniesieniu do obydwu grup krajów, to nie musi to oznaczać braku poważnych różnic opinii na temat: a) rodzaju narzędzi, jakie należy zastosować; b) sposobu powiązania narzędzi z celami, jakie zamierza się osiągnąć; c) zakresu koordynacji z innymi rodzajami krajowej polityki gospodarczej; d) możliwości skoordynowania działań w skali międzynarodowej oraz e) horyzontu czasowego, w jakim zastosowana polityka miałaby obowiązywać.

Jest zrozumiałe, że powyżej zarysowane dylematy stały się szczególnie skomplikowane w warunkach obecnego światowego kryzysu finansowego, który w pierwszej kolejności dotknął kraje wysoko rozwinięte, ale który następnie poprzez wtórne efekty rozprzestrzenił się także na inne grupy krajów³. Dlatego celem artykułu jest próba pokazania, czy i w jakim zakresie zalecane coraz częściej gospodarkom wschodzącym wprowadzenie określonych narzędzi kontroli przepływów kapitału, znajduje uzasadnienie w wynikach prowadzonych badań teoretycznych. Najpierw sprecyzowano najważniejsze dla toczącej się dyskusji pojęcia, a następnie wskazano przyczyny wyraźnego w ostatnich latach ponownego wzrostu zainteresowania problematyką kontroli przepływów kapitału. W dalszej kolejności przedstawiono nowe kierunki

² Ze względów praktycznych w niniejszym artykule zamiast tytułowego pojęcia „kontrola międzynarodowych przepływów kapitału” stosowane będzie pojęcie „kontrola przepływów kapitału” odpowiadające ang. *capital controls*. W polskiej literaturze stosowane jest też pojęcie „kontrola dewizowa” (np. Gromiec i in. [2012]).

³ Zob. szerzej Wojtyła [2011].

badań teoretycznych nad celowością i skutecznością kontroli przepływów kapitału przyjmujące za punkt odniesienia tzw. trylemat polityki pieniężnej w warunkach gospodarki otwartej oraz inne ważne wątki badań, w których z reguły dominuje kwestia relatywnej efektywności kontroli przepływów na tle innych dostępnych narzędzi polityki państwa. W końcowej części zawarto główne wnioski. Zgodnie z przyjętą perspektywą badawczą, w artykule nacisk jest położony na te wątki badań teoretycznych i empirycznych, które są szczególnie przydatne dla uchwycenia specyfiki i zmieniającej się roli krajów na średnim poziomie rozwoju w gospodarce światowej.

Renesans zainteresowania kontrolą przepływów kapitału

Na początku warto sprecyzować te najważniejsze pojęcia, które w ostatnich latach zyskały na znaczeniu w wyjaśnianiu najnowszych zjawisk związanych z kontrolą przepływów kapitału. Po pierwsze, poza tradycyjnymi klasyfikacjami⁴, warto wprowadzić rozróżnienie między kontrolą przepływu kapitału a zarządzaniem przepływami kapitału (*capital flow management*)⁵. Na zasadność tego rozróżnienia wskazuje Pereira da Silva [2013: 375–378]. Jego zdaniem, to drugie pojęcie jest szersze i obejmuje obok narzędzi kontroli przepływów kapitału również narzędzia makroostrożnościowe ukierunkowane bezpośrednio na rynek kredytowy i napływ kapitału⁶. Chodzi w tym przypadku o działania regulacyjne i ostrożnościowe, które podnoszą koszt bardziej ryzykownych działań. Narzędzia kontroli przepływów mają natomiast charakter właściwie zakazu (*tougher prohibition*), którego ominięcie oznaczałoby dla podmiotów niezwykle wysokie koszty. Po drugie, zdecydowanie zyskało na znaczeniu rozróżnienie między przepływami netto i brutto; do niedawna uwaga w badaniach skoncentrowana była na tej pierwszej kategorii. Jak zauważa Rey [2013: 303], wyraźnie silniejsze zainteresowanie rolą przepływów brutto wynika stąd, że pozwalają one lepiej ocenić ogólne warunki kredytowe w gospodarce oraz jej podatność na zaburzenia finansowe (*financial fragility*). Jej zdaniem, kategoria ta pozwala również lepiej śledzić, czy nie dochodzi do wzrostu niedopasowań w zakresie walut i terminów wymagalności należności i zobowiązań w bilansach pośredników finansowych i gospodarstw

⁴ Jednym z najważniejszych jest oczywiście rozróżnienie między kontrolą napływu i odpływu kapitału.

⁵ Gromiec i in. [2012] nie wyjaśniają, na czym polega różnica między zarządzaniem przepływami kapitału a stosowanych przez nich pojęciem „kontrola dewizowa”.

⁶ Jak wyjaśniają Ghosh i Quereshi [2016], rozróżnienie to wprowadzone zostało na początku obecnej dekady przez MFW. Zgodnie z nim, kontrola przepływów kapitału jest zawsze elementem zarządzania przepływami kapitału. Natomiast zaliczenie danego narzędzia makroostrożnościowego do zarządzania przepływami kapitału zależy od tego, czy zostało ono wprowadzone w celu oddziaływania na wolumen międzynarodowego przepływu kapitału. Zarządzanie przepływami kapitału nie ma przy tym statusu prawnego w ramach MFW.

domowych⁷. Alberola i in. [2015] zwracają uwagę na dodatkowy aspekt. Otóż ich zdaniem, opieranie się w analizach na przepływach netto może okazać się mylące. Jako przykład autorzy wskazują epizody ostrego spadku przepływów netto (tzw. *sudden stops*). Nie jest wówczas jasne, czy zjawisko to jest głównie wynikiem obniżenia się napływu zagranicznych inwestycji czy też wzrostu inwestycji rezydentów za granicą⁸. Co istotne, autorzy przytaczają wyniki badań wskazujące, że kluczową różnicą między krajami wysoko rozwiniętymi i gospodarkami wschodzącymi w okresach silnych zaburzeń finansowych jest zachowanie odpływów krajowych brutto. Uwzględnienie obydwu rodzajów przepływów pozwala ponadto zidentyfikować epizody odwrócenia się przepływów brutto, którym nie towarzyszy odwrócenie się przepływów netto, co rzuca światło na kwestię, w jakim stopniu zachowanie inwestorów-rezydentów kompensuje zachowanie inwestorów nie-rezydentów. Dzięki temu możliwe staje się przetestowanie hipotezy, że na zachowanie krajowych i zagranicznych inwestorów wpływają inne czynniki i że mogą oni odmiennie reagować na szoki. To z kolei mogłoby potencjalnie oznaczać, że krajowi inwestorzy w gospodarkach wschodzących będą odgrywać stabilizującą rolę na przykład poprzez wycofanie kapitału z zagranicy w sytuacji, gdy zagraniczni inwestorzy decydują się na wyjście [Adler i in., 2014: 187].

Uwzględniając znaczenie rozróżnienia między przepływami brutto i netto, Turner [2016: rozdz. 9] wskazuje, że w obydwu przypadkach można wyróżnić zarówno ich korzystne, jak i niekorzystne rodzaje, a tym samym i skutki. Wychodzi on od bardziej ogólnej obserwacji, że „podobnie jak nie każde pogłębienie finansowe⁹ w ramach kraju jest bezwarunkowo korzystne, tak też jest w przypadku międzynarodowej integracji finansowej. Niektóre rodzaje przepływów kapitałowych mogą sprzyjać wzrostowi, ale nadmierne ilości innych ich rodzajów mogą mu szkodzić. W ramach danego kraju, wolne rynki finansowe nieuchronnie doprowadzą do zbyt dużej ilości złego rodzaju długu. Wolne globalne rynki kapitałowe będą natomiast prowadzić do powstawania zbyt dużych przepływów kapitału niewłaściwego rodzaju” [Turner, 2016: 150]. Co prawda nie uważa, że nasilenie się przepływów brutto z zasady oznacza wzrost złego rodzaju przepływów, ale bardzo silne zwiększenie się ich wolumenu zagraża stabilności finansowej i zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu. Wskazuje on, że ze względu na niedoskonałości rynku wzrost skali zachodzących na nim przepływów finansowych może spowodować, że cały system stanie się mniej stabilny. W wymiarze globalnym niestabilność ta może ulegać

⁷ Ze względu na duże znaczenie przepływów brutto we współczesnej gospodarce światowej, Rey [2013] traktuje ją jako jedną z pięciu zmiennych powiązanych ze sobą a ramach analizowanego tzw. globalnego cyklu finansowego.

⁸ Wokół sposobów rozumienia istoty i przyczyn zjawiska *sudden stops* oraz jego związków z modelami kryzysów finansowych toczy się w literaturze interesująca dyskusja (zob. szerzej Claessens i Kose [2013]).

⁹ Pod pojęciem tym rozumie się w ekonomii rozwoju zwiększenie zakresu usług finansowych dostępnych dla różnych grup społecznych.

dalszemu wzmocnieniu przez oczekiwania dotyczące zmian w kursach walutowych [Turner, 2016: 153–154]. Uwagi Rey [2014: 310] są zgodne z obawami Turnera, chociaż akcentuje ona trochę inny ich aspekt¹⁰. Jej zdaniem, w minionych dwu dekadach nastąpił bardzo silny wzrost aktywów i pasywów w bilansach zewnętrznych poszczególnych krajów, co oznacza, że myślenie o zagrożeniach dla stabilności finansowej głównie przez pryzmat bilansu obrotów bieżących staje się wysoce niewystarczające i wymaga zbudowania nowych ram analitycznych. Zagrożenie to polega na tym, że przy dużych rozmiarach obu stron bilansu płatniczego może dochodzić do silnych zmian w korzyściach i stratach kapitałowych, co grozi kryzysem w sektorze finansowym i w całej gospodarce¹¹.

Dosyć szczegółowe omówienie rozróżnienia między przepływami brutto i netto uzasadnione jest tym, że bardzo silny wzrost przepływów brutto należy uznać za jeden z najważniejszych, jeśli nie najważniejszy z powodów renesansu zainteresowania potencjalnymi korzyściami z zastosowania określonych narzędzi kontroli. Skala wzrostu tych przepływów jest faktycznie ogromna. Jak podaje Turner [2016: 153], w latach 70. przepływy brutto między krajami wysoko rozwiniętymi były 9,5-krotnie większe niż PKB, podczas gdy w latach 2000. już 37-krotnie. W krajach na średnim poziomie rozwoju przepływy te były w tych dekadach odpowiednio 2-krotnie i 15-krotnie większe niż wartość PKB. Należy przy tym pamiętać, że relatywnie mniejszy wzrost przepływów brutto w krajach na średnim poziomie rozwoju nie musi oznaczać mniej destabilizującego oddziaływania na gospodarkę. Efekt ten może być w tych krajach nawet silniejszy, co może wynikać z ograniczonej zdolności rynków finansowych oraz instytucji nadzorczych do radzenia sobie z tego rodzaju szokami. Z drugiej strony należy mieć na uwadze to, że w reakcji na wcześniejsze kryzysy finansowe kraje te podjęły wiele działań, które wzmocniły ich odporność na wyzwania globalizacji, w tym na transmisję niekorzystnych szoków wywoływanych przez politykę gospodarczą krajów wysoko rozwiniętych. Jak ujmuje to Pereira da Silva [2016: 221–222], doświadczenia te skłoniły gospodarki wschodzące do zastosowania „pragmatycznej opcji prowadzenia polityki ekonomicznej” opartej na: „przyjęciu płynnego kursu walutowego jako pierwszej linii obrony przed szokami zagranicznymi; utrzymaniu zadłużenia, szczególnie długu publicznego w rozsądnych granicach poprzez ustalenie,

¹⁰ Mimo że obydwój autorzy podkreślają wzrost znaczenia przepływów brutto, to Turner wydaje się w większym zakresie uwzględniać rolę narastania globalnych stanów nierównowagi w bilansie obrotów bieżących w okresie poprzedzającym obecny kryzys. Turner [2016: 150] zwraca przy tym uwagę na różnicę między obecną sytuacją a latami 1911–1913, kiedy to nadwyżka Wielkiej Brytanii sięgająca prawie 10% PKB nie wywołała poważnych zaburzeń właśnie ze względu na dużo mniejsze przepływy brutto.

¹¹ Autorka ilustruje to przykładem transmisji zjawisk kryzysowych między Stanami Zjednoczonymi a strefą euro. Po 2008 r. nie wystąpiły większe zmiany w bilansie na rachunku bieżącym, który był w zasadzie zrównoważony. Natomiast duże rozmiary przepływów brutto oznaczały silny wzrost ekspozycji systemów finansowych krajów strefy euro na toksyczne aktywa amerykańskie, zmiany kursu walutowego i ryzyko finansowania.

o ile to możliwe, wyraźnych reguł prawnych oraz wprowadzeniu wiarygodnej reguły monetarnej wykorzystującej w wielu przypadkach ramy strategii celu inflacyjnego”. Te narzędzia zostały uzupełnione o „samozabezpieczenie się” polegające na utrzymywaniu znacznie wyższych rezerw walutowych oraz na możliwości wykorzystania pomocy MFW w przypadku okresowych nieodborów płynności. Autor przyznaje jednak, że mimo pozytywnej roli, jaką odegrały te narzędzia, okazały się one wyraźnie niewystarczające w obliczu nowych zjawisk składających się na obecny kryzys¹².

Ogólnie można powiedzieć, że najważniejszą przyczyną renesansu zainteresowania kontrolą przepływów kapitału były doświadczenia wyniesione z obecnego kryzysu finansowego. Stanowisko takie przyjmuje większość badaczy, aczkolwiek część z nich zwraca uwagę na pewne szersze aspekty i uwarunkowania, utrudniające często jednoznaczną interpretację. Interesującym przykładem jest praca Ffrench-Davisa i Griffith-Jones [2014], w której autorzy co prawda koncentrują się na doświadczeniach krajów Ameryki Łacińskiej, ale jednocześnie formułują pewne bardziej ogólne oceny i komentarze. Wychodzą oni mianowicie od tego, że „paradoksem i słabością triumfu gospodarki rynkowej w ostatnich dekadach było to, że liberalizacja była najsilniejsza w obszarze finansów, czyli tam, gdzie w rzeczywistości niedoskonałości rynku są najsilniejsze” (...), co „doprowadzało do coraz częstszych kryzysów rodzących koszty fiskalne i rozwojowe” [Ffrench-Davis, Griffith-Jones, 2014: 161]. Zdaniem autorów, problemowi temu można by było zaradzić, gdyby doszło do potrzebnych zmian polegających na wzmocnieniu antycyklicznych elementów międzynarodowej architektury finansowej¹³. Ponieważ próby takiego jej zreformowania nie udały się lub były niewystarczające, aby okiełznać nadmierną cykliczność przepływów kapitałowych i jej koszty, to kwestia spowolnienia liberalizacji rachunku kapitałowego ponownie nabrała dużego znaczenia dla polityki ekonomicznej. Natomiast tam, gdzie liberalizacja ta zasadniczo już się dokonała, jak w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej, aktualne staje się przywrócenie regulacji dotyczących rachunku kapitałowego [Ffrench-Davis, Griffith-Jones, 2014: 162].

Wniosek sformułowany przez Ffrench-Davisa i Griffith-Jones, podzielany zresztą przez innych autorów, prowadzi do jeszcze poważniejszych wątpliwości dotyczących korzyści samego procesu liberalizacji międzynarodowych stosunków finansowych. Trudno pominąć całkowicie tę kwestię, nawet jeśli wykracza ona poza obszar tego artykułu, ponieważ od jej rozstrzygnięcia zależy głębszy i bardziej ogólny sens powrotu do form kontroli przepływów kapitału. Chodzi o to, że uzasadnienie dla liberalizacji przepływów kapitału było

¹² W odniesieniu do krajów Ameryki Łacińskiej De Gregorio [2014: 280] formułuje w tym względzie ogólnie pozytywny wniosek, że kraje te stały się silniej zintegrowane finansowo z gospodarką światową, ale jednocześnie bardziej odporne na kolejne kryzysy.

¹³ Podobny pogląd formułują też Canuto i Lin [2011: 2] pisząc, że „intensywność obecnego kryzysu unaczniła niezdolność tradycyjnych międzynarodowych mechanizmów koordynacji do powstrzymania i rozwiązania problemów o takiej szerokości i głębokości”.

budowane na przekonaniu, że będzie ona sprzyjała przyspieszeniu wzrostu gospodarczego i tym samym zmniejszaniu dysproporcji rozwojowych w skali międzynarodowej. Przekonanie to wydawało się być przy tym dobrze osadzone w badaniach teoretycznych ekonomii głównego nurtu¹⁴. Okazało się jednak, że te oczekiwane pozytywne skutki nie znajdują potwierdzenia w wynikach badań empirycznych. W sposób trafny i lapidarny toczącą się od lat dyskusję podsumowuje Turner [2016: 154–155]: „zaskakującą cechą dyskusji nad przepływami kapitału jest stopień, w jakim wiara w korzyści z globalnej integracji finansowej utrzymuje się mimo braku dowodów. Wśród prawdziwych wyznawców wiary istnieje silna tendencja, by wyniki badań empirycznych określać jako <niejednoznaczne> raczej niż <negatywne> i podtrzymywać nadzieję, że bardziej subtelna analiza ujawni korzyści, które zgodnie z teorią kompletnych rynków muszą występować. Jednak lepsza teoria mówi nam, dlaczego korzyści te mogą nie występować, a dowody empiryczne wskazują, że faktycznie nie występują”¹⁵. Ocena ta mogłaby wydawać się jedynie umiarkowanie krytyczna, ponieważ brak stwierdzonych korzyści nie musi oznaczać występowania kosztów. W innym miejscu Turner [2016: 152] pisze jednak, że „...znaczną część przepływów kapitałowych nie odgrywa dlatego pozytywnej roli opisywanej przez teorię ekonomii, a polegającej na optymalnej alokacji kapitału w skali świata. Zamiast tego zwiększają one nadmiernie skalę kreacji długu i wywołują pokryzysowe efekty nawisu długu”. Do podobnego ogólnego wniosku na podstawie przeglądu literatury dochodzi De Gregorio [2014: 278–290]. Zwraca on przy tym uwagę, że pewne pozytywne efekty można natomiast stwierdzić, jeśli analiza oparta jest na danych zdezagregowanych, odnoszących się do poszczególnych rodzajów kapitału¹⁶. Badania empiryczne dostarczają też pewnego wsparcia dla występowania w omawianej zależności tzw. efektów progowych (*threshold effects*) związanych z określonym zaawansowaniem procesów rozwojowych [De Gregorio, 2014: 279; Rey, 2014: 308]. Oznaczają one, że pozytywny wpływ przepływów kapitału na wzrost pojawia się dopiero po osiągnięciu przez dany wpływ określonego poziomu dojrzałości instytucjonalnej czy jakości rządu¹⁷. Brak empirycznego potwierdzenia korzystnego wpływu integracji finansowej na wzrost może ponadto wynikać z tzw. odwróconej przyczynowości. Jak wiadomo, w odniesieniu do niektórych krajów (przede wszystkim wschodnioazjatyckich) znajduje potwierdzenie hipoteza, że główny kierunek zależności przyczynowej

¹⁴ Należy oczywiście pamiętać, że w ostatnich dekadach w głównym nurcie dominowały poglądy neoklasyczne i że w tradycji keynesistowskiej zachował się w tej kwestii inny punkt widzenia.

¹⁵ W bardzo podobnym duchu wypowiada się Mohan [2012: 139]. Za „tajemnicę w rozumowaniu ekonomicznym” uważa to, że większość badaczy opowiada się za swobodą przepływów kapitału, mimo iż mniej niż jedna czwarta wyników badań wskazuje na jej pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy. Pisze więc z ironią: „wygląda na to, iż ekonomistom ogólnie nie podoba się ten rezultat”.

¹⁶ Na rozróżnienie to zwraca uwagę większość badaczy, również cytowany Turner.

¹⁷ Wolf [2008: 24] zwraca uwagę, że bez osiągnięcia takiego progu nie tylko nie wystąpią pozytywne efekty rozwojowe liberalizacji, ale doprowadzi ona prawdopodobnie do kryzysu.

przebiega od wysokiego tempa wzrostu do wysokich oszczędności. Jeśli tak, to kraje te wykazują mniejsze zapotrzebowanie na zagraniczne źródła finansowania [De Gregorio, 2014: 279–280].

Niespodziewane wyniki przynoszą również badania nad zależnością między przepływami kapitału a wzrostem gospodarczym w perspektywie krótkookresowej. Blanchard i in. [2016] próbują spojrzeć na ten problem zadając pytanie, ich zdaniem jak dotąd nie rozstrzygnięte, czy napływ kapitału wywołuje w gospodarce ekspansję, czy kontrakcję. Okazuje się, że podobnie jak w odniesieniu do długiego okresu, również w tym przypadku występuje wyraźna rozbieżność między teorią a empirią. Zdaniem autorów, stanowisko odbiegające od wyników badań teoretycznych jest szczególnie wyraźne wśród polityków gospodarczych w gospodarkach wschodzących. Zgodnie bowiem ze standardowym modelem Mundella-Flemminga i jego nowszymi wersjami, przy danej stopie procentowej banku centralnego napływ kapitału prowadzi do aprecjacji i tym samym do zmniejszenia eksportu netto i produkcji. Natomiast politycy gospodarczy mają na ten temat diametralnie odmienny pogląd. Według nich, napływ kapitału prowadzi do boomów kredytowych i wzrostu produkcji, które to efekty mogą zostać zneutralizowane tylko poprzez wzrost stóp procentowych. Stanowisko to wskazuje na bardzo poważny dylemat dotyczący prowadzonej polityki, który jest już bezpośrednio związany z tematyką tego artykułu. Otóż chociaż bezpośrednim efektem podniesienia stóp procentowych jest ograniczenie wzrostu produkcji, to efekt pośredni będzie polegał na dodatkowym napływie kapitału, przy czym ten drugi efekt może okazać się silniejszy. Taka sytuacja przemawia za sięgnięciem do heterodoksyjnego instrumentu w postaci kontroli przepływów kapitału.

Blanchard i in. [2016] interpretują wyniki badań empirycznych jako przemawiające za „stanowiskiem polityków gospodarczych”. Próbując pogodzić teorię z praktyką, konstruuje model uwzględniający dwa kanały oddziaływania napływu kapitału na gospodarkę w krótkim okresie: a) poprzez kanał aprecjacji (zgodny z teorią) i b) kanał „tańszego finansowania” (wskazywany przez praktyków). Pierwszy z nich działa prorecesyjnie, a drugi pro wzrostowo natomiast efekt netto zależy od rodzaju przepływów kapitału. W podobnym kierunku idą badania Igana i in. [2016], ale *novum* ich badań dotyczy tego, że wcześniej nie analizowano bliżej wymienności między tempem wzrostu a stabilnością wzrostu na podstawie zdezagregowanych danych dotyczących napływu kapitału, uwzględniających różny stopień uzależnienia sektorów przemysłu od zagranicznego finansowania, specyficzne cechy sektora finansowego, a także różne rodzaje kapitału. Także Nabli [2011: 20–23] syntetyzując wyniki obszernego raportu z badań Banku Światowego wskazuje na skomplikowany charakter krótkookresowych zależności między napływem kapitału a wzrostem gospodarczym w krajach rozwijających się. Wskazując na bardzo silny wzrost napływu netto kapitału do tych krajów w latach 2001–2007, autor ten zadaje pytanie, czy zjawisko to przełożyło się na wzrost krajowych inwestycji i na wzrost gospodarczy. Przeprowadzona analiza regresji wykazała dodat-

nią zależność między napływem netto kapitału a inwestycjami¹⁸. Ta dodatnia zależność powinna znajdować odbicie w ujemnej korelacji między saldem na rachunku bieżącym (lub łącznym odpływem netto kapitału) a wzrostem gospodarczym. Autor przytacza jednak wyniki innego nurtu w badaniach, które dokumentują występowanie w tym ostatnim przypadku dodatniej korelacji. Dowody te sugerują, że wyższe stopy wzrostu są powiązane z wyższą nadwyżką na rachunku kapitałowym (lub niższym deficytem), czyli z wyższą stopą oszczędności, podczas gdy zmiany w inwestycjach następują z opóźnieniem. Zdaniem Nabliego, może to oznaczać, że inwestycje w krajach rozwijających się nie są ograniczone przez brak krajowych zasobów i nie są skorelowane z łącznym napływem netto kapitału. Zgodnie z tą interpretacją, słabszy wzrost inwestycji jest wyjaśniany przez niższy poziom rozwoju finansowego lub realną aprecjację w warunkach dużego napływu kapitału. Autor uważa, że te przeciwstawne interpretacje można pogodzić, jeśli uwzględni się liczbę kanałów, poprzez które globalna sytuacja finansowa oddziałuje na krajową gospodarkę. Napływ kapitału jest tylko jednym z nich, a jego efekt zależy od klimatu inwestycyjnego kraju. Dla jakości inwestycji i dla wzrostu gospodarczego struktura napływu może mieć większe znaczenie niż jego wolumen. Z drugiej strony poziom światowych stóp procentowych oraz łatwiejszy dostęp do kredytu mogą oddziaływać na pośrednictwo finansowe i stopy procentowe w kraju nawet przy stosunkowo ograniczonym napływie kapitału.

Niezależnie od utrzymujących się poważnych kontrowersji co do krótko- i długookresowych związków między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym można uznać, że obecny kryzys wywarł bardzo silny wpływ na kierunki toczącej się dyskusji. Co interesujące, niektórzy ekonomiści uważają nawet, że „zmiana w dominującym poglądzie na temat zarządzania rachunkiem kapitałowym jest zdecydowanie jednym z najbardziej niezwykłych skutków kryzysu” [Subbarao, 2014: 265]. Tak daleko posuniętą ocenę Subbarao uzasadnia rozpadem wcześniejszego konsensu, na który składały się trzy elementy: a) celowość zmierzania do całkowitego otwarcia rachunku kapitałowego; b) nieprzydatność kontroli przepływów kapitału jako narzędzia stabilizacji w krótkim okresie i c) suboptymalność interwencji walutowych. Autor ten pokazuje następnie [Subbarao, 2014: 265–269], że rodzi się już pewien nowy konsens, chociaż postęp w tym zakresie nie jest jednakowy w odniesieniu do każdego z trzech wyróżnionych elementów. Najwięcej wątpliwości wydaje się dotyczyć zasadności interwencji walutowych, szczególnie w przypadku gospodarek wschodzących.

O procesie zastępowania starego konsensu przez nowy piszą też Devereux i in. [2015]. Ich zdaniem, niedawne doświadczenia z kryzysami finansowymi w wielu krajach zmieniły tradycyjne poparcie dla całkowicie otwartych

¹⁸ Wzrost napływu netto kapitału o 1 p.proc. jest powiązany ze wzrostem stopy inwestycji o 0,45 p.proc., przy czym napływ netto kapitału wyjaśnia 30 proc. różnic występujących między krajami.

międzynarodowych rynków kapitałowych¹⁹. Pojawił się nowy pogląd sugerujący, że sama polityka monetarna nie może w adekwatny sposób reagować na zewnętrzne szoki i musi zostać uzupełniona o jakiś rodzaj kontroli kapitału lub polityki makroostrożnościowej. Nadrzędna logika stojąca za tym nowym konsensem (nową „ortodoksją”) jest taka, że argument teorii dobrobytu za pełną otwartością rynków kapitałowych opiera się na zbiorze założeń, które nie znajdują zastosowania w odniesieniu do współczesnych międzynarodowych rynków finansowych, w związku z czym kontrola kapitału może być drugą w kolejności najlepszą reakcją polityki ekonomicznej²⁰.

Przed obecnym kryzysem na temat kontroli przepływów kapitału dominowała tak wyraźnie negatywna opinia, że trzeba było dopiero obecnego światowego kryzysu, aby doszło w krótkim czasie do dosyć radykalnej zmiany poglądów. Ghosh i Quereshi [2016] uważają, że kontrola napływu kapitału miała niezasłużenie złą opinię już od końca XIX w. i omawiając kolejne okresy historyczne wskazują na przyczyny tego stanu rzeczy. Za jedną z najważniejszych uznają nieuzasadnione łączenie argumentów dotyczących napływu i odpływu kapitału. Stwarzanie utrudnień dla odpływu kapitału było kojarzone z rządami autorytarnymi i ta negatywna opinia była przenoszona na kontrolę napływu kapitału. Dociekania historyczne oraz analiza doświadczeń obecnego kryzysu prowadzi autorów do wniosku, że kontrola napływu kapitału sama w sobie nie jest gorsza lub bardziej kosztowna od innych narzędzi polityki ekonomicznej. Dlatego ich zdaniem, debata nad jej skutecznością nie powinna być rozpatrywana w kategoriach zerojedynkowych. Argumenty za i przeciw powinny być analizowane z uwzględnieniem szczególnych warunków danego kraju i konfrontowane z dostępnością oraz analizą kosztów i korzyści zastosowania innych narzędzi polityki. W przeciwnym razie decyzje mogą prowadzić do nieefektywnych wyborów i suboptymalnych rezultatów.

Rozpad dotychczasowego konsensu i przełom w myśleniu na temat kontroli przepływów byłby dużo wolniejszy, gdyby nie dokonała się w tej kwestii istotna zmiana poglądów MFW. Zmiana ta znalazła wyraz w kilku publikacjach MFW z początku obecnej dekady i przybrała postać tzw. poglądu instytucjonalnego (*Institutional View*)²¹. Zgodnie z nim, przepływy kapitału mogą co prawda przynosić znaczne korzyści, ale także rodzić ryzyko, w związku z czym nie można zakładać, że pełna liberalizacja jest właściwym celem dla wszystkich krajów w każdym okresie. Dlatego przyjmuje on także, że kontrola przepływów może być w pewnych warunkach przydatna, chociaż nie powinna

¹⁹ W podobnym duchu wypowiadają się też np. Ffrench-Davis i Griffith-Jones [2014: 162]: „Od czasu globalnego kryzysu finansowego 2007–8 roku rośnie przekonanie o wyraźnym braku finansowego i ekonomicznego zarządzania (*governance*) w obecnym stadium nie zrównoważonej globalizacji (*unbalanced globalization*)”.

²⁰ Wyłanianie się nowego konsensu dotyczącego sekwencji otwierania rachunku kapitałowego w stosunku do innych reform oraz w odniesieniu do poszczególnych elementów samego rachunku kapitałowego omawiają Ffrench-Davis i Griffith-Jones [2014: 164].

²¹ Zob. szerzej Ostry i in. [2011].

zastępować potrzebnych dostosowań makroekonomicznych. Co istotne, kontrola przepływów może być utrzymana przez dłuższy okres pod warunkiem, że nie będzie traktowana jako substytut doskonalenia form nadzoru finansowego. „Pogląd instytucjonalny” wywołał żywą dyskusję i spotkał się ostrą krytyką części ekspertów, którzy zwracali uwagę na koszty i nieskuteczność kontroli przepływów oraz opowiadali się za bardziej ortodoksyjnymi narzędziami (wg Ghosha i Quereshi’ego [2016]).

Daleko idąca zmiana stanowiska MFW jest dosyć zaskakująca, jeśli uwzględni się, że jeszcze kilka lat wcześniej ta organizacja międzynarodowa sugerowała przyszłe pozytywne efekty liberalizacji [Wolf, 2008: 24]²². Z drugiej strony należy zwrócić uwagę, że w ostatnich latach MFW dokonał rewizji własnego stanowiska także w innych istotnych kwestiach polityki ekonomicznej – przede wszystkim w zakresie kosztów i korzyści programów przywracania równowagi makroekonomicznej (*austerity programs*).

Poszczególne aspekty i fazy obecnego kryzysu w różnym oczywiście stopniu wpływały na renesans zainteresowania kontrolą przepływów kapitału, szczególnie w odniesieniu do gospodarek wschodzących. W początkowym jego okresie dominowały obawy przed „zarażeniem” krajowych sektorów finansowych „toksycznymi” produktami powstałymi w bankach inwestycyjnych krajów wysoko rozwiniętych. W późniejszej jego fazie uwaga przesunęła się na zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej i finansowej wynikające z wprowadzenia oraz z późniejszego wycofywania się Stanów Zjednoczonych z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Analizując tę drugą fazę, Carstens [2016: 233–242] zwraca uwagę, że ważną nową cechą napływu kapitału do gospodarek wschodzących wywołanego polityką Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) było to, że znaczna ich część była skierowana na zakup obligacji państwowych denominowanych w walucie krajowej. Napływ kapitału spowodowany nadmierną globalną płynnością wywołał rodzaj euforii, która z kolei przełożyła się w wielu krajach na nadmierną wycenę aktywów i realną aprecjację walut, otwierając tym samym drogę dla potencjalnego nagłego odpływu. Dotknięte tymi zjawiskami kraje zastosowały środki obronne w postaci akumulacji rezerw oraz środków makroostrożnościowych. Autor uznaje zastosowanie tych środków za uzasadnione ze względu na bardzo silny napływ kapitału w przeliczeniu na jednostkę czasu, który bez tych przesunięć wywołałby poważne zakłócenia finansowe.

Przed negatywnymi skutkami polityki luzowania ilościowego ostrzega też Koo [2015: 111–112]. Jak zauważa, polityce tej przeciwstawiły się nie tylko gospodarki wschodzące (Chiny czy Brazylia), ale też np. Niemcy, ponieważ zdawały sobie sprawę, że skomplikuje to prowadzenie krajowej polityki gospodarczej. Jego zdaniem, polityka SRF zachęca do przepływu kapitału do gospodarek wschodzących, w których stopy procentowe są relatywnie wysokie,

²² Sam Wolf, który omawiał poglądy MFW w okresie poprzedzającym wybuch obecnego kryzysu, wskazywał na zagrożenia wynikające z globalizacji finansów [Wolf, 2008: 25–27].

doprowadzając do powstania baniek spekulacyjnych. Gdy potem kraje rozwinięte będą się wycofywać z luzowania ilościowego, to gospodarki wschodzące staną wobec problemu deprecjacji i inflacji. Koo jest przekonany, że w takiej sytuacji gospodarki wschodzące powinny w pełni wykorzystać kontrolę napływu kapitału, aby odizolować się od skutków gorącego pieniądza z krajów rozwiniętych. Podobnego zdania jest Blanchard [2016], według którego przy silnych zewnętrznych efektach polityki SRF i przy braku mechanizmów koordynacji polityki w skali międzynarodowej, kontrola przepływów kapitału staje się dla gospodarek wschodzących naturalnym narzędziem.

Silny zakłócający wpływ polityki luzowania ilościowego na międzynarodowe przepływy kapitału stał się ponownie widoczny, gdy coraz bardziej wyraźne stały się sygnały SRF o stopniowym wycofywaniu się z jej prowadzenia²³. Efekt ten był tym silniejszy, że w tym samym okresie EBC wszedł dopiero w pełną fazę polityki luzowania ilościowego. Perspektywa wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych wpłynęła na zmianę kierunku przepływów kapitału w gospodarce światowej, a niestabilność dotknęła naj-silniej gospodarki wschodzące²⁴. Ważnym problemem stało się właściwe zrozumienie zjawiska spowolnienia napływu kapitału do gospodarek wschodzących. Analizując to zjawisko, eksperci MFW dochodzą do ogólnego wniosku, że przyczynił się do niego zarówno mniejszy napływ, jak i większy odpływ, co można wyjaśnić zmniejszeniem się rozbieżności w perspektywach wzrostu między krajami rozwiniętymi i gospodarkami wschodzącymi (zob. szerzej IMF [2016: rozdz. 2]).

Poszukiwanie nowych ogólnych ram teoretycznych: trylematy a dylematy

Poglądy na temat kosztów i korzyści liberalizacji bądź też kontroli międzynarodowych przepływów kapitału pozostawały w przeszłości pod dosyć silnym wpływem czynników ideologicznych. Jedną z ważnych przyczyn tego stanu rzeczy był niezadowolający postęp w badaniach teoretycznych. Jak zauważają Ffrench-Davis i Griffith-Jones [2014: 163], „w większości podejść teoretycznych opartych na równowadze ogólnej nie uwzględnia się rzeczywistych warunków, w jakich dokonują się przepływy kapitału – luk i asymetrii w dostępnych informacjach przyczyniających się do takich problemów, jak zachowania stadne, niekompletność rynków, na których działają inwestorzy i alokacyjnych skutków zmian w dostępie do źródeł finansowania”. Te i inne słabości badań teoretycznych powodowały, że również badania empiryczne nie mogły dostarczyć przekonujących rozstrzygnięć o przydatno-

²³ Proces ten jest często określany jako normalizacja polityki pieniężnej.

²⁴ Zaburzenia te dotknęły poszczególne kraje w niejednakowym stopniu. Kraje, które przywiązywały wcześniej dużą wagę do utrzymania zdrowych fundamentów makroekonomicznych okazały się dużo bardziej odporne na te zewnętrzne szoki. Zob. szerzej m.in. Carstens [2016: 237–239].

ści poszczególnych modeli. Pewien istotny przełom w badaniach przyniósł obecny kryzys.

Analizując toczącą się dyskusję teoretyczną można zauważyć, że dla większości badaczy punktem wyjścia i głównym punktem odniesienia jest standardowa koncepcja tzw. trylematu polityki pieniężnej w warunkach gospodarki otwartej. Dyskusja ta stała się szczególnie interesująca, gdy zaczęto podawać w wątpliwość jej główne implikacje w konfrontacji z nowymi zjawiskami, jakie ujawniły się w trakcie obecnego kryzysu światowego. Przed bliższym omówieniem tego kierunku dyskusji należy zwrócić uwagę na jej szerszy kontekst. Chodzi mianowicie o to, że w badaniach nad globalizacją w ślad za tym tradycyjnym trylematem, wywodzącym się od R. Mundella, pojawiły się też inne „trylematy”, które łącznie pokazują, jak bardzo skomplikowane i wielopłaszczyznowe są uwarunkowania podejmowanych decyzji. Pierwszy z nich to sformułowany przez Rodrika tzw. polityczny trylemat gospodarki światowej (zob. szerzej Rodrik [2011: rozdz. 9])²⁵. Drugi, opracowany przez D. Schoenmakera, jest w literaturze określany jako „trylemat finansowy”. Omawiając jego istotę, Obstfeld [2016: 216] wychodzi od tego, że przy w pełni zliberalizowanych przepływach kapitału i krajowej autonomii w zakresie stabilności finansowej prowadzenie polityki makroostrożnościowej staje się dużo trudniejsze lub wręcz niemożliwe. Oznacza to, że kraje nie mogą jednocześnie osiągać wszystkich trzech celów w postaci: a) korzyści z uczestnictwa w otwartych międzynarodowych rynkach finansowych; b) utrzymania suwerenności nad polityką finansową; c) zachowania stabilności finansowej. Jako przykład działania „trylematu finansowego” Obstfeld podaje sytuację, w której dany kraj, wprowadzając rozwiązania nadzorcze lub w zakresie uporządkowanej upadłości banków, kieruje się własnym interesem. Niewystarczające uwzględnienie reperkusji tego typu działań dla zagranicy osłabi odporność całego globalnego systemu powiązań finansowych. Ponadto system nadzoru i regulacji, który jest bardziej restrykcyjny niż za granicą, może przyciągnąć zagranicznych pośredników finansowych potrafiących omijać lokalne przepisy. W innym miejscu [Obstfeld, 2015] autor ten w następujący sposób charakteryzuje związki między obydwoma trylematami. Otóż globalizacja finansowa pogarsza „wymienności”, wobec których staje polityka pieniężna, próbując realizować krajowe cele. Ten negatywny aspekt globalizacji podnosi więc krańcową wartość dodatkowych narzędzi polityki makroekonomicznej i finansowej. Dostępność tych narzędzi jest niestety ograniczona przez „trylemat finansowy”, który należy odróżnić od „trylematu monetarnego”²⁶.

²⁵ Choć trylemat ten zyskuje na ważności po wyborze D. Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych, to jego bliższe omówienie wykracza poza temat niniejszego artykułu. Trylemat ten był już zresztą dosyć często omawiany w krajowej literaturze przedmiotu.

²⁶ Obstfeld [2015] zwraca przy tym uwagę, że „trylemat finansowy” nakłada silne ograniczenie nie tylko na krajową politykę monetarną, ale także fiskalną. Wynika to stąd, że chcąc obronić się przed kryzysem finansowym kraje muszą dysponować pewną dodatkową „przestrzenią fiskalną”.

Próba powiązania obydwu rodzajów trylematu stanowi istotny postęp w koncepcyjnym uporządkowaniu i lepszym zrozumieniu skomplikowanych uwarunkowań i ograniczeń, jakie dla krajowej polityki gospodarczej wynikają z intensyfikacji międzynarodowych powiązań finansowych. Na trochę innym aspekcie tego problemu koncentrują uwagę Avdjiev i in. [2016]. Autorzy ci przekonująco pokazują, na czym polega nieadekwatność podstawowych elementów składających się na teoretyczne ramy wykorzystywane w analizie międzynarodowych stosunków finansowych. Ich zdaniem, w finansach międzynarodowych dominuje podejście oparte na „potrójnej koincydencji” (*triple coincidence*)²⁷. Przyjmuje się w nim, po pierwsze, że każdy obszar gospodarczy posiada własną walutę, która jest wykorzystywana w zasadzie tylko na tym obszarze. Po drugie, wszystkie sektory gospodarki (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, państwowych) są prowadzone do jednego agregatu w postaci „reprezentatywnego decydenta”. Po trzecie, przepływy kapitału są traktowane jako odpowiednik decyzji w zakresie oszczędzania i inwestowania. To tradycyjne podejście okazuje się mylące, kiedy – o czym była już mowa – silnie rośnie znaczenie przepływów kapitałowych brutto. Co istotne, niedocenianie tego zjawiska może prowadzić do błędnej diagnozy podatności gospodarki na zaburzenia finansowe. Inny obszar nieadekwatności tradycyjnego podejścia dotyczy polityki kursowej. Pominięcie roli, jaką pełnią waluty o statusie międzynarodowym, może prowadzić do błędnych decyzji w zakresie koniecznych dostosowań kursu walutowego. Łączne skutki dostosowań kursowych mogą ponadto zostać niewłaściwie ocenione, jeśli nie uwzględni się specyfiki poszczególnych sektorów gospodarki. Avdjiev i in. [2016] ilustrują nieadekwatność tradycyjnego podejścia dobrze dobranymi epizodami z ostatnich kilkunastu lat, po czym zarysowują wstępny kształt nowych ram teoretycznych opartych na podejściu bilansowym, z których próbują wyprowadzić wnioski dla polityki ekonomicznej.

Chociaż koncepcje „trylematu finansowego” i załamania się „potrójnej koincydencji” przyczyniają się bez wątpienia do budowania lepszych teoretycznych ram analizy procesu globalizacji, to jednak najważniejsza rola w tym zakresie nadal przypada dyskusji wokół „trylematu monetarnego”. Bardzo silny wpływ na ożywienie tej dyskusji miała praca Rey [2013]²⁸. Autorka wychodzi od stwierdzenia, że w międzynarodowej makroekonomii i finansach często myślimy w kategoriach „trylematu” nie zadając pytania, „czy skala globalizacji finansowej a w szczególności rola globalnych banków nie poddaje nawet

²⁷ W literaturze przedmiotu używane jest ponadto określenie „cudowna koincydencja” (współwystępowanie stabilności cen i stabilności produkcji), w ślad za którym Pereira da Silva [2016: 224] wprowadza pojęcie „cudowna koincydencja II”, oznaczające osiągnięcie celów w zakresie zarówno równowagi makroekonomicznej, jak i finansowej.

²⁸ W kontekście związków łączących omawiane koncepcje interesujące pytanie zostało zadane w trakcie dyskusji nad opracowaniem Avdjieva i in. [2016], a mianowicie, czy można je traktować jako poszukiwanie mikroinstytucjonalnych podstaw dla argumentu Rey. Autorzy uznali tę interpretację za trafną.

tego w wątpliwość?” [Rey, 2013: 285]. Jej zdaniem, wyniki przeprowadzonej analizy empirycznej unieważniają „trylemat” i prowadzą do „dylematu” lub „niezgranego duetu” (*irreconcilable duo*), w którym „niezależna polityka monetarna jest możliwa wtedy i tylko wtedy, gdy przepływy kapitału są kontrolowane bezpośrednio lub pośrednio za pomocą polityki makroostrożnościowej” [Rey, 2013: 287]. Analiza Rey pokazuje, że to unieważnienie „trylematu” wynika przede wszystkim z pojawienia się nowego kanału, poprzez który polityka monetarna w kraju „centrum” oddziałuje współcześnie na siłę efektu dźwigni w globalnych bankach, oraz na przepływy kapitału i wzrost kredytu w międzynarodowym systemie finansowym. Co bardzo istotne, warunki monetarne kraju „centrum” podlegają transmisji w skali światowej nawet do krajów, które stosują system płynnego kursu walutowego [Rey, 2013: 310]. Ujmując to inaczej, płynne kursy nie mogą odizolować gospodarek od globalnego cyklu finansowego, gdy kapitał jest mobilny. W takiej sytuacji wielkie znaczenie dla stabilności finansowej mają przepływy brutto, szczególnie kredytu [Rey, 2013: 313].

Referat Ray wywołał interesującą dyskusję już bezpośrednio po jego prezentacji na konferencji w Jackson Hole. Ze względu na bardzo prestiżowy charakter tej konferencji dał on też silny impuls do dalszych badań oraz stał się ważnym punktem odniesienia do oceny wyników uzyskanych przez innych badaczy. Obstfeld [2015] sytuuje wyniki swoich badań odnoszących się głównie do gospodarek wschodzących jako nie tak daleko idące, jak w przypadku Rey. Uważa, że kraje te zachowują nadal część autonomii w zakresie prowadzenia polityki monetarnej, ale możliwość osiągnięcia założonych przez nią celów jest obecnie ograniczona. Utrzymanie części autonomii było możliwe nie tylko dzięki pewnej elastyczności kursu walutowego, ale przede wszystkim dzięki wprowadzeniu wcześniejszych reform zwiększających odporność na szoki zewnętrzne i sprzyjających stabilności finansowej. Korzyści z tych reform zmniejszały się jednak wraz z silnym wzrostem przepływów kapitału. Dużo trudniejsze stało się tym samym poszukiwanie właściwej wymienności między celami polityki pieniężnej. Obstfeld przyznaje, że wówczas, tak jak pokazuje to Rey, w centrum uwagi znajduje się problem kosztów i korzyści kontroli przepływów kapitału.

Jeden z najciekawszych wątków przeprowadzonej przez Obstfelda analizy wiąże się z rozróżnieniem między autonomią krajowej polityki monetarnej w zakresie oddziaływania na krótko- i długookresowe stopy procentowe. Analiza ta potwierdza wcześniejsze ogólne wyniki badań wskazujące na to, że kraje o płynnych kursach dysponują większą autonomią w zakresie kształtowania stóp krótkookresowych. Wniosek ten nie znajduje natomiast potwierdzenia w odniesieniu do stóp długookresowych, które są między krajami dużo silniej skorelowane niezależnie od przyjętego systemu kursowego. Natomiast w odniesieniu do obydwu grup krajów okazuje się, że autonomia w zakresie stóp krótkookresowych wydaje się być w gospodarkach wschodzących większa niż w krajach wysoko rozwiniętych. Zdaniem autora, jednym

z możliwych wyjaśnień jest szerszy zakres stosowania kontroli przepływów kapitału w tej pierwszej grupie krajów²⁹. Niezależnie od utrzymujących się kontrowersji, Obstfeld formułuje w zakończeniu wniosek, że dla większości gospodarek wschodzących, które zdecydowały się rozwiązać „trylemat monetarny” poprzez elastyczność kursu walutowego, okazało się to korzystne.

Problemowi oceny adekwatności „trylematu monetarnego” do warunków po obecnym kryzysie poświęcona jest też praca Kleina i Shambougha [2015]. Autorzy ci stawiają pytanie, czy częściowa kontrola kapitału i ograniczona elastyczność kursu pozwalają na pełną autonomię polityki pieniężnej, co obrazowo określają jako „zaokrąglenie wierzchołków trójkąta niemożliwości”. Ich zdaniem, ostatnie doświadczenia wskazują na znaczenie „polityki środka” (*middle-ground policies*) dla różnych systemów kursowych. Rezultaty przeprowadzonego przez autorów badania potwierdzają podstawowy wniosek „trylematu monetarnego”, czyli dają wsparcie dla krańcowych rozwiązań (*corner solutions*): mocno zafiksowanych kursów i znacznego zakresu kontroli przepływów kapitału. Za swój najważniejszy wkład uznają jednak analizę częściowych i przejściowych rozwiązań w zakresie kontroli kapitału i systemu kursowego. Uzyskane wyniki potwierdzają podstawowe przesłanie koncepcji trylematu: kraje ze stałymi kursami i otwartym rachunkiem kapitałowym mają mniejszą autonomię polityki pieniężnej niż te z płynnym kursem lub z kontrolą kapitału. Trylemat nie wymaga więc, by kraje zajmowały tylko pozycje biegunowe; wyraża on raczej wymienności, przed jakimi stają politycy gospodarczy, szczególnie w odniesieniu do zakresu autonomii monetarnej. Podobnie jak Obstfeld, autorzy stwierdzają, że w gospodarkach wschodzących bardziej elastyczne kursy poszerzają autonomię polityki pieniężnej w większym zakresie niż ma to miejsce w krajach wysoko rozwiniętych. Podobnie przyznają też, że uzyskanie autonomii poprzez pośrednie rozwiązania jest w obecnych warunkach znacznie trudniejsze. Ostrożność w interpretacji uzyskanych rezultatów sugerują szczególnie w odniesieniu do roli, jaką w utrzymaniu autonomii polityki pieniężnej może odegrać kontrola przepływów kapitału. Ich zdaniem, mało jest dowodów, aby wąsko ukierunkowane jej rodzaje znacznie zwiększały autonomię przy stałych kursach. Okresowe wprowadzenie może okazać się skuteczne w zasadzie tylko wtedy, jeśli dotyczyć będzie szerokiej klasy aktywów, co z kolei może oznaczać istotne zaburzenia alokacyjne³⁰.

Jak już wspomniano, jeden z ważnych kierunków badań nad skutkami obecnego kryzysu dotyczy autonomii polityki monetarnej „krajów peryferyjnych” w reakcji na decyzje banku centralnego „kraju centrum” podejmo-

²⁹ Jak jednak przyznaje Obstfeld, wyjaśnienie to nie jest zgodne z badaniami wskazującymi, że tylko kontrola kapitału stosowana na szeroką skalę i przez długi okres zwiększa zakres autonomii polityki pieniężnej.

³⁰ W tej i w innych swoich pracach poświęconych skuteczności kontroli przepływów kapitału, autorzy uwzględniają kryterium długości okresu oraz zakresu ich stosowania i wprowadzają rozróżnienie między „murami” (*walls*) i różnymi rodzajami „bram” (*gates*).

wane w warunkach zerowej granicy stóp procentowych. Han i Wei [2016] zadają w tym kontekście ciekawe pytanie: czy zakres autonomii „kraju peryferyjnego” jest taki sam w przypadku zacieśniania przez „kraj centrum” polityki pieniężnej, jak w przypadku jej luzowania? Przeprowadzona analiza empiryczna prowadzi autorów do wniosku, że „ani dylemat, ani trylemat nie charakteryzuje w pełni wzorców wynikających z danych”. Normą wydaje się być sytuacja pośrednia, którą określają żartobliwie jako „2,5-lemat”. Ważną jego cechą jest stwierdzona asymetria reakcji „krajów peryferyjnych”. Otóż w przypadku braku kontroli przepływów kapitału, elastyczny kurs walutowy pozwala tym krajom zachować pewną autonomię polityki monetarnej, gdy „kraj centrum” zaostreza swoją politykę. Gdy jednak „kraj centrum” poluzowuje politykę, to dominującą reakcją jest „lęk przed aprecjacją”³¹. Lęk ten jest na tyle silny, że „kraje peryferyjne” ulegają mu, nawet jeśli reguła Taylora sugeruje odwrotną zmianę w krajowej polityce pieniężnej. W tym sensie, kurs płynny oferuje asymetryczną lub niepełną izolację od szoków zagranicznej polityki pieniężnej. Z tego punktu widzenia bardziej efektywnym narzędziem jest kontrola przepływów kapitału, która daje krajom peryferyjnym możliwość symetrycznego odizolowania się od tych szoków niezależnie od rodzaju zastosowanego systemu kursowego³².

Również Devereux i Yetman [2013] uznają problem zerowej granicy stóp procentowych za ważny nowy wymiar dyskusji na temat trylematu polityki pieniężnej. W modelu, który konstruują, swobodny międzynarodowy przepływ towarów i kapitału przyczynia się do powstawania w skali globalnej zjawiska pułapki płynności. Ich zdaniem, w takiej sytuacji polityka pieniężna przestaje być skuteczna nawet przy w pełni płynnych kursach, ponieważ szoki, które prowadzą do pułapki płynności są przenoszone przez rynki finansowe do innych krajów. Należy to rozumieć w ten sposób, że w obliczu silnego zewnętrznego szoku, który obniża naturalne stopy procentowe w skali globalnej, skuteczność krajowej polityki pieniężnej trafia na ograniczenie, jeśli stopy procentowe są ze sobą powiązane na zintegrowanych rynkach finansowych. Tak więc inaczej niż w klasycznej postaci „trylematu”, w jego „nowym wymiarze” skuteczność polityki pieniężnej jest ograniczana nie przez chęć oddziaływania na kurs walutowy, lecz przez swobodę przepływu kapitału³³. Skuteczność krajowej polityki pieniężnej może jednak zostać przywrócona poprzez wprowadzenie kontroli przepływów kapitału, która nie dopuszcza do transmisji szoków między krajami. Jej zastosowanie oznacza, że naturalne stopy procentowe będą w poszczególnych krajach różne i tym samym zerowa granica stóp procentowych

³¹ Jak zauważają autorzy, znane dobrze z literatury przedmiotu zjawisko „lęku przed upłynieniem kursu” (*fear of floating*) zazwyczaj przybiera postać „lęku przed aprecjacją” (*fear of appreciation*).

³² Warto nadmienić, że w odróżnieniu od Rey i innych badaczy Han i Wei nie znajdują dowodów na występowanie odrębnych efektów związanych z hipotezą globalnych cykli finansowych.

³³ Jest to więc wyraźnie odmienne położenie akcentu w porównaniu z wcześniej omawianą pracą Hana i Weia [2016], w której autorzy eksponowali ograniczenie polityki pieniężnej po stronie kursu walutowego („obawa przed aprecjacją”).

nie będzie już zjawiskiem globalnym. Autorzy próbują też określić, na czym w takich warunkach polega optymalny sposób prowadzenia dyskrecjonalnej polityki pieniężnej. Co prawda przy zastosowaniu kontroli przepływów kapitału taka optymalna polityka pozwala uniknąć pułapki płynności, ale nie jest ona pożądanym rozwiązaniem w kategoriach dobrobytu.

Niektóre inne kierunki budowy modeli

Trudno jest jednoznacznie określić, czy nowe prace teoretyczne poprzedzały i uzasadniały wprowadzenie kontroli przepływów kapitału, czy raczej były reakcją na pragmatyczne, *ad hoc* podejmowane działania rządu i szukaniem dla nich uzasadnienia *ex post*. Chociaż więcej przemawia za tym drugim przypadkiem, to i tak znaczący postęp w badaniach teoretycznych nastąpił dopiero w ostatnich kilku latach. Pisząc na początku obecnej dekady, Jeanne [2012] zauważa, że „do niedawna literatura teoretyczna miała niewiele do powiedzenia na ten temat. Ostatnio pojawiło się jednak kilka artykułów, w których podjęto rygorystyczną, opartą na ekonomii dobrobytu, analizę korzyści i kosztów restrykcyjnej kontroli przepływu kapitału”. Omawiając kilka z nich, Jeanne zwraca uwagę, że stanowią one próbę rozszerzenia modeli wykorzystywanych w innych obszarach o pewien dodatkowy aspekt odnoszący się do międzynarodowych przepływów kapitału.

W przypadku dwu pierwszych omawianych kierunków badań nie ma wątpliwości, że rozwinęły się one w reakcji na rzeczywiste procesy gospodarcze. Jeanne wprowadza w związku z tym rozróżnienie między polityką „lekkiego dotknięcia” (*soft touch*), odzwierciedlającą doświadczenia Brazylii a polityką „ciężkiej ręki” (*heavy hand*) odnoszącą się do przypadku Chin. Teoretyczne uzasadnienie dla pierwszego rodzaju polityki można, jego zdaniem, szukać w tzw. nowej ekonomii dobrobytu ostrożnościowego aspektu kontroli kapitału (*new welfare economics of prudential capital controls*). W tym przypadku chodzi o rozszerzenie na międzynarodowe przepływy kapitału analizy tradycyjnie odnoszącej się do gospodarki zamkniętej, w której polityka makroostrożnościowa jest ukierunkowana na ograniczenie cyklicznych wahań kredytu i cen aktywów. Autor przedstawia też „stylizowaną teoretyczną interpretację” zastosowanej w Chinach polityki „ciężkiej ręki”³⁴. W analizowanym „prostym przypadku” władze dysponujące pełną kontrolą nad rachunkiem kapitałowym mogą utrzymywać niedoszacowany realny kurs walutowy i wpływać na strumienie handlu w taki sam sposób, jak przy wykorzystaniu ceł i subsydiów. Tak więc w tym drugim przypadku inspiracja pochodzi w pewnym stopniu z teorii handlu międzynarodowego. Jeanne odnotowuje też początki badań

³⁴ Jak pisze autor, tę „interpretację” poddaje formalizacji w innej swojej pracy.

teoretycznych próbujących ocenić korzyści i koszty współpracy międzynarodowej w zakresie kontroli przepływów kapitałowych³⁵.

W swojej późniejszej pracy Jeanne [2016] buduje model, w którym próbuje uchwycić inny ważny, a stosunkowo słabo jeszcze rozpoznany problem, jakim jest związek między rezerwami walutowymi a kontrolą przepływów kapitału. Jego zdaniem, jest to problem szczególnie ważny dla gospodarek wschodzących, ponieważ „w rzeczywistym świecie ich rządy polegają znacznie bardziej na rezerwach międzynarodowych niż na kontroli jako głównym narzędziu zarządzania przepływami kapitału”³⁶. W tym modelu, w którym ryzyko dla danego kraju wynika z określonych operacji prowadzonych przez banki globalne (takich, jak nagła wyprzedaż przez nie aktywów), optymalne zarządzanie rezerwami wymaga interwencji państwa, ponieważ bodźce prywatne nie zapewniają sytuacji korzystnej ze społecznego punktu widzenia. Obiecującą zaletą modelu wydaje się być to, że jest on spójny z kilkoma istotnymi regularnościami empirycznymi („stylizowanymi faktami”) odnoszącymi się do międzynarodowych przepływów kapitału, w tym z kształtowaniem się przepływów brutto.

Teoretyczne argumenty na rzecz wykorzystania kontroli przepływów kapitału jako części szerszego pakietu działań państwa analizują też Benigno i in. [2016]. W ich pracy ważne staje się rozróżnienie między interwencją państwa mającą zapobiec wybuchowi kryzysu a działaniami zmierzającymi do ograniczenia jego skutków³⁷. Ich zdaniem, obecny kryzys światowy spowodował nawrót zainteresowania staromodnymi, jak to określają, rodzajami polityki państwa, do których zaliczają kontrolę przepływów kapitału i z którymi „zaczęto eksperymentować w kilku dużych gospodarkach wschodzących”. W tym kontekście ważne staje się określenie, jak w odniesieniu do każdego z wyróżnionych aspektów kryzysu wygląda efektywność kontroli przepływów kapitału zarówno w porównaniu z innymi dostępnymi narzędziami, jak i w powiązaniu z nimi. W ich modelu, który mieści się w kierunku badań akcentującym rolę pieniężnych efektów zewnętrznych (*pecuniary externalities*) w kryzysach finansowych³⁸, rząd może wykorzystać obok kontroli przepływów kapitału także narzędzia polityki kursowej. Autorzy pokazują, że jeśli w takich ramach teoretycznych zastosowana *ex post* polityka obrony kursu walutowego jest w stanie przewyciężyć kryzys przy niskich kosztach, to nie ma potrzeby interwencji *ex ante* poprzez kontrolę przepływów kapitału. Jeśli jednak polityka kursowa prowadzona w czasie kryzysu jest kosztowna, to optymalnym

³⁵ Jeanne zwraca uwagę na zaskakujący kontrast, jaki w tym względzie istnieje w stosunku do szeroko rozwiniętych badań nad korzyściami współpracy w zakresie wymiany handlowej.

³⁶ Na to zagadnienie zwracał wcześniej uwagę Rodrik [2006].

³⁷ Te dwa rodzaje działań autorzy określają jako podejmowane *ex ante* (w czasach normalnych) oraz podejmowane *ex post* (w czasach kryzysu).

³⁸ Polega on na tym, że „poszczególne podmioty nie internalizują zagregowanego wpływu swoich decyzji w zakresie zaciągania kredytu na relatywną cenę dóbr nieuczestniczących w wymianie handlowej, która to cena determinuje wartość koniecznego zabezpieczenia (*collateral*).

rozwiązaniem staje się zastosowanie „w czasach normalnych” polityki kontroli kapitału w celu ograniczenia prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu oraz powiązania jej „w czasach kryzysu” z polityką kursową, dzięki czemu jego przebieg będzie mniej dotkliwy.

Inny kierunek badań teoretycznych dotyczy możliwości wykorzystania kontroli przepływów kapitału w oddziaływaniu na *terms of trade*. Costinot i in. [2011] szukają na przykład analogii między argumentami za stosowaniem optymalnych cel w handlu międzynarodowym a szukaniem podobnych rozwiązań w zakresie przepływów kapitału. W kategoriach najbardziej ogólnych, traktują podjętą przez siebie analizę jako punkt wyjścia do przyszłych dużo szerszych badań szukających odpowiedzi na pytanie, czy porozumienia w sprawie wolnego handlu mogą być substytutem porozumień w zakresie kontroli przepływów kapitału. Skonstruowany przez nich model odnosi się natomiast do dużo węższego problemu. Autorów interesują skutki zastosowania przez dany kraj jednostronnego opodatkowania przepływów kapitału w zależności od reakcji partnerów handlowych, przy czym narzędzie to jest traktowane jako „forma międzyokresowej polityki handlowej”³⁹. Wyprowadzone z analizy wnioski dla polityki ekonomicznej sugerują, że optymalnym rozwiązaniem dla danego kraju jest opodatkowanie napływu kapitału (lub subsydiowanie odpływu kapitału), jeśli jego tempo wzrostu jest wyższe niż za granicą i odwrotnie, gdy tempo to jest wolniejsze. Autorzy analizują też przypadek, gdy w reakcji na wprowadzone jednostronnie restrykcje dochodzi do „wojny kapitałowej” (*capital war*).

Kierunek badań prowadzonych przez Costinota i in. jest rozwijany m.in. przez Heathcote’a i Perri’ego [2016]. Wykorzystanie modelu międzynarodowego cyklu koniunkturalnego pozwala im jednak poszerzyć zakres prowadzonej analizy. Również w przypadku tego modelu, jeśli kraj wprowadza kontrolę przepływów kapitału jednostronnie, to poprzez zmiany w dynamice stóp procentowych równowagi i w *terms of trade* może mu to przynieść korzyści kosztem partnera handlowego. Natomiast jeśli obydwa kraje równocześnie nałożą kontrolę kapitału, to efekty w zakresie dobrobytu stają się niejednoznaczne. Co interesujące, model pozwala zidentyfikować też realistyczne przypadki, w których kontrola przepływów kapitału lepiej zabezpiecza *terms of trade* krajów przed specyficznymi szokami i tym samym zwiększa ich łączny dobrobyt.

Uwagi końcowe

W ostatnich latach nastąpiła bez wątpienia bardzo silna intensyfikacja badań teoretycznych nad przyczynami i skutkami wprowadzenia narzędzi kontroli międzynarodowych przepływów kapitału. Biorąc pod uwagę wie-

³⁹ Ponieważ akcent jest położony na optymalizację międzyokresową, to kluczowe znaczenie w zakresie oddziaływania na ceny względne przypada w modelu stopom procentowym a nie kursowi walutowemu.

łość uwzględnianych aspektów i wykorzystywanych modeli, można by przyjąć optymistycznie, że jest to zgodne z ogólnie akceptowanym, czy nawet pożądanym sposobem uprawiania ekonomii. Jak ujmuje to bowiem Rodrik [2016], ekonomia to pewien zbiór, pewna „biblioteka” modeli, których przydatność zależy od specyficznego kontekstu, do którego się odnoszą. Wydaje się jednak, że taka ogólna opinia byłaby zbyt optymistyczna w odniesieniu do problematyki poruszonej w tym artykule. Z przeprowadzonej w nim analizy najnowszych dociekań teoretycznych nad korzyściami i kosztami kontroli przepływów kapitału płynie bowiem ogólny wniosek, że nadal ważność zachowuje krytyczna ocena stanu badań sformułowana przed kilku laty przez Maguda i in. [2011]. Autorzy ci wskazali przede wszystkim na brak jednolitych ram teoretycznych pozwalających analizować makroekonomiczne konsekwencje kontroli kapitału i tym samym na trudności w sformułowaniu kryteriów pozwalających rozstrzygnąć, kiedy można mówić o sukcesie tego typu polityki. Większość autorów jest zresztą świadoma ograniczoności własnych ustaleń teoretycznych. Co jednak istotne, występuje wśród nich dosyć duża zgodność co do potrzebnych kierunków dalszych badań.

Z perspektywy krajów na średnim poziomie rozwoju za szczególnie ważne należy uznać badania próbujące powiązać problematykę kosztów i korzyści kontroli przepływów kapitału z zagadnieniem zmian strukturalnych i reform gospodarczych. Inspiracją dla poszukiwania bardziej ogólnych ram analitycznych tych powiązań jest nadal słabe zrozumienie międzynarodowych uwarunkowań rozwoju gospodarczego. Nie w pełni wyjaśniona pozostaje tzw. zagadka Lucasa dotycząca tego, że wbrew dominującemu stanowisku teoretycznemu, kapitał przepływa głównie z krajów słabiej do bardziej rozwiniętych, a nie odwrotnie. W jednym z najciekawszych nowych kierunków badań próbujących wyjaśnić tę zagadkę mieści się model Buery i Shina [2017]. Co dodatkowo istotne, model ten mógłby prawdopodobnie rzucić interesujące światło na pewne słabo rozpoznane cechy polskiego modelu rozwoju. Ta potencjalna przydatność wynika przede wszystkim z przyjętego w modelu mechanizmu, który ma pomóc wyjaśnić, dlaczego kapitał nie płynie do krajów o szybko rosnącej łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) lub – ujmując to trochę inaczej – do krajów o szybko rosnących dochodach *per capita*. Mechanizm ten polega na równoległych zmianach dynamiki TFP i przepływów kapitału w reakcji na reformy gospodarcze zmierzające do usunięcia czynników zakłócających optymalną alokację zasobów i do usprawnienia działania krajowych instytucji finansowych. Dzięki uwzględnieniu różnych grup podmiotów, model pozwala badać, w jakim stopniu, w zależności od przyjętych założeń⁴⁰, jego mechanizm odwzorowuje dynamikę oszczędności i inwestycji w krajach, w których doszło do tzw. akceleracji wzrostu w reakcji na przeprowadzone reformy (Chile, Chiny, Indie, Korea Płd.). Ponieważ również Polska

⁴⁰ Dotyczą one m.in. motywów oszczędzania, roli samofinansowania w działalności inwestycyjnej oraz szybkości i zakresu przeprowadzanych reform.

zaliczana jest do przypadków trwałej akceleracji wzrostu w wyniku reform początku transformacji, a związki między oszczędnościami, inwestycjami i równowagą zewnętrzną są ciągle słabo rozpoznane, kierunek badań zapoczątkowany przez Buereę i Shina należy uznać za warty rozwinięcia.

Bibliografia

- Adler G., Djigbenou M.L., Sosa S. [2014], Global financial shocks and gross capital flows in Latin America, w: *Latin America. New challenges to growth and stability*, red. D. Iakova, L.M. Cubeddu, G. Adler, S. Sosa, IMF, Washington.
- Alberola E., Erce A., Serena H.M. [2015], *International reserves and gross capital flow dynamics*, BIS Working Paper no. 512.
- Avdjiev S., McCauley R.N., Shin H.S. [2016], Breaking free of the triple coincidence in international finance, *Economic Policy*, no. 2.
- Benigno G., Chen H., Otrok C., Rebucci A., Young E.R. [2016], *Optimal capital controls and exchange rate policies: a pecuniary externality perspective*, NBER Working Paper no. 22224.
- Blanchard O. [2016], *Currency wars, coordination, and capital controls*, NBER Working Paper no. 22388.
- Blanchard O., Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M. [2016], Capital flows: expansionary or contractionary?, *American Economic Review*, no. 5.
- Buera F.J., Shin Y. [2017], Productivity growth and capital flows: the dynamics of reforms, *American Economic Journal: Macroeconomics*, no. 3.
- Canuto O., Lin J.Y. [2011], Introduction, w: *The great recession and developing countries. Economic impact and growth prospects*, red. M.K. Nabli, The World Bank, Washington.
- Carstens A. [2016], Capital inflows, exchange rate management, and capital controls, w: *Progress and confusion. The state of macroeconomic policy*, red. O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff, L.H. Summers, MIT Press, Cambridge.
- Claessens S., Kose M.H. [2013], *Financial crises: explanations, types, and implications*, IMF Working Paper no. WP/13/28.
- Costinot A., Lorenzoni G., Werning I. [2011], *A theory of capital controls as dynamic terms-of-trade manipulation*, NBER Working Paper no. 17680.
- De Gregorio J. [2014], Capital flows and capital account management, w: *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*, red. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, J. Stiglitz, MIT Press, Cambridge.
- Devereux M.B., Yetman J. [2013], *Capital controls, global liquidity traps and the international policy trilemma*, NBER Working Paper no. 19091.
- Devereux M.B., Young E.R., Yu C. [2015], *A new dilemma: capital controls and monetary policy in sudden stop economies*, NBER Working Paper no. 21791.
- Ffrench-Davis R., Griffith-Jones S. [2014], Taming capital account shocks: managing booms and busts, w: *The Oxford handbook of Latin American economics*, red. J.A. Ocampo, J. Ros, Oxford University Press, Oxford.
- Ghosh A.R., Quereshi M.S. [2016], *What's in a name? That we call capital controls*, IMF Working Paper no. WP/16/25.

- Gromiec Z., Kuziemska K., Tchorek G. [2012], *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000–2011*, Instytut Ekonomiczny NBP, <https://www.nbp.pl/publikacje/przeplywy/przeplywy.pdf> (31.01.2017).
- Han X., Wei S.-J. [2016], *International transmission of monetary shocks: between a trilemma and a dilemma*, NBER Working Paper no. 22812.
- Heathcote J., Perri F. [2016], *On the desirability of capital controls*, NBER Working Paper no. 21898.
- Igan D., Kutan A.M., Mirzaei A. [2016], *Real effects of capital inflows in emerging markets*, IMF Working Paper no. WP/16/235.
- IMF [2016], Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets, *World Economic Outlook*, April, ch. 2, Washington.
- Jeanne O. [2012], Capital flow management, *American Economic Review*, vol. 102, no. 3.
- Jeanne O. [2016], The macroprudential role of international reserves, *American Economic Review*, vol. 106, no. 5.
- Klein M.W., Shambaugh J.C. [2015], Rounding the corners of the policy trilemma: sources of monetary policy autonomy, *American Economic Journal: Macroeconomics*, no. 4.
- Koo R.C. [2015], *The escape from balance sheet recession and the QE trap*, Wiley, Singapore.
- Magud N.E., Reinhart C.M., Rogoff K.S. [2011], *Capital controls: myth and reality – a portfolio balance approach*, NBER Working Paper no. 16805.
- Mohan R. [2012], Capital-account management: key issues, w: *In the wake of the crisis*, red. O. Blanchard i in., The MIT Press, Cambridge.
- Nabli M.K. [2011], Synthesis: growth after the global recession in developing countries, w: *The great recession and developing countries. Economic impact and growth prospects*, red. M.K. Nabli, The World Bank, Washington.
- Obstfeld M. [2015], *Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalisation*, BIS Working Paper no. 480.
- Obstfeld M. [2016], Floating exchange rates, self-oriented policies, and limits to economic integration, w: *Progress and confusion. The state of macroeconomic policy*, red. O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff, L.H. Summers, MIT Press, Cambridge.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A. [2011], Managing capital inflows: what tools to use?, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/06.
- Pereira da Silva L.A. [2013], Global dimensions of unconventional monetary policy – an EME perspective, w: *Global dimensions of unconventional monetary policy*, A Symposium Sponsored by the The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 22–24.
- Pereira da Silva L.A. [2016], Some lessons of the global financial crisis from the EME and a Brazilian perspective, w: *Progress and confusion. The state of macroeconomic policy*, red. O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff, L.H. Summers, MIT Press, Cambridge.
- Rey H. [2013], Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence, w: *Global dimensions of unconventional monetary policy*, A Symposium Sponsored by the The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 22–24.
- Rey H. [2014], Capital account management, w: *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*, red. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, J. Stiglitz, MIT Press, Cambridge.

- Rodrik D. [2006], The social cost of foreign exchange reserves, *International Economic Journal*, vol. 20, no. 3.
- Rodrik D. [2011], *The globalization paradox. Why global markets, states, and democracy can't exist*, Oxford University Press, Oxford.
- Rodrik D. [2016], *Economics rules. Why economics works, when it fails, and how to tell the difference*, Oxford University Press, Oxford.
- Subbarao D. [2014], Capital account management: toward a new consensus?, w: *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*, red. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, J. Stiglitz, MIT Press, Cambridge.
- Turner A. [2016], *Between debt and the devil. Money, credit, and fixing global finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Wojtyna A. (red.) [2011], *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa.
- Wolf M. [2008], *Fixing global finance*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

A NEW STAGE IN THE DEBATE ON THE EFFECTS OF CAPITAL CONTROLS

Abstract

Arguments for and against capital controls have long attracted attention not only of economists but also of politicians, being part of a broader debate about the optimal scope of the state in economic processes. It is understandable that this controversy has become even more difficult to settle at a time of financial and economic crisis that first adversely affected developed economies countries and later spread to other groups of countries. The aim of this article is to show whether and to what extent a frequent policy recommendation for emerging market economies to adopt specific capital control measures is well grounded in theoretical research. Two largely complementary lines of recent research are surveyed. On the one hand, the survey covers those theoretical contributions that depart from the monetary policy “trilemma” approach and try to incorporate some new aspects that affect the costs and benefits of capital controls. On the other hand, the article discusses those new theoretical advances that focus on the efficiency of capital controls relative to alternative policy tools. The survey emphasizes those lines of theoretical research that help better understand the changing role of middle-income countries in the world economy. One can draw a general conclusion that, in spite of considerable progress in research, a broad theoretical framework is still missing that could make it possible to assess the macroeconomic consequences of capital control policies and offer clear criteria of their success. From the middle-income countries’ perspective, a recent research effort aimed at shedding new light on linkages between capital controls, structural change and economic reform seems to be particularly promising.

Keywords: capital flows, capital controls, economic policy, financial and economic crisis

JEL classification codes: F32, F34, F37, F38, F43, F44
