

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/I/2018/36066205952197892

**KONTROLA TOKOV KAPITÁLU AKO NÁSTROJ PROTI-
CYKLICKEJ HOSPODÁRSKEJ POLITIKY**

Diplomová práca

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/I/2018/36066205952197892

**KONTROLA TOKOV KAPITÁLU AKO NÁSTROJ PROTI-
CYKLICKEJ HOSPODÁRSKEJ POLITIKY**

Diplomová práca

Študijný program: Bankovníctvo
Študijný odbor: Financie, bankovníctvo a investovanie
Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií NHF
Vedúci záverečnej práce: Ing. Mária Širáňová, M.A., PhD.

Bratislava 2018

Bc. Michaela Dalimanová

Podakovanie

V prvom rade by som sa chcela touto cestou poďakovať vedúcej diplomovej práce Ing. Márii Širáňovej, M.A., PhD. za odborné vedenie, pomoc, cenné rady a pripomienky pri jej vypracovaní. Špeciálna vďaka patrí mojej rodine a priateľom za podporu a trpezlivosť v priebehu celého štúdia.

ABSTRAKT

DALIMANOVÁ, Michaela: *Kontrola tokov kapitálu ako nástroj proti-cyklickej hospodárskej politiky*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Mária Širáňová M.A., PhD.. – Bratislava: NHF EU, 2018, 72 s.

Diplomová práca sa venuje problematike kapitálových kontrol ako nástroja proti-cyklickej hospodárskej politiky. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Prvá kapitola sa venuje teoretickým východiskám práce, konkrétne hospodárskej politike, problematike mobility kapitálu a v neposlednom rade kapitálovým kontrolám. V druhej kapitole sme sa zamerali na stanovenie cieľa diplomovej práce. Ako hlavný cieľ sme si stanovili vymedzenie kapitálových kontrol a následné zhodnotenie ich aplikácie nami vybrané krajiny. Druhá kapitola sa taktiež venuje metodike práce a metódam skúmania. V predposlednej kapitole charakterizujeme kapitálové kontroly, ktoré zaviedol Island, Cyprus a Brazília. Súčasťou našej práce je aj diskusia, v ktorej porovnávame nielen situácie, v ktorých sa krajiny nachádzali pred zavedením kontrol, ale aj samotnú aplikáciu týchto kontrol a ich úspešnosť.

Kľúčové slová:

Kapitálové kontroly, kríza, Island, Cyprus, Brazília, hospodárska politika

ABSTRACT

DALIMANOVÁ, Michaela: *Capital controls as a tool of counter-cyclical economic policy*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Advisor: Ing. Mária Širáňová M.A. PhD. – Bratislava: NHF EU, 2018, 72 p.

The diploma thesis deals with the issue of capital controls as an instrument of counter-cyclical economic policy. The thesis is divided into four chapters. The first chapter deals with the theoretical starting points of work, namely economic policy, issues of capital mobility and, last but not least, capital controls. Next chapter is devoted to defining the aim of the thesis. As the main objective we have identified the definition of capital controls and the subsequent analysis of their applications by selected countries. The second chapter also deals with the methodology of work and methods of research. In the next chapter, we characterize the capital controls implemented by Iceland, Cyprus and Brazil. The conclusion of our work is included in the Discussion part in which we compare the conditions in which the analysed countries were before the introduction of controls, and we also describe actual application of these controls and their success.

Key words:

Capital controls, crisis, Iceland, Cyprus, Brazil, economic policy

OBSAH

ÚVOD.....	7
1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ.....	9
1.1 Hospodárska politika.....	9
1.1.1 Nástroje hospodárskej politiky	9
1.1.2 Stabilizačná politika.....	11
1.1.3 Vonkajšia hospodárska politika	12
1.2 Medzinárodného pohybu kapitálu.....	15
1.2.1 Výhody a nevýhody mobility kapitálu.....	17
1.3 Kapitálové kontroly.....	18
1.3.1 Typy kapitálových kontrol.....	19
1.3.2 Dôvody zavedenia kapitálových kontrol	24
1.3.3 Zavádzanie kapitálových kontrol.....	30
1.3.4 Kapitálové kontroly a stabilizačná politika	34
1.3.5 Výhody a nevýhody kapitálových kontrol.....	37
2 CIEĽ PRÁCE, METODIKA A METÓDY SKÚMANIA.....	39
3 VÝSLEDKY PRÁCE	41
3.1 Island.....	41
3.1.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol	41
3.1.2 Aplikácia kapitálových kontrol	44
3.2 Brazília	47
3.2.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol.....	47
3.2.2 Aplikácia kapitálových kontrol.....	48
3.3 Cyprus	51
3.3.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol.....	52
3.3.2 Aplikácia kapitálových kontrol.....	54
4 DISKUSIA.....	60
ZÁVER	64
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	66

ÚVOD

Kapitálové kontroly počas svojej dlhej histórie boli považované za účinný nástroj riadenia medzinárodných kapitálových tokov, hlavne v čase krízy. Tento názor zastávali hlavne Keynesovci. Neoliberalisti naopak považovali kapitálové kontroly za zlyhávajúci nástroj, ktorý bráni efektívnej alokácii zdrojov. Kapitálové kontroly sú vo všeobecnosti charakterizované ako každé obmedzenie transakcií kapitálového účtu. Môžu mať rôznu podobu a takisto môžu byť použité na rôzne účely.

Globálna hospodárska kríza, ktorá sa naplno prejavila v roku 2008 opäť otvorila problematiku kapitálových kontrol, obzvlášť v spojitosti s rozvíjajúcimi sa ekonomikami. Práve tieto ekonomiky čelili nadmernému prílevu kapitálu a ich následný rýchly odliv spôsobil týmto krajinám značné problémy. Avšak rozvíjajúce sa ekonomiky neboli jediné, ktoré museli siahnuť po kapitálových kontrolách. Jednou z takýchto krajín bol aj Island či Cyprus.

Každá krajina, ktorá zavedie kontroly tokov kapitálu má na to iné dôvody. Jeden z hlavných dôvodov, prečo sa predstavitelia jednotlivých štátov rozhodnú pre kapitálové kontroly, je ochrana finančnej stability.

Hlavný prínos našej práce bude zhodnotenie implementácie kapitálových kontrol vo vybraných krajinách, čo v budúcnosti môže pomôcť tvorcom politiky pri zavádzaní kontrol tokov kapitálu, nielen ako reakcia na už vzniknuté hospodárske problémy, ale môžu byť zavedené aj vo forme preventívnych opatrení, ako tomu bolo v prípade Brazílie, a tým sa vyhnúť turbulenciám ako tomu bolo v prípade vypuknutia finančnej krízy v roku 2008.

Naša diplomová práca je rozdelená na štyri kapitoly. Prvá kapitola sa venuje primárne charakteristike nástrojov hospodárskej politiky, medzinárodnému pohybu kapitálu a hlavný dôraz kladieme na teoretické vymedzenie kapitálových kontrol. V rámci charakteristiky kapitálových kontrol sa zaoberáme aj ich typológiou, dôvodmi ich zavedenia a nakoniec aj výhodami a nevýhodami, ktoré so sebou kontrola tokov kapitálu prináša.

Druhá kapitola sa sústreďuje na vytýčenie hlavného cieľa práce ako aj parciálnych cieľov. Za hlavný cieľ sme si stanovili objasniť problematiku kapitálových kontrol a zhodnotiť ich aplikáciu na vybrané krajiny. V tejto kapitole sa budeme venovať aj metodike práce a metódam skúmania, ktoré sme použili pri vypracovaní diplomovej práce.

V tretej kapitole s názvom Výsledky práce sa venujeme už konkrétne krajinám, ktoré zaviedli kapitálové kontroly ako reakciu na hospodársku krízu. Najprv si ozrejníme, v akej situácii sa daná krajina nachádzala pred zavedením kontrol a následne už priamo dôvodom zavedenia kapitálových kontrol, v akej podobe boli zavedené a aký mali efekt na ekonomiku. Využitie kontrol kapitálu v praxi si znázorníme na troch vybraných krajinách teda Cyprus, Island a Brazília.

Komparáciou kapitálových kontrol v jednotlivých oblastiach sa zaoberáme v diskusii tejto práce, konkrétne sa zameriavame na vykonávané hospodárske politiky a stav finančného sektora pred zavedením kontrol tokov kapitálu. Následne sa budeme venovať porovnaniu dôvodov zavedenia, typov kapitálových kontrol a v neposlednom rade zhodnotíme, či boli kapitálové kontroly úspešné.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Hospodárska politika

Hospodárska politika sa zaoberá činnosťou jednotlivca, spoločnosti a štátu, súvisiacou s tvorbou a spotrebou hospodárskych statkov, čiže tovarov a služieb. Hospodárska politika skúma ekonomické správanie sa subjektov trhovej ekonomiky, snaží sa pochopiť a vysvetliť ekonomické dianie.

Za tradičné ciele hospodárskej politiky sa považujú:

- Ekonomický rast – zvyšovanie výstupu v danom ekonomickom systéme,
- Cenová stabilita – zabraňovanie neočakávaným šokom, udržiavanie neinflačného prostredia,
- Vysoká zamestnanosť – snaha o dosiahnutie prirodzenej miery nezamestnanosti,
- Vonkajšia rovnováha – stabilita zahranično-obchodných vzťahov s dôrazom na stabilný výmenný kurz a vyrovnanú platobnú bilanciu.

1.1.1 *Nástroje hospodárskej politiky*

Za nástroje hospodárskej politiky považujeme tie premenné, pomocou ktorých nositeľ hospodárskej politiky realizuje vytýčené ciele. Nástroje hospodárskej politiky môžeme klasifikovať z rôznych hľadísk, avšak základným a najdôležitejším kritériom je skutočnosť, ako daný nástroj vplyva na ekonomiku. Z tohto pohľadu rozlišujeme bežné nástroje (kvantitatívne) a systémové nástroje (kvalitatívne).

Pod systémovotvorné nástroje zaraďujeme napríklad reguláciu alebo liberalizáciu cien, reformu daňového systému, riadenie či liberalizáciu zahraničnoobchodných vzťahov, reguláciu miezd, devalváciu alebo revalváciu meny a pod. Spomenuté kvalitatívne nástroje menia hlavné prvky ekonomického systému, metódu koordinácie hospodárskych aktivít, či motiváciu jednania subjektov. K bežným nástrojom patrí zmena úrokových sadzieb, výšky taríf, devízového kurzu a pod. Ich efekt vieme pomerne presne odhadnúť a na základe toho vyhotoviť prognózu predpokladaného hospodársko-politického vývoja. Pri systémových nástrojoch sú zásahy do koordinácie hospodárskeho systému tak komplikované, že ich kvantifikácia alebo prognóza je len veľmi ťažko možná (Vincúr, 2007).

„Existuje pomerne široký register nástrojov hospodárskej politiky, v každom prípade širší ako počet cieľov. K najčastejšie používaným patria nástroje fiškálnej politiky (zdanenie a vládne výdavky), nástroje menovej politiky (regulácia peňazí, úverov a bankovej sústavy), nástroje dôchodkovej politiky (regulácia cien a miezd) a nástroje zahranično-ekonomickej politiky (clá, kvóty a menový kurz) (Lukáčik a kol., 2013).“

Podľa Spišákovej a kol. (2013) na realizáciu hospodárskej politiky štát v zmiešanom hospodárstve využíva nástroje jej jednotlivých druhov.

Zahŕňame sem:

- *Nástroje monetárnej (peňažnej) politiky* delíme na priame a nepriame. Priame alebo administratívne nástroje vystupujú v podobe regulácie investičnej a úverovej činnosti banky. Povinné minimálne rezervy, diskontná sadzba, operácie na voľnom trhu a intervencie na devízových trhoch patria k nepriamym nástrojom monetárnej politiky.
- *Nástroje fiškálnej (rozpočtovej) politiky* sú prepojené so štátnym rozpočtom a s činnosťou štátu. Rozlišujeme dva typy nástrojov fiškálnej politiky. Jedná sa o automaticky zabudované stabilizátory, ktoré môžu mať podobu progresívneho zdanenia, subvencií, poistení v nezamestnanosti a pod. Druhým typom sú zámerné opatrenia, ktoré sú charakterizované ako jednorazové štátne zásahy, napríklad zmena daňovej sadzby.
- *Nástroje dôchodkovej politiky* sa využívajú na zmiernenie nerovností medzi jednotlivými sociálnymi vrstvami v krajine, a to prostredníctvom stimulácie agregátneho dopytu či stabilizácie cenovej hladiny. Realizuje sa zvyčajne prostredníctvom regulácie cien, podpory verejnej dopravy, bezplatného zdravotníctva a školstva alebo regulovaného nájomného. Za hlavný nástroj dôchodkovej politiky sa považuje minimálna mzda.
- *Nástroje zahraničnoobchodnej politiky* sa vyskytujú v podobe vývozných a dovozných kvót, ciel, subvencií, vývozných dotácií, mimocolných bariér, neviditeľných prekážok dovozu alebo intervencií na devízových trhoch.

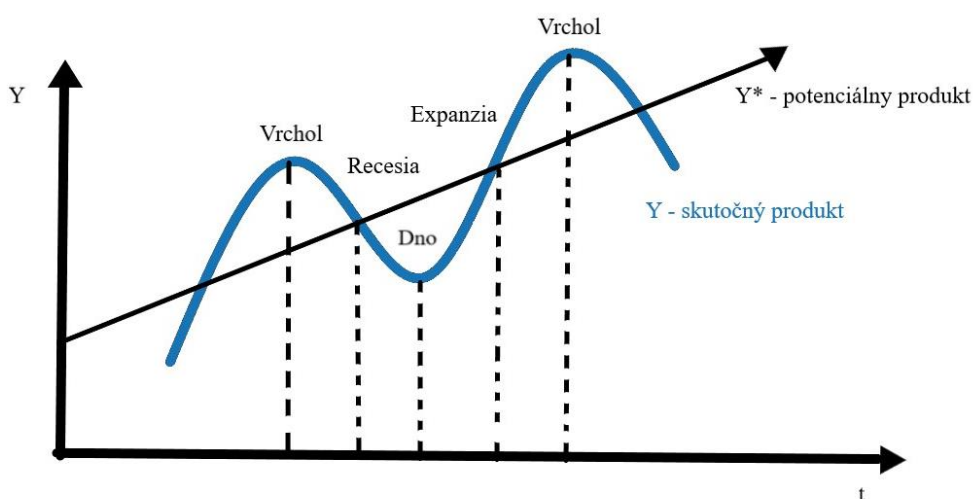
1.1.2 Stabilizačná politika

K podstatným nástrojom stabilizácie ekonomiky patrí stabilizačná alebo proticyklická politika, ktorá je časťou hospodárskej politiky. Stabilizačná politika sa vo vysokej miere začala používať v 50. a 60. rokoch dvadsiateho storočia, hlavne vo vyspelých krajinách.

Reprezentantmi stabilizačnej politiky sú inštitúcie hospodárskej politiky, vláda a osobitné postavenie má aj centrálna banka štátu. Stabilizačná politika plní významnú úlohu hlavne počas recesie ekonomiky, kedy sa snaží zamedziť nepriaznivým vplyvom cyklickosti na hospodárstvo. Existujú dva základné prístupy ako zabrániť tejto cyklickosti. Prvý prístup využíva štátne zásahy, ktoré realizuje pomocou rozpočtovej politiky. Druhý prístup je charakteristický použitím nástrojov centrálnej banky a štátu na zmiernenie cyklickosti ekonomiky (Lukáčik, 2013).

„Ekonomický cyklus predstavuje pravidelné striedanie vzostupných a zostupných fáz vývoja ekonomiky. Inak povedané, ide o kolísanie skutočného produktu okolo potenciálneho, tzn. skutočný produkt môže byť na úrovni potenciálneho produktu, môže byť nad alebo pod ním (Spišáková, 2013).“

Graf č. 1 : Hospodársky cyklus



Zdroj: Spracované podľa Spišáková (2013)

Hospodársky cyklus tvoria štyri fázy, ktoré sú znázornené na Grafe č.1. Základnými fázami sú recesia a expanzia. Ohraničujúcimi fázami sú dno a vrchol. Tieto

fázy sa inak nazývajú aj body zvratu. Je dôležité poznamenať, že dĺžka ekonomického cyklu, intenzita nárastu či poklesu nie je vždy rovnaká.

„Ekonomický cyklus môže byť vyvolaný náhodnými jednorazovými poruchami, šokmi alebo sústavnými zmenami. Cyklus môže vzniknúť aj v dôsledku pôsobenia endogénnych faktorov, exogénnych faktorov pôsobiacich mimo ekonomiky alebo ich vzájomnou kombináciou (Spišáková a kol., 2013, s.118).“

Štát na realizáciu cieľov stabilizačnej politiky využíva prostriedky ostatných parciálnych politík, konkrétne automatické stabilizátory a zámerné opatrenia fiškálnej politiky, priame a nepriame nástroje monetárnej politiky, uplatňujú sa aj nástroje dôchodkovej politiky vo forme protiinflačnej politiky a taktiež zahraničnoobchodnej politiky, ktoré zabezpečujú vyvážené zahraničné vzťahy (Vincúr, 2007).

Nástroje stabilizačnej proti-cyklickej politiky v prípade zmiernenia cyklického vývoja v jednotlivých fázach hospodárskeho cyklu pôsobia presne opačne. V čase expanzie sa uplatňujú inštrumenty, ktoré spomalia ekonomický rast, a tak zabránia prehriatiu ekonomiky. Štát na to využíva reštriktívnu fiškálnu a monetárnu politiku. Naopak, expanzívnu hospodársku politiku využíva v časoch recesie na oživenie ekonomiky.

„Výsledkom pôsobenia stabilizačnej proti-cyklickej politiky môže byť stabilná, indiferentná alebo labilná rovnováha. Stabilná rovnováha je taký stav, v ktorom sú vnútorné sily schopné zmierňovať jej vonkajšie narušenie a zabezpečiť opätovné nastolenie rovnováhy. Indiferentná rovnováha predstavuje taký stav v ekonomike, keď jej chýbajú vnútorné sily na opätovné obnovenie rovnováhy, tzn. Pôvodná rovnováha sa po narušení už neobnoví. Posledným typom vzniknutej rovnováhy, ako dôsledku pôsobenia stabilizačnej politiky, je labilná rovnováha. Labilná rovnováha nemá vlastné sily na opätovné nastolenie rovnováhy. Jej narušenie spôsobuje ešte väčšie vzdďalovanie sa od pôvodnej rovnováhy (Spišáková a kol. 2013, s. 122).“

1.1.3 Vonkajšia hospodárska politika

Jednou zo zložiek hospodárskej politiky je vonkajšia hospodárska politika. Štát pomocou nej zámerne a cielene ovplyvňuje zahranično-ekonomické vzťahy. Základnou súčasťou je devízová politika, zahraničnoobchodná politika, migračná politika, úverová politika, kapitálová a investičná politika. Vonkajšiu hospodársku politiku vykonáva vláda a centrálna banka. Za hlavný cieľ vonkajšej hospodárskej politiky sa považuje vonkajšia

ekonomická rovnováha. Vonkajšiu ekonomickú rovnováhu posudzujeme hlavne prostredníctvom vývoja zahraničných investícií, bežného účtu platobnej bilancie a úrovne zahraničného dlhu.

Stupeň otvorenosti ekonomiky je rozhodujúcim faktorom, ktorý určuje dôležitosť vonkajšej hospodárskej politiky. Hlavný rozdiel medzi otvorenou a uzavretou ekonomikou je v diferencii medzi vyprodukovaným HDP a použitým HDP v určitom roku. V otvorenej ekonomike môže krajina vďaka pôžičkám zo zahraničia minúť viac ako sama vyprodukuje alebo naopak, môže spotrebovať menej než vyrobí a čo jej zostane požičia zahraničiu. Časť domáceho outputu v otvorenej ekonomike sa exportuje do zahraničia a časť domáceho dôchodku je naopak určená na zahraničné importované produkty. Ak však hovoríme o dokonale uzavretej ekonomike, obyvatelia nemajú možnosť nakupovať zahraničné produkty, a taktiež svoje vlastné produkty nemôžu predávať zahraničiu. Celkový output je tvorený domácou spotrebou, vládny výdavkami a investíciami (Muchová, 2005).

Národné úspory chápeme ako časť outputu, ktorý zostane po odpočítaní platieb za vládne výdavky a spotrebu. Úspory a investície sa v uzavretej ekonomike rovnajú. „Každý finálny produkt, ktorý nekúpi domácnosť alebo vláda, použijú firmy na reálnu kapitálovú tvorbu (Muchová, 2005, s. 15).“ Z toho vyplýva, že ekonomika ako celok svoje bohatstvo zvyšuje vďaka akumulácii nového kapitálu. V otvorenej ekonomike vyššie uvedená rovnosť (investície sa rovnajú úsporám) neplatí. Ak krajina exportuje viac ako importuje, zvýši svoje úspory a naopak, ak importuje menej ako exportuje, jej úspory sa znížia. „V otvorenej ekonomike rozšírenie investičných aktivít nemusí nevyhnutne znamenať zvýšenie národných úspor (Muchová, 2005, s. 18).“ Je možné navýšiť investície spolu so zvýšením zahraničných pôžičiek a úspory pritom zostanú nedotknuté.

V otvorenej ekonomike evidujeme silné vzťahy medzi finančnými trhmi a trhmi statkov a služieb. V hospodárstve sa čistý export musí vždy rovnať rozdielu medzi úsporami a investíciami v danej ekonomike. Rozdiel medzi domácimi úsporami a domácimi investíciami sa nazýva čistý kapitálový odlev alebo aj čisté zahraničné investície.

Ak je hodnota čistých zahraničných investícií pozitívna, domáce úspory prevyšujú domáce investície a krajina prebytočné úspory požičiava zahraničiu. Krajina dosahuje obchodný prebytok. Takáto ekonomika vystupuje na medzinárodných finančných trhoch ako čistý veriteľ, keďže jej export prevyšuje import. „Čistý kapitálový odlev sa rovná množstvu, ktoré domáci obyvatelia požičiavajú do zahraničia, mínus množstvo, ktoré zahraniční rezidenti požičiavajú domácej ekonomike (Muchová, 2005, s. 19).“

Tabuľka 1 - Medzinárodné toky tovarov a kapitálu

Obchodný prebytok	Vyrovnaná obchodná bilancia	Obchodný deficit
export > import	export = import	export < import
čistý export > 0	čistý export = 0	čistý export < 0
úspory > investície	úspory = investície	úspory < investície
čistý kapitálový odlev > 0	čistý kapitálový odlev = 0	čistý kapitálový odlev < 0

Zdroj: Muchová (2005)

To znamená, že import sa rovná exportu a krajina dosahuje vyrovnanú obchodnú bilanciu. Negatívna hodnota čistých zahraničných investícií hovorí o tom, že domáce investície sú vyššie ako domáce úspory a ekonomika musí tieto investície financovať prostredníctvom pôžičiek zo zahraničia. Krajina dosahuje obchodný deficit, importuje viac ako exportuje, čím sa na finančných trhoch stáva čistým dlžníkom. (Muchová, 2005).

Jedným s najdôležitejších nástrojov na analýzu vonkajších vzťahov ekonomiky je platobná bilancia. Platobnú bilanciu môžeme charakterizovať ako súhrnný výkaz transakcií rezidentov danej krajiny a inštitúcií, ktoré majú v predmetnej ekonomike sídlo, so zvyškom sveta. „Základné pravidlo účtovania v platobnej bilancii znie: každá transakcia, ktorá znamená platbu občanmi alebo inštitúciami v danej krajine, je deficitnou položkou v platobnej bilancii tejto krajiny. To znamená, že akákoľvek transakcia, ktorá predstavuje platbu do zahraničia, má zápornú hodnotu. Každá transakcia, ktorá znamená príjem zo zahraničia, je kreditnou položkou a nadobúda kladnú hodnotu (Muchová, 2005, s.21).“

Platobná bilancia pozostáva z bežného, finančného a kapitálového účtu. Deficit bežného účtu vyvoláva rast prílevu kapitálu. Celkovú zmenu čistých zahraničných aktív krajiny predstavuje súčet bežného a kapitálového účtu. Táto hodnota je zhodná s hodnotou, ktorú dostaneme rozdielom medzi importom aktív a exportom aktív.

V medzinárodnom platobnom systéme slúži platobná bilancia ako meradlo nerovnováh. Deficit platobnej bilancie indikuje, že v krajine dochádza k poklesu medzinárodných rezervných aktív, alebo sa zvyšuje dlh voči medzinárodným finančným inštitúciám, čo môže byť do určitej miery prejavom krízy.

1.2 Medzinárodného pohybu kapitálu

Aby sme pochopili, ako fungujú a aké efekty majú kapitálové kontroly, je dôležité preskúmať problematiku medzinárodnej mobility kapitálu, ktorá je dynamickou zložkou svetovej ekonomiky. Hlavným dôvodom prečo dochádza k medzinárodnému pohybu kapitálu je rôzna miera jeho zhodnotenia v jednotlivých krajinách.

Pomocou finančných inštitúcií, finančných operácií a nástrojov medzinárodné finančné trhy umožňujú akumulovanie a transfer voľných finančných prostriedkov z krajín s ich prebytkom do krajín, ktoré trpia ich nedostatkom (Tancošová, 2002).

Do 1. svetovej vojny bol vo svetovej ekonomike voľný medzinárodný pohyb kapitálu. V povojnovom období bol tento druh mobility narušený svetovou hospodárskou krízou, ktorá viedla k rozsiahlym štátnym zásahom do ekonomiky v podobe kapitálových kontrol. Po druhej svetovej vojne sa postupne obnovovala vymeniteľnosť národných mien a pohyb kapitálu bol značne obmedzený štátnymi reguláciami finančných trhov. Kontrola pohybu kapitálu sa v rozvinutých ekonomikách znižovala a rušila postupne: USA rušili kapitálové kontroly v období od 70. do 90. rokov, štáty vtedajšieho európskeho hospodárskeho spoločenstva na prelome 80. a 90. rokov v súvislosti s prípravou na vytvorenie spoločného trhu. Liberalizáciu voľného pohybu kapitálu postupne zavádzali aj ďalšie krajiny (Kunešová a kol., 2014).

Medzinárodný pohyb kapitálu a peňazí môžeme klasifikovať z rôznych hľadísk. Každé hľadisko zdôrazňuje iné stránky daného pohybu.

- „Z hľadiska používaných finančných nástrojov sa rozlišujú: úverové trhy, trhy cenných papierov, devízové trhy.
- Z hľadiska zúčastnených subjektov ide o: transakcie monetárnych subjektov (centrálnych bánk), vládnych orgánov, bankového sektora (komerčné banky), súkromný sektor.
- Z hľadiska vlastníctva: súkromný kapitál, verejný kapitál, kapitál medzinárodných inštitúcií (Svetovej banky, Medzinárodného menového fondu).
- Časové hľadisko: krátkodobý a dlhodobý kapitál (Tancošová, 2002, s. 81).“

Ďalej v našej práci budeme využívať delenie z časového hľadiska, a teda na dlhodobý a krátkodobý kapitál.

Krátkodobý kapitál reprezentujú úverové dokumenty, ktorých splatnosť je kratšia ako jeden rok. Medzinárodný trh krátkodobého kapitálu sa inak nazýva aj peňažný trh. Medzinárodný peňažný trh zahŕňa:

- diskontný trh – pokladničné poukážky, krátkodobé komerčné cenné papiere,
- medzibankový trh – dočasné prebytky a deficity finančných prostriedkov bankového sektora,
- depozitné certifikáty a krátkodobé cenné papiere miestnych orgánov,
- medzipodnikový trh (Táncosová, 2002).

„Pohyb krátkodobého kapitálu plní totiž v národnej ekonomike tzv. peňažnú funkciu, ktorá sa prejavuje v zmene peňažnej masy, vyvolanej buď multiplikovanou expanziou, alebo kontrakciou platobných prostriedkov, čo môže spôsobovať rôzne nerovnováhy v podobe inflácie, prudkých výkyvov menových kurzov, nerovnováhy platobnej bilancie atď. (Táncosová, 2002, s. 82).“

Dlhodobý kapitál sa využíva na investície, ktoré zabezpečujú neustály rozvoj a reštrukturalizáciu ekonomiky ako takej. Podľa ekonomickej teórie, voľný pohyb kapitálu má prínos pre globálnu ekonomiku ako celok, ale aj pre jednotlivé krajiny, a to hlavne z dôvodu, že dochádza k vyrovnávaniu cien výrobného faktora – kapitálu a zvyšuje sa aj efektívnosť využitia daného výrobného faktora.

Hlavnými formami medzinárodného pohybu dlhodobého kapitálu sú priame zahraničné investície a nepriame zahraničné investície, nazývané aj portfóliové investície. Rozdiel medzi týmito dvomi formami dlhodobého zahraničného kapitálu je v tom, že nepriame zahraničné investície predstavujú pohyb cenných papierov, zmyslom ktorého je hodnotový výnos. Ide primárne o nákup cenných papierov, ktoré sú držané do splatnosti za účelom získania úroku, dividendy alebo podielu na kapitálovom výnose. Portfóliovými investíciami označujeme akcie alebo obligácie ako verejného, tak aj súkromného sektora, dlhodobé bankové či vládne úvery. Portfóliové investície môžu byť v danom roku vyššie a tento jav je sprevádzaný aj dočasne zhoršenou platobnou bilanciou investujúcej krajiny z dôvodu odlivu devízových zdrojov. V nasledujúcich rokoch však prílev úrokov, dividend a ziskov má pozitívny vplyv na platobnú bilanciu. Priame zahraničné investície, oproti tým nepriamym, predpokladajú okrem výnosu aj možnosť kontroly, či už existujúcich alebo novovytváraných podnikov. Investor sa podieľa na zisku, ale takisto danú firmu môže kontrolovať, ovládať či riadiť. Priame zahraničné investície môžu byť realizované rôznymi formami, ako join ventures (kapitálovou účasťou), reinvestíciou ziskov, vývozom

strojového zariadenia, patentov alebo technológie, ale aj založením samostatného podniku, filiálky a sesterskej spoločnosti bez účasti domáceho kapitálu (Tancošová, 2002,).

1.2.1 Výhody a nevýhody mobility kapitálu

Hlavnými prínosmi liberalizácie medzinárodného pohybu kapitálu je efektívnejšia globálna alokácia úspor, čo znamená, že kapitálové zdroje plynú tam, kde môžu byť najproduktívnejšie využité, tento prínos však nemusí nastať automaticky. Nevyhnutným predpokladom je, že kapitál putuje do krajín, ktoré ponúkajú najvyššie produktívne výnosy. To znamená, že medzinárodní investori financujú podnikateľské činnosti, ktoré sa vyznačujú najvyššou produktivitou kapitálu ako výrobného faktora.

Eichengreen a kol. (1999), uvádza ako benefit medzinárodnej mobility kapitálu prílev nových finančných technológií. Tie sú vo forme priamych zahraničných investícií, ktoré prenášajú vylepšené technológie, metódy riadenia a prístup k medzinárodným sieťam, vďaka čomu sa zvyšuje produktivita a ekonomický rast. Okrem priamych zahraničných investícií, prílev technológií zvyšuje konkurencieschopnosť na domacom trhu, čo vyplýva z povolenia zahraničných firiem investovať na lokálnej úrovni.

Výhodou kapitálovej mobility je aj rast objemu potenciálnych investičných zdrojov, ktorý sa môže stať východiskom pre rýchlejší ekonomický rast. Kapitálové toky umožňujú krajinám vymieňať súčasnú spotrebu za budúcu spotrebu, to znamená, že krajiny s prebytkom kapitálu môžu tieto zdroje poskytnúť krajinám, ktoré majú nedostatok zdrojov. Naopak, ak krajiny trpia nedostatkom kapitálu, môžu tento deficit kompenzovať pôžičkami na finančných trhoch (Eichengreen a kol., 1999).

Neely (1999) vo svojej štúdii uvádza, že kapitálové toky pomáhajú krajinám zabrániť veľkému poklesu spotreby v dôsledku hospodárskeho úpadku alebo prírodnej katastrofy pomocou predaja aktív alebo výpožičiek zo zahraničia.

Voľný pohyb kapitálu so sebou prináša aj riziká, hlavne v prípade slabých a menej rozvinutých ekonomík. Kapitálové toky sú nestále a tento fakt môže so sebou priniesť riziko v podobe prudkého vzostupu, resp. nečakaného pádu cien aktív alebo turbulencií v úverovej oblasti.

Prudkým rozvojom kapitálových trhov vznikajú aj riziká spojené s nekontrolovateľným pohybom veľkého objemu kapitálu a čoraz častejšie sa hovorí

o prehriatí, ktoré častokrát môže viesť ku teritoriálnym krízam, ktoré sa však lavínovo prenášajú aj na trhy ostatných krajín, čo môže viesť ku vzniku globálnej krízy.

V posledných rokoch sa stretávame aj s ďalším problémom medzinárodnej mobility kapitálu, a tým je presúvanie ziskov do daňových rajov. Daňovým rajom je krajina s nízkymi alebo nulovými daňami, avšak toto kritérium nie je jediné. OECD definuje daňový raj ako štát, ktorý okrem toho, že v legislatíve nemá zavedené žiadne alebo len minimálne daňové zaťaženie. Ďalšími podmienkami sú nízka transparentnosť a fakt, že jurisdikcia bráni efektívnej výmene informácií medzi krajinami na účely daňových výpočtov (Somo, 2007).

Kľúčovou otázkou sa teda stáva kontrola medzinárodného toku kapitálu, ktorú charakterizujeme v nasledujúcej podkapitole.

1.3 Kapitálové kontroly

Kapitálové toky môžu komplikovať výkon hospodárskej politiky alebo dokonca môžu byť zdrojom nestability, vtedy vláda pristupuje k zavádzaniu kapitálových kontrol na obmedzenie negatívnych účinkov kapitálových tokov (Johnston a Tamirisa, 1998).

Počas dlhej neoliberálnej éry boli kapitálové kontroly vo veľkej miere zdiskreditované ako zlyhávajúci nástroj prísneho štátneho zásahu do ekonomiky. Počas krízy sa však pohľad na kapitálové kontroly výrazne zmenil. Do popredia sa dostali keynesiánske myšlienky o nevyhnutnosti kontroly a riadenia medzinárodných kapitálových tokov. Týmto novým názorom na danú oblasť bolo uznané, že kapitálové kontroly sú legitímnou súčasťou nástrojov hospodárskej politiky. Väčšia tolerancia kontrol sa odzrkadľovala aj vo vyhláseniach dôležitých predstaviteľov centrálného bankovníctva, analytikov ratingových agentúr, vo finančných správach, ale aj vo výskume ekonómov, ktorí sa dovtedy nestotožňovali s keynesiánskou myšlienkou (Gabel, 2016).

Kapitálová kontrola je každá politika určená na obmedzenie alebo presmerovanie transakcií kapitálového účtu. Táto široká definícia naznačuje, že nebude jednoduché zovšeobecniť kapitálové kontroly, pretože môžu mať mnoho foriem a môžu byť použité na rôzne účely (Bakker, 1996).

1.3.1 Typy kapitálových kontrol

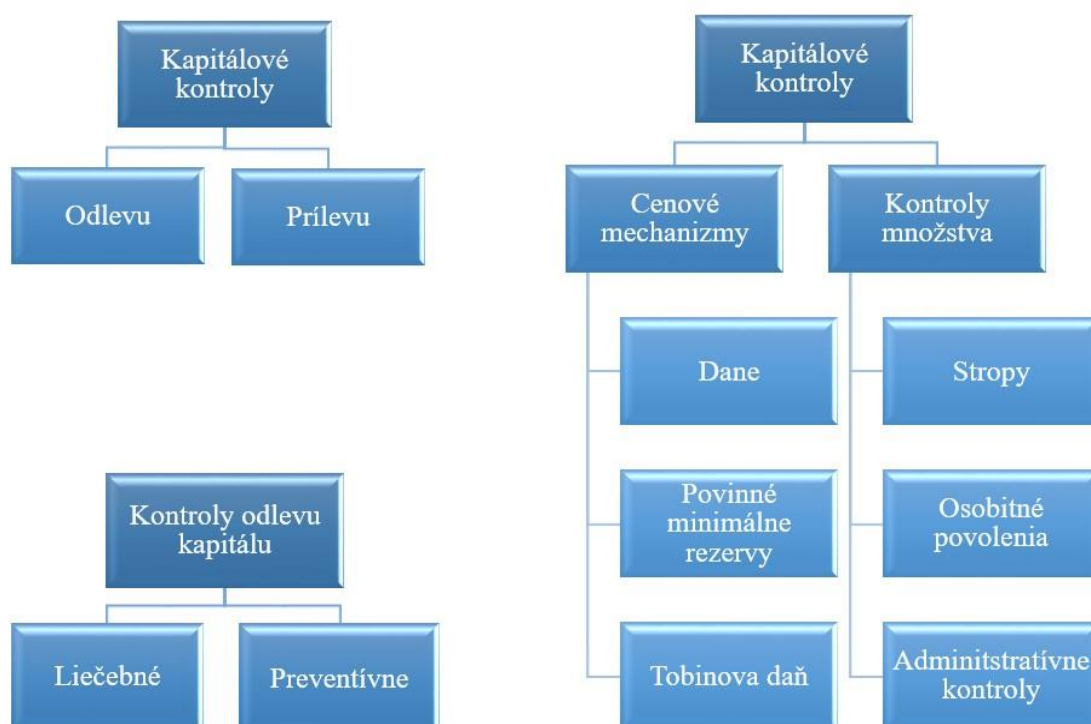
Existuje veľké množstvo rôznych druhov kapitálových kontrol, ktoré krajiny zavádzajú na dosiahnutie vytýčených cieľov. Líšia sa od seba hlavne tým, aký druh transakcie s aktívami ovplyvňujú a či túto transakciu zdaňujú, obmedzujú alebo ju priamo zakazujú (Neely, 1999).

Klein (2012) takisto vo svojej práci uvádza, že kapitálové kontroly môžu mať rôznu podobu. Môžu sa vyskytovať vo forme poplatkov, pravidiel alebo daní, ktoré súvisia s finančnými transakciami a robia rozdiely medzi rezidentmi a nerezidentmi. Kapitálovými kontrolami sú opatrenia vlád, centrálnych bánk alebo iných regulačných orgánov, ktoré obmedzujú voľný pohyb kapitálu.

Kapitálové kontroly môžeme klasifikovať z rôznych hľadísk. Neely (1999) vo svojej štúdii rozdeľuje kapitálové kontroly podľa toho, či obmedzujú tok dlhodobého alebo krátkodobého kapitálu. Kapitálové kontroly na obmedzenie dlhodobého kapitálu, priamych zahraničných investícií alebo základného imania, sú často aplikované z rôznych dôvodov, na rozdiel od kontrol zameraných na krátkodobý kapitál, bankové vklady a nástroje peňažného trhu. Podľa Neelyho (1999) trendom bolo obmedzovanie krátkodobých kapitálových tokov hlavne z dôvodu ich údajne vyššej volatility, a teda aj vyššieho potenciálu destabilizácie hospodárstva. Čo sa týka kontrol dlhodobých tokov, tie často odrážajú politickú citlivosť na zahraničné vlastníctvo domácich aktív, ako napríklad v článku 27 mexickej ústavy, ktorý obmedzuje zahraničné investície do mexických nehnuteľností a prírodných zdrojov.

Ďalšie rozdelenie podľa Neelyho (1999) je na kontroly *prílevu* alebo *odlevu* kapitálu. Kontroly prílevu kapitálu, ktoré vyústia v zavedenie vyšších domácich úrokových sadzieb, bývajú používané na to, aby zabránili inflácií, ktorá vznikne ako sprievodný jav expanzie peňažnej zásoby, ako tomu bolo v Nemecku v rokoch 1972-1974, alebo v Čile v deväťdesiatych rokoch minulého storočia. Na rozdiel od toho kontroly odlevu kapitálu sa prejavia v nižších domácich úrokových sadzbách a vyššom raste peňažnej zásoby, než by tomu bolo za iných okolností.

Schéma č.1 – Typy kapitálových kontrol



Zdroj: Vlastné spracovanie

Kapitálové kontroly rozlišujeme aj podľa toho, či obmedzujú transakcie s aktívami prostredníctvom *cenových mechanizmov*, a teda zavádzaním daní, alebo *kontrolou množstva* v podobe kvót alebo priamych zákazov. Kontroly cien môžu mať formu osobitných *daní* z výnosov z medzinárodných investícií, ako napríklad americká daň z vyrovnania úrokov zo šesťdesiatych rokov, alebo daň z určitých druhov transakcií či povinné minimálne rezervy, ktoré fungujú ako daň.

Jedným z typov cenových mechanizmov na obmedzenie krátkodobých kapitálových tokov je *Tobinova daň*, ktorá bola navrhnutá laureátom Nobelovej ceny Jamesom Tobinom v roku 1972. Tobinova daň by účtovala všetkým účastníkom malé percento zo všetkých transakcií, ktoré sa uskutočnia (ul Haq a kol., 1996). Zástancovia takejto dane veria v to, že zníži volatilitu devízových trhov obmedzením motivácie na zmenu pozícií v krátkodobom horizonte na devízovom trhu. Avšak Tobinova daň so sebou prináša aj veľké množstvo problémov. Daň môže znížiť likviditu na devízových trhoch alebo sa jej dá veľmi ľahko vyhnúť pomocou derivátov. Taktiež nie je jasné, kto by uvedenú daň vyberal, navyše by musela byť uzákonená rozsiahlou medzinárodnou dohodou, aby bol jej výber úspešný.

Ďalším typom kapitálových kontrol, ktoré sú založené na kontrole cien, sú *povinné minimálne rezervy*, ktoré sa môžu zaviesť na zníženie prílevu kapitálu. Táto požiadavka je poväčšine spojená so záväzkom zahraničnej strany, ktorá má záujem o uloženie peňažných prostriedkov na domácom bankovom účte, aby uložila isté percento tohto prílevu do centrálnej banky na určené minimálne obdobie. Takéto opatrenie zaviedlo napríklad Čile v deväťdesiatych rokoch. Vyžadovali od zahraničných investorov, aby v centrálnej banke ponechali zlomok ich krátkodobých vkladov. Tieto vklady neboli úročené a centrálna banka ich mohla využívať na nákup nástrojov zahraničného peňažného trhu. V tomto prípade povinné minimálne rezervy účinne fungujú ako daň z krátkodobého prílevu kapitálu (Edwards, 1998).

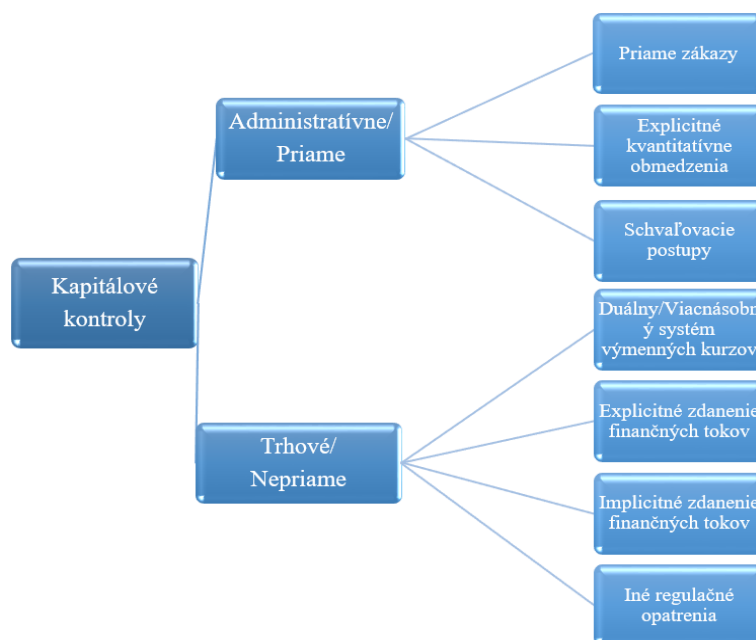
Kapitálové kontroly, ktoré obmedzujú objem prílevu kapitálu, v sebe zahŕňajú pravidlá, ktoré stanovujú *stropy* pre prílev kapitálu alebo vyžadujú *osobité povolenie* na nové, resp. existujúce pôžičky cudzincov. Môžu byť v podobe *administratívnych kontrol* na cezhraničný pohyb kapitálu, ktoré schvaľuje vládna agentúra na určité typy transakcií aktív. Niektoré druhy investícií môžu byť obmedzené úplne, ako napríklad v Kórei, kde vláda obmedzila dlhodobé zahraničné investície (Eichengreen a kol., 1999).

Edwards (1999) vo svojej štúdii rozdeľuje kontroly odlevu kapitálu na *preventívne* kontroly a kontroly „*liečebné*“. Preventívne kontroly bývajú aplikované (resp. sprísnené) v období, kedy krajina čelí závažným deficitom platobnej bilancie, ktorý ale zatiaľ nevyústil do krízy. Takéto preventívne kontroly môžu mať rôznu podobu. Môže sa jednať o dane z vyplatených finančných prostriedkov v zahraničí, duálne výmenné kurzy, priamy zákaz prevodu finančných prostriedkov. Hlavnou myšlienkou týchto kontrol je, že by mali spomaliť odčerpávanie medzinárodných rezerv a poskytnúť výkonným orgánom potrebný čas na vykonanie nápravnej politiky. Liečebné kontroly získali sympatie hlavne medzi niektorými akademickými pracovníkmi a tvorcami politik. Krugman (1998) tvrdí, že krajiny, ktoré už čelia kríze by mohli mať prospech z dočasného zavedenia (alebo sprísnenia) kontrol odlevu kapitálu. Podľa tohto názoru, akonáhle sa zavedú tieto liečebné kontroly, krajina postihnutá krízou môže znížiť úrokové sadzby a začať s expanzívnou politikou. Takáto kontrola kapitálu by poskytla krajinám viac času na reštrukturalizáciu svojho finančného sektora. Akonáhle sa však ekonomika zotaví, mali by byť tieto kontroly odstránené.

Autori Ariyoshi a kol. (2000), vo svojej práci prišli s inou klasifikáciou kapitálových kontrol. Obmedzenia a prekážky pohybu kapitálu vo všeobecnosti rozdelili na dve široké skupiny: *administratívne - priame kontroly* a *trhové - nepriame kontroly*. V

mnohých prípadoch sa kapitálové kontroly na riešenie nadmerných kapitálových tokov uplatňujú spolu s inými politickými opatreniami, a teda nie samostatne.

Schéma č. 2 – Typy kapitálových kontrol podľa Ariyoshi a kol. (2000)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Ariyoshi a kol. (2000)

Priame alebo administratívne kapitálové kontroly obmedzujú kapitálové transakcie a / alebo súvisiace platby a prevody finančných prostriedkov prostredníctvom priamych zákazov, explicitných kvantitatívnych obmedzení alebo schvaľovacích postupov (ktoré môžu byť založené na pravidlách alebo na zvážení). Administratívne kontroly sa obvykle snažia priamo ovplyvniť objem príslušných cezhraničných finančných transakcií. Ich spoločnou vlastnosťou je to, že bankový systém priamo ukladá administratívne povinnosti na kontrolu tokov.

Nepriame alebo trhové kontroly odrádzajú od pohybu kapitálu a s ním súvisiacich transakcií tým, že sa stávajú nákladnejšími. Takéto kontroly môžu mať rôzne formy vrátane duálneho alebo viacnásobného systému výmenných kurzov, explicitné alebo implicitné zdanenie cezhraničných finančných tokov (napr. Tobinova daň) a iné prevažne cenové opatrenia. V závislosti od ich špecifického typu môžu trhovo založené kontroly ovplyvniť len cenu, alebo cenu a objem danej transakcie.

- V systémoch dvoj- alebo viacstupňových výmenných kurzov sa rôzne druhy transakcií vzťahujú na rôzne typy výmenných kurzov. Dvojstupňové devízové trhy

bývajú zvyčajne zavedené v situáciách, v ktorých štátne orgány považujú vysoké krátkodobé úrokové sadzby za neprimeranú záťaž pre domácich obyvateľov a pokúsia sa rozdeliť trh domácej meny tak, že požiadajú alebo inštruujú domáce finančné inštitúcie, aby nepožičiavali tým dlžníkom, ktorí sú zapletení do špekulatívnych činností. Devízové transakcie súvisiace s obchodnými tokmi, priamymi zahraničnými investíciami a zvyčajne aj investíciami do vlastného imania, sú z týchto obmedzení vylúčené. Dvojstupňový trh sa v podstate pokúša zvýšiť náklady domácich úverov pre špekulantov, ktoré sú potrebné na vytvorenie čistej krátkej domácej menovej pozície, a zároveň umožňuje uspokojenie nešpekulačného domáceho úverového dopytu pri bežných trhových sadzbách. Dvojstupňové systémy môžu takisto zaťažiť nadmerné prílevy kapitálu. Takéto systémy sa snažia ovplyvniť množstvo aj cenu kapitálových transakcií. Podobne ako administratívne kontroly je potrebné ich zavádzať spolu s pravidlami zahŕňajúcimi správu devízových transakcií rezidentov a nerezidentov v domácej mene, s oddelenými bežnými a kapitálovými transakciami.

- *Explicitné zdanenie cezhraničných tokov* zahŕňa použitie daní alebo odvodov na vonkajšie finančné transakcie, čím sa obmedzuje ich prítlačivosť alebo príjmy vyplývajúce z držby zahraničných finančných aktív rezidentmi alebo z držby domácich finančných aktív nerezidentmi, tým že ich návratnosť je znížená alebo sú s nimi spojené oveľa vyššie náklady. Daňové sadzby sa rozlišujú podľa toho, či sú zavedené aby zabránili určitým typom transakcií alebo majú obmedziť istý druh splatnosti. Takéto zdaňovanie by mohlo byť považované za obmedzovanie cezhraničných činností, ak sa preukáže diskriminácia domácich a zahraničných aktív alebo sa robia rozdiely medzi rezidentmi a nerezidentmi.
- *Implicitné zdaňovanie cezhraničných tokov* vo forme neúročených rezerv bolo jednou z najčastejšie používaných trhových kontrol. V rámci takýchto systémov sú banky a nebankové subjekty, ktoré obchodujú na vlastný účet, povinné ukladať s nulovou úrokovou sadzbou v centrálnej banke čiastku domácej alebo cudzej meny, ktorá zodpovedá časti prílevu alebo čistej pozícii v cudzej mene. Neúročené rezervy sa môžu snažiť obmedziť odlev kapitálu tým, že sú citlivejšie na domáce sadzby. Neúročené rezervy môžu byť tiež použité na obmedzenie prílevu kapitálu znížením ich efektívnej návratnosti a môžu byť implementované tak, aby odradili banky od určitých druhov transakcií.

- *Iné nepriame regulačné kontroly* majú charakter opatrení založených na cenách aj množstve a zahŕňajú diskrimináciu medzi rôznymi typmi transakcií alebo investormi. Napriek tomu, že takéto pravidlá môžu byť motivované úvahami domácej menovej kontroly môžu ovplyvniť objem a aj charakter kapitálových tokov. Medzi tento typ kontrol zaraďujeme ustanovenia pre čistú zahraničnú pozíciu komerčných bánk, asymetrické limity otvorenej pozície, ktoré rozlišujú medzi dlhými a krátkymi menovými pozíciami, alebo medzi rezidentmi a nerezidentmi, a niektoré požiadavky na úverové ratingy na požičiavanie v zahraničí. Avšak medzi regulačné kontroly v užšom slova zmysle nezaraďujeme, požiadavky na vykazovanie konkrétnych transakcií, ktoré sa tiež používajú na monitorovanie a kontrolu pohybu kapitálu (napr. transakcie s derivátmi, a pod.)

1.3.2 *Dôvody zavedenia kapitálových kontrol*

V ekonomickej literatúre sa rozvinulo množstvo argumentov, ktoré odôvodňujú použitie kapitálových kontrol. Uvádzajú sa situácie, v ktorých obmedzenia kapitálového účtu zlepšujú hospodárske blaho prostredníctvom kompenzácie nedokonalostí finančného trhu vrátane nedostatkov vyplývajúcich z informačných asymetrií. Tieto nedostatky sa dajú riešiť rôzne, od lepšieho zverejňovania, cez prísnejšie prudenčné opatrenia až po zavedenie kontrol medzinárodných kapitálových tokov.

Kapitálové kontroly môžu pomôcť zosúladiť protichodné politické ciele, a to hlavne prípade, ak je výmenný kurz fixný alebo veľmi silne riadený. V tomto prípade sa zachová autonómnosť menovej politiky. Ďalším súvisiacim dôvodom na zavedenie kapitálových kontrol je ochrana peňažnej a finančnej stability pred pretrvávajúcimi kapitálovými tokmi, najmä ak existujú obavy z inflačných tlakov v dôsledku veľkého prílevu kapitálu a nedostatočného hodnotenia rizík zo strany bánk alebo podnikového sektora. A taktiež kapitálové kontroly sa používajú na podporu politiky finančnej represie s cieľom poskytnúť lacné financovanie štátnych rozpočtov a prioritných sektorov.

Neely (1999) vo svojej štúdii uviedol hneď desať situácií, kedy krajiny zavádzajú kapitálové kontroly. V Tabuľke č. 2 sú uvedené dôvody zavedenia kapitálových kontrol, spôsob, akým pôsobia v danej ekonomike, či sa jedná o kontroly prílevu alebo odlevu kapitálu a nakoniec autor uviedol aj príklad, kde boli tieto kontroly implementované.

Tabuľka č.2 – Dôvody zavedenia kapitálových kontrol

Dôvody zavedenia	Spôsob pôsobenia	Typ kontrol	Príklad zavedenia
Generovanie výnosov/ Finančné vojenské úsilie	Kontroly odtoku kapitálu umožňujú krajine dosiahnuť vyššiu mieru inflácie pri fixnom výmennom kurze a súčasne udržať úrokové sadzby.	Kontroly odlevu kapitálu	Väčšina krajín bojujúca v prvej a druhej svetovej vojne
Finančná represia/ Alokácia úverov	Vlády, ktoré využívajú finančný systém na zvýhodňovanie odvetví alebo na zvyšovanie príjmov, môžu použiť kapitálové kontroly na zabránenie odlevu tohto kapitálu do zahraničia za cieľom vyšších výnosov.	Kontroly odlevu kapitálu	Bežné v rozvojových štátoch
Deficit platobnej bilancie	Kontroly odlevu kapitálu znižujú dopyt po zahraničných aktívach bez zavedenia reštriktívnej menovej politiky alebo bez devalvácie meny. To umožňuje vyššiu krajine dosiahnuť vyššiu mieru inflácie, než by bolo možné za iných okolností.	Kontroly odlevu kapitálu	Dane z vyrovnania úrokov v USA (1963-1974)
Prebytok platobnej bilancie	Kontroly prílevu kapitálu znižujú zahraničný dopyt po domácich aktívach bez zavedenia expanzívnej menovej politiky alebo bez revalvácie meny. V krajine je možné vďaka tomu udržať nižšiu mieru inflácie, než by bolo inak možné.	Kontroly prílevu kapitálu	Nemecká Bardepotová schéma (1972-1974)
Zabránenie potenciálnym nestálym prílevom kapitálu	Obmedzenie prílevu kapitálu zvyšuje makroekonomickú stabilitu pomocou znižovania objemu kapitálu, ktorý môže odísť z krajiny počas krízy.	Kontroly prílevu kapitálu	Čile (1991-1998)
Zabránenie finančnej destabilizácií	Kapitálové kontroly môžu obmedziť alebo zmeniť zloženie tokov kapitálu, ktoré by mohli narušiť finančnú stabilitu v krajine.	Kontroly prílevu kapitálu	Čile (1991-1998)
Zabránenie reálnemu zhodnoteniu meny	Obmedzenie prílevu kapitálu zabráni vyššej domácej inflácii a nutnosti zavedenia expanzívnej monetárnej politiky. Tieto faktory by následne pôsobili na reálne zhodnotenie meny.	Kontroly prílevu kapitálu	Čile (1991-1998)
Obmedzenie zahraničného vlastníctva aktív	Jedná sa hlavne o zahraničné vlastníctvo prírodných zdrojov.	Kontroly prílevu kapitálu	Článok 27 Mexickej ústavy
Zachovanie úspor na domáce použitie	Prínosy z investícií do domácej ekonomiky sa nemusia v plnej miere prejavovať na úsporách, takomto prípade krajine pomôže, ak zavedie kapitálové kontroly odlevu kapitálu.	Kontroly odlevu kapitálu	
Ochrana domácich finančných subjektov	Kontroly, ktoré dočasne oddelia domáci finančný sektor od zvyšku sveta môžu domácim subjektom pomôcť aby dosiahli úspory z rozsahu a tak boli konkurencieschopné na svetových trhoch.	Kontroly odlevu aj prílevu kapitálu	

Zdroj: Spracované podľa Neely (1999)

Tejto problematike sa takisto venoval Magud (2011). Vo svojej štúdii popísal 4 hlavné obavy, prečo krajiny najčastejšie zavádzajú kapitálové kontroly. Týmito obavami sú strach z apreciacie, strach z horúcich peňazí, strach z nadmerného prílevu, strach zo straty menovej autority. Každý tejto obave budeme venovať pozornosť zvlášť.

1.3.2.1 Strach z apreciacie

Strach z apreciacie (Fear of appreciation) je typický pre štáty, ktoré sú atraktívne pre investorov. Apreciácia meny býva často spájaná s potenciálnymi negatívnymi dopadmi na ekonomiku. Silnejšia mena vedie k nárastu cien vyvážených tovarov na cieľových trhoch – exportéri sú preto menej konkurencieschopní na zahraničných trhoch, a kvôli poklesu dovozných cien súčasne aj na domácom trhu. Prudké zhodnotenie meny tak môže zapríčiniť pokles vývozu a následne aj pokles celej ekonomiky, keďže exportéri nemajú dostatok času na prispôsobenie sa novým trhovým podmienkam. Najmä v rozvíjajúcich sa, prípadne v otvorených ekonomikách, v ktorých sa rast ekonomiky často opiera o rast vývozu, je tak apreciacia meny chápaná skôr ako hrozba pre ekonomický rast. Snaha o zastavenie tejto apreciacie sa obvykle prejavuje akumuláciou devízových rezerv. Postupom času sa sterilizovanie tejto akumulácie stáva čoraz náročnejšie a štáty využívajú len priame intervencie.

1.3.2.2 Strach z horúcich peňazí

Druhou obavou je strach z horúcich peňazí (Fear of Hot Money), ktorý núti štáty zavádzať kapitálové kontroly. Pod týmto pojmom „hot money“ sa rozumie špekulačný kapitál, ktorý sa dostáva do ekonomiky v podobe portfóliových investícií. Problém nastáva v okamihu, kedy ekonomika prestáva byť atraktívna pre investorov, dochádza k náhlemu prerušeniu prílevu a zároveň nastáva odliv týchto investícií. Štáty vtedy zavádzajú dane na príliv a odlev kapitálu, poprípade zvýhodnia priame zahraničné investície pred portfóliovými tak, aby sa zabránilo prvotnému prílivu horúceho kapitálu, prípadnému negatívnemu dopadu na ekonomiku a jeho nasledujúcemu odlevu. S touto oblasťou súvisí aj problematika „sudden stops“ alebo náhleho zastavenia prílevu kapitálu.

O „Sudden stops“ hovoríme vtedy, keď sa prílev kapitálu náhle zastaví. Aforizmus bankárov - "Nie je to rýchlosť, ktorá zabíja, ale náhle zastavenie" - bol populárny hlavne v období prvej mexickej krízy v roku 1994. Následne sa daná problematika objavila aj v prípade argentínskej krízy (1995), ázijskej krízy (1997) ruskej krízy (1998) či brazílskej krízy (1999).

Eichengreen a Gupta (2016) klasifikujú epizódu „sudden stops“ alebo náhle zastavenie v takom prípade, keď portfóliové a iné kapitálové prílevy nerezidentov klesnú pod priemer v predchádzajúcich dvadsiatich štvrtrokoch aspoň o jednu štandardnú odchýlku. Súčasne tento pokles musí pretrvávať viac ako jeden štvrtrok a keď kapitálové toky sú dve štandardné odchýlky pod svojím predchádzajúcim priemerom aspoň jeden štvrtrok. Táto epizóda následne skončí a obnovia sa kapitálové toky. „Sudden stops“ majú finančné, ale aj reálne účinky. Najprv sa objavia finančné dôsledky v podobe znehodnotenia meny, poklesu rezerv a poklesu cien akcií. Rast HDP sa následne spomaľuje ako aj rast investícií a naopak bežný účet posilňuje, a to z toho dôvodu, že pokles investícií je proporcionálne väčší ako pokles HDP a implicitne ako pokles úspor.

1.3.2.3 Strach z nadmerného prílevu kapitálu

Strach z nadmerného prílevu kapitálu (Fear of large inflows) súvisí s tézou, že nie všetok kapitál je špekulatívny a existujú aj druhy kapitálu, ktoré ekonomike naopak môžu pomôcť. Avšak niekedy je pre daný štát problémom aj nadmerný prílev kapitálu bez ohľadu na to, či je špekulatívny alebo nie. Nadmerný objem kapitálu smerujúceho len do jedného odvetvia alebo investovaného za účelom vysokého výnosu, môže spôsobiť nárast finančnej nestability, ktorá môže viesť k nárastu cenových bublín.

Tvorcovia politik majú k dispozícii tri typy nástrojov na riešenie tejto problematiky, a to: makroekonomické politiky, prudenčné regulácie domáceho bankového systému a kapitálové kontroly (opatrenia obmedzujúce kapitálové transakcie medzi rezidentmi a nerezidentmi). Autori Ostry a kol. (2011) tvrdia, že nastavenie makroekonomickej politiky, predovšetkým určenie výmenného kurzu, by malo byť prvým riešením kontroly nadmerného prílevu kapitálu a kapitálové kontroly ako také, posledným.

1.3.2.4 Strach zo straty menovej autonómie

Posledným strachom je strach zo straty menovej autonómie (Fear of loss of monetary autonomy), pod týmto sa skrýva problematika trilemy (impossible trinity).

Pre krajinu je prakticky nemožné dosiahnuť všetky tri ciele súčasne - pevný menový kurz, medzinárodná mobilita kapitálu a nezávislá monetárna politika. Krajina, ktorá chce podporiť svoj obchod a prílev investícií si zvolí pevný výmenný kurz. Ak chce vláda sama riadiť svoj ekonomický cyklus v krajine pôjde cestou autonómnej monetárnej politiky. Avšak ak krajina chce podporiť integráciu, efektivitu a nechce riziko znášať sama, zvolí si za svoj cieľ voľný pohyb kapitálu (Feenstra a Tylor, 2008).

Trilemu makroekonomických politík je možné graficky znázorniť ako trojuholník. Vrcholy trojuholníka predstavujú tri ciele, ktoré sa snažia otvorené ekonomiky dosiahnuť. Týmto cieľmi, ako sme už spomínali vyššie, sú stabilita menového kurzu, voľný pohyb kapitálu a nezávislá monetárna politika.

Keďže ekonomiky môžu dosiahnuť maximálne dva z uvedených cieľov súčasne, znamená to, že ekonomika má možnosť výberu len jednej strany z troch strán trojuholníka, ktorá zodpovedá určitému režimu hospodárskej politiky.

Ak si vláda určitej krajiny zvolí za svoje makroekonomické ciele nezávislú monetárnu politiku a voľný pohyb kapitálu, tak v tom prípade by sa mal v krajine zaviesť flexibilný menový kurz. Tento typ režimu v súčasnosti volí väčšina moderných ekonomík.

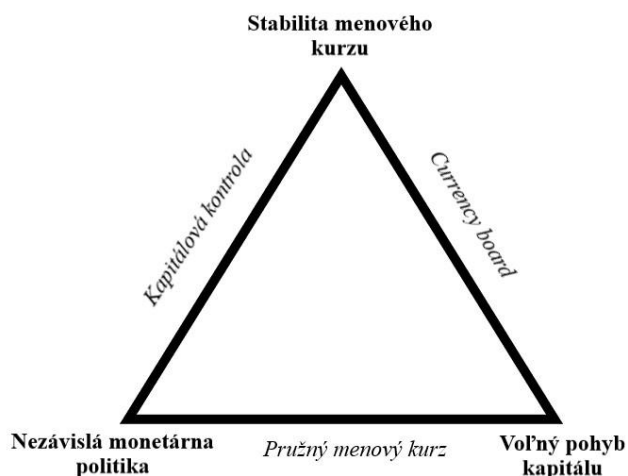
Režim currency board ekonomika zavedie v prípade, keď cieľmi vlády sú voľný pohyb kapitálu a stabilita menového kurzu.¹ Ak je výmenný kurz pevne stanovený, ale krajina je otvorená cezhraničným kapitálovým tokom, nemôže mať nezávislú menovú politiku.² V prípade, že sa ekonomika rozhodne pre stabilitu menového kurzu a nezávislú monetárnu politiku, zavedie režim kapitálových kontrol (Muchová, 2005).³

¹ „Robert Mundell, nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu, odporúčal systém currency board krajinám strednej a východnej Európy ako prechodné štádium k členstvu v hospodárskej a menovej únii (Muchová, 2005, s. 153).“

² V období pred zavedením eura, v roku 1999, aspirujúci členovia zafixovali svoje meny voči nemeckej marke. Dôsledkom bola monetárna závislosť na nemeckej národnej banke. Pre niektoré krajiny to nepredstavovalo veľký problém, pretože mali previazaný priemysel a obchod previazaný s Nemeckom. Avšak niektoré krajiny, ako Veľká Británia, mali s týmto zafixovaním svojej meny obrovský problém. Británia bola nútená túto fixáciu meny uvoľniť v roku 1992, pretože bola v tom čase v recesii, zatiaľ čo Nemecko zažívalo obrovský boom (Economist, 2016).

³ To bol prípad Číny. Čína by sa chcela úplne otvoriť kapitálovým tokom, vytvoriť moderný finančný systém, v ktorom by trh zohrával oveľa väčšiu úlohu ako doteraz. V lete v roku 2015, začala Čína s malými krokmi, aby sa k tomuto cieľu priblížila, ale začala s tým v čase, kedy pomalý ekonomický rast vyvolával obavy, že čínsky juan sa prepadne. Trhy spanikárili a Čínske kontroly kapitálu sa sprísnil (Economist, 2016).

Schéma 3: Trilema politík v otvorených ekonomikách



Zdroj: Spracované podľa Muchová (2005)

Keďže ekonomiky môžu dosiahnuť maximálne dva z uvedených cieľov súčasne, znamená to, že ekonomika má možnosť výberu len jednej strany z troch strán trojuholníka, ktorá zodpovedá určitému režimu hospodárskej politiky.

Ak si vláda určitej krajiny zvolí za svoje makroekonomické ciele nezávislú monetárnu politiku a voľný pohyb kapitálu, tak v tom prípade by sa mal v krajine zaviesť flexibilný menový kurz. Tento typ režimu v súčasnosti volí väčšina moderných ekonomík.

Režim currency board ekonomika zavedie v prípade, keď cieľmi vlády sú voľný pohyb kapitálu a stabilita menového kurzu.⁴ Ak je výmenný kurz pevne stanovený, ale krajina je otvorená cezhraničným kapitálovým tokom, nemôže mať nezávislú menovú politiku.⁵ V prípade, že sa ekonomika rozhodne pre stabilitu menového kurzu a nezávislú monetárnu politiku, zavedie režim kapitálových kontrol (Muchová, 2005).⁶

⁴ „Robert Mundell, nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu, odporúčal systém currency board krajinám strednej a východnej Európy ako prechodné štádium k členstvu v hospodárskej a menovej únii (Muchová, 2005, s. 153).“

⁵ V období pred zavedením eura, v roku 1999, aspirujúci členovia zafixovali svoje meny voči nemeckej marke. Dôsledkom bola monetárna závislosť na nemeckej národnej banke. Pre niektoré krajiny to nepredstavovalo veľký problém, pretože mali previazaný priemysel a obchod previazaný s Nemeckom. Avšak niektoré krajiny, ako Veľká Británia, mali s týmto zafixovaním svojej meny obrovský problém. Británia bola nútená túto fixáciu meny uvoľniť v roku 1992, pretože bola v tom čase v recesii, zatiaľ čo Nemecko zažívalo obrovský boom (Economist, 2016).

⁶ To bol prípad Číny. Čína by sa chcela úplne otvoriť kapitálovým tokom, vytvoriť moderný finančný systém, v ktorom by trh zohrával oveľa väčšiu úlohu ako doteraz. V lete v roku 2015, začala Čína s malými krokmi, aby sa k tomuto cieľu priblížila, ale začala s tým v čase, kedy pomalý ekonomický rast vyvolával obavy, že čínsky juan sa prepadne. Trhy spanikárili a Čínske kontroly kapitálu sa sprísnil (Economist, 2016).

Každá ekonomika preferuje inú kombináciu cieľov, avšak stabilitu menového kurzu si skôr za svoj cieľ zvolia rozvojové ekonomiky ako rozvinuté. Je to spôsobené tým, že rozvojové krajiny nemajú takú schopnosť ovplyvňovať podmienky obchodu a stabilný menový kurz predstavuje pre tieto krajiny významný prostriedok, ako udržať infláciu pod kontrolou. Mnohé rozvíjajúce sa ekonomiky sa obávajú prudkého pohybu kurzu, takže sa rozhodnú obetovať buď voľný pohyb kapitálu (zavedením kapitálových kontrol alebo navýšením, či rozpúšťaním devízových rezerv), alebo menovú nezávislosť tým, že dávajú prednosť stabilite meny pred ostatnými cieľmi (Economist, 2016).

Trilema neznamena, že prechodné režimy sú nemožné, iba že budú od tvorcu politiky vyžadovať kompromis medzi rôznymi cieľmi. Napríklad agresívnejšie menové zásahy do riadenia výmenného kurzu môžu znížiť volatilitu výmenných kurzov, ale iba za cenu zníženia schopnosti menovej politiky sledovať iné ciele, než je výmenný kurz. Podobne čiastočné otvorenie finančného účtu umožní niektoré cezhraničné požičiavanie a vypožičiavanie. Súčasne však stanovenie výmenného kurzu vzhľadom na zmeny domácich úrokových sadzieb si bude vyžadovať väčšie objemy intervencií a potenciálne väčšie odčerpávanie devízových rezerv, než by bolo nutné, ak by boli cezhraničné finančné transakcie úplne zakázané. Schopnosť centrálnej banky zaručiť stabilitu výmenných kurzov, s tým, že sa súčasne vyhne devalváciám a krízam, sa bude znižovať (Krugman, Obstfeld, Melitz, 2012).

1.3.3 Zavádzanie kapitálových kontrol

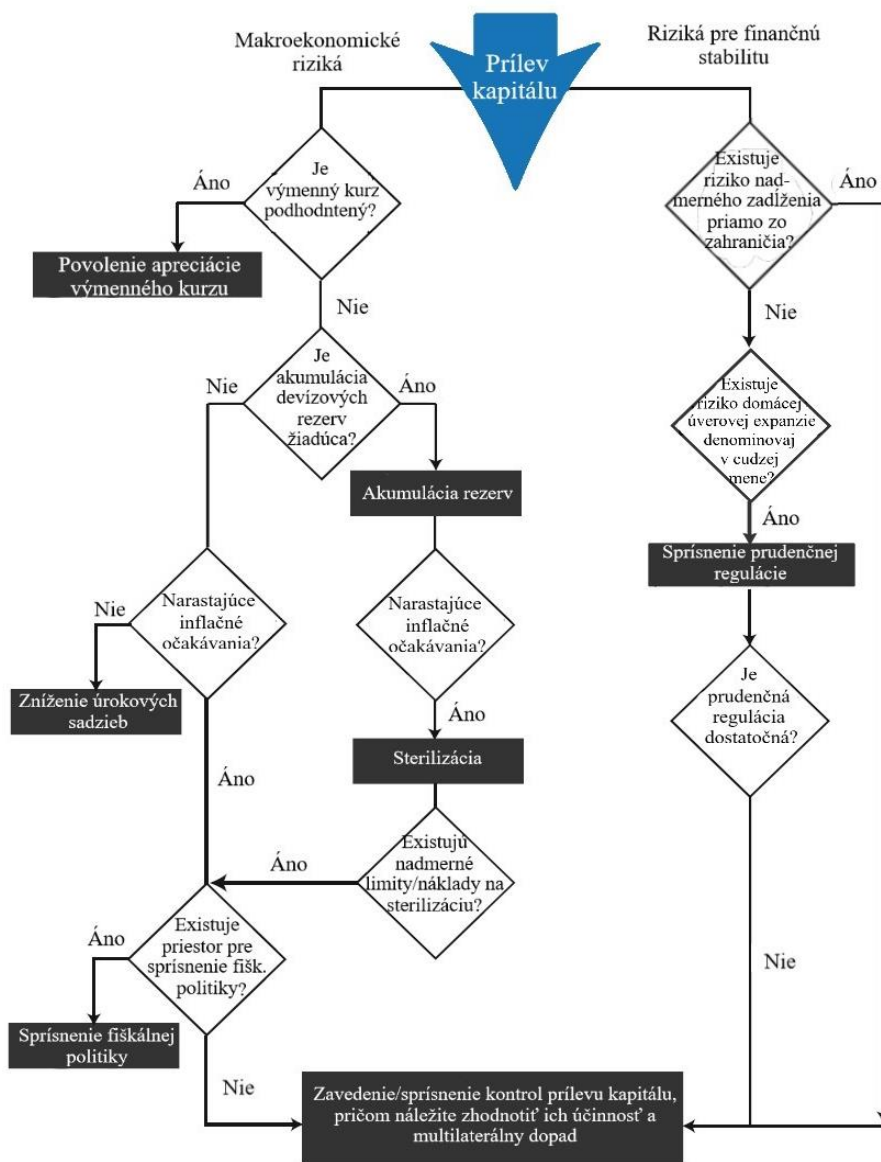
Ako by teda krajina mala reagovať na náhly nárast prílevu kapitálu? Opatrenia, ktoré bude štát uplatňovať sa budú v prvom rade odvíjať od situácie, v akej sa ekonomika nachádza. Na ilustráciu danej problematiky nám pomôže schéma č. 4, ktorú vytvorili autori Ostry, a kol.(2011) vo svojej štúdii.

1.3.3.1 Makroekonomické riziká

Vydáme sa najprv vetvou, kedy prílev kapitálu predstavuje makroekonomické riziká. Prvá otázka znie nasledovne: Je výmenný kurz podhodnotený? Zaujíma nás, či by

malo byť umožnené zhodnotenie výmenného kurzu. Krajiny sa často obávajú, že apreciacia výmenného kurzu zníži ich konkurencieschopnosť.

Schéma 4 – Riešenie nadmerného prílevu kapitálu



Zdroj: Spracované podľa Ostry a kol. (2011)

Ak je však výmenný kurz podhodnotený, odpoveďou na nadmerný prílev kapitálu by malo byť zhodnotenie nominálneho výmenného kurzu. V prípade nadhodnoteného alebo rovnovážneho výmenného kurzu by prípadná apreciacia mohla znížiť konkurencieschopnosť, a preto je vhodnejšie zvoliť proaktívnejšiu politiku. V praxi je však

veľmi ťažké určiť, či je nominálny výmenný kurz nadhodnotený, podhodnotený alebo v rovnováhe, keďže neexistuje žiadny štandardizovaný model na určenie rovnovážnej hodnoty.

Ak nie je podhodnotený výmenný kurz, nasleduje ďalšia otázka, či má krajina relatívne nízku úroveň devízových rezerv, a teda či je akumulácia rezerv žiaduca alebo nie. V prípade, že nie a nehrozia ani inflačné tlaky, na zníženie prílevu kapitálu postačí zníženie úrokovej miery. Ak je akumulácia rezerv potrebná, prílev kapitálu predstavuje príležitosť na navýšenie rezerv centrálnej banky. V tomto prípade, ak začnú narastať inflačné očakávania, výsledný nárast peňažnej zásoby je možné sterilizovať pomocou operácií na voľnom trhu, alebo znížením objemu poskytovaných úverov na domácom trhu.

Avšak aj sterilizácia má svoje limity. Domáci trh nemusí byť schopný absorpcie tak výrazného nárastu sterilizačných dlhopisov. Okrem toho, sterilizácia znamená, že domáce úrokové sadzby, sú aj naďalej vysoké, čo ešte umocňuje prílev kapitálu do ekonomiky. Obzvlášť vtedy, ak trhy veria, že z dôvodu fiškálnych alebo iných nákladov bude politika akumulácie rezerv ukončená a v dôsledku toho nominálny výmenný kurz bude apreciovať.

Ak existujú dodatočné náklady alebo limity pre sterilizáciu, nasledujúcou otázkou je, či existuje priestor pre sprísnenie fiškálnej politiky v podobe, napríklad, zníženia stimulov pre prílev kapitálu alebo zmenou daňovej politiky. Sprísnenie fiškálnej politiky bude účinné najmä vtedy, keď prílev kapitálu je dôsledkom fiškálnej expanzie.

Akonáhle sa opatrenia makroekonomickej politiky minú a nie sú dostatočné, prichádzajú na rad kapitálové kontroly, ktoré sú považované za súčasť politických nástrojov. Platí to hlavne pri prechodných zaťaženiach, kedy sa očakáva, že zhodnotenie výmenného kurzu bude len dočasné. V prípade, že sa očakáva nárast kapitálových tokov, ktorý bude pretrvávať, ekonomika by sa mala začať prispôbovať vyššiemu reálnemu výmennému kurzu, hlavne z dôvodu, že kapitálové kontroly časom môžu stratiť účinnosť, čo by spôsobilo neustálu potrebu sprísňovania týchto kontrol, a to by viedlo k narastajúcim deformáciám.

1.3.3.2 Riziká pre finančnú stabilitu

Druhou možnosťou je, že nadmerný prílev kapitálu spôsobuje riziká pre finančnú stabilitu. Za predpokladu, že sme vyčerпали všetky možné opatrenia makroekonomickej

politiky je dôležité, či ako ďalší krok zavedieme kapitálové kontroly alebo pôjdeme cestou prudenčných opatrení. V tomto prípade je dôležité rozlišovať medzi tokmi, ktoré prechádzajú cez domáci bankový systém, a teda cez regulované finančné inštitúcie alebo tieto finančné inštitúcie obchádzajú.

Prílev kapitálu, ktorý je sprostredkovaný bankovým systémom, môže taktiež spôsobovať nadmernú úverovú expanziu v domovskej krajine. Týka sa to aj úverov denominovaných v cudzej mene, ktoré sú obzvlášť nebezpečné pre banku, ale aj pre koncového dlžníka. V tomto prípade sú prudenčné nástroje ako aj kapitálové kontroly potenciálnymi nástrojmi na kontrolu nadmerného prílevu kapitálu. To, či zavedie ekonomika kapitálové kontroly alebo prudenčné opatrenia vo veľkej miere závisí od povahy rizika. Avšak v praxi je veľmi ťažké odlíšiť, či je daný zásah opatrením prudenčnej regulácie alebo kapitálových kontrol.

Prudenčné opatrenia môžu nadobúdať dve podoby. Prvou možnosťou sú opatrenia v podobe maximálneho pomeru hodnoty nehnuteľnosti k hodnote úveru (loan to value). Tento typ opatrenia nemá nič spoločné s kapitálovými kontrolami, ale je legítimnou súčasťou nástrojov na zvýšenie odolnosti finančného a hospodárskeho sektora voči finančným šokom. Druhým typom prudenčných zásahov sú opatrenia, na ovplyvňovanie objemu prílevu kapitálu. Takýto typ opatrení pripomína kapitálové kontroly. Zараd'ujeme sem napríklad opatrenia obmedzujúce poskytovanie úverov domácich bánk v cudzej menej nezabezpečeným domácim entitám.

To, kedy sa prudenčné opatrenia správajú ako kapitálové kontroly závisí od povahy daného zásahu a od okolností, pri ktorých sa uplatňuje. Vo všeobecnosti by sa použitý nástroj mal zamerať na príslušné riziko. Ak riziko plyní z úverov denominovaných v cudzej mene, mali by byť použité prudenčné opatrenia. Ak sa však riziko týka nadmerného zahraničného zadlžovania zo strany bánk, voľbou by malo byť zavedenie kapitálových kontrol na finančný sektor alebo na ekonomiku ako celok.

Problém však nastáva, ak kapitálové toky obchádzajú domáce inštitúcie. Príkladom môžu byť úvery poskytnuté priamo zo zahraničia alebo sprostredkované prostredníctvom rôznych finančných spoločností či inými neregulovanými segmentmi domáceho finančného systému. V takomto prípade prudenčné opatrenia budú mať len veľmi nízku účinnosť a bude nutné zaviesť kapitálové kontroly.

1.3.3.3 Efektívnosť kapitálových kontrol

Aká je efektívnosť kapitálových kontrol v prípade, že ich implementujeme ako reakciu na nadmerný prílev kapitálu? Účinnosť musí byť posudzovaná vzhľadom na cieľ politiky – najmä teda, či kapitálové kontroly boli zavedené ako reakcia na makroekonomické riziká alebo z dôvodu rizika finančnej stability. Dôležitým faktorom je aj to, či očakávame trvalý nárast prílevu kapitálu alebo len dočasný.

Ako už sme spomínali vyššie, kapitálové kontroly ako reakcia na makroekonomické riziká by sa mali zavádzať len vtedy, ak je nárast kapitálu identifikovaný ako dočasný, pretože trvalému nárastu kapitálu by sa mala ekonomika sama prispôbiť. Okrem toho autori tvrdia, že kapitálové kontroly, ktoré sa zaviedli v dôsledku týchto rizík nemajú dokázateľnú účinnosť na zmenu objemu tokov kapitálu či výmenný kurz.

O rizikách finančnej stability hovoríme vtedy, ak predpokladáme, že tento nadmerný nárast prílevu kapitálu bude pretrvávajúť. Pretrvávajúce nadmerné kapitálové toky môžu viesť k nadmernej úverovej expanzii, k vzniku bublín na finančných trhoch a na trhoch s nehnuteľnosťami. V takomto prípade politické authority siahajú po prísnejších reguláciách. Na rad prichádzajú prudečné opatrenia a kapitálové kontroly. Ak však prílev kapitálu poklesne, vždy existuje aj možnosť uvoľnenia kapitálových kontrol a prudečných regulácií.

1.3.4 Kapitálové kontroly a stabilizačná politika

V rámci hospodárskej politiky, konkrétnejšie stabilizačnej politiky, rozoznávame dva základné prístupy na zabránenie cyklickosti ekonomiky. V prvom prípade sa využívajú nástroje rozpočtovej politiky, ktoré ďalej rozdeľujeme na automatické – daň z príjmu, poistenie v nezamestnanosti, subvencie, dotácie a cielené opatrenia – zmeny v daňových sadzbách, v štruktúre výdavkov štátneho rozpočtu či v objeme položiek rozpočtu. Druhým prístupom na zabránenie cyklickosti je využitie menovej politiky a jej nástrojov. Nástroje monetárnej politiky môžeme ďalej členiť podľa rôznych hľadísk. Pre potreby našej práce uvidíme delenie na priame nástroje v podobe pravidiel likvidity, odporúčaní, výziev a dohôd, povinných vkladov či úverových kontingentov. Nepriamymi nástrojmi myslíme diskontnú sadzbu, operácie na voľnom trhu, PMR, intervencie na devízovom trhu a iné.

Tabuľka č.3 – Prehľad nástrojov stabilizačnej politiky

Stabilizačná politika						
Menová politika		Fiškálna politika		Dôchodková Politika	Zahraničnoobchodná politika	
Priame nástroje	Nepriame nástroje	Automatické opatrenia	Cielené opatrenia	Dohody o cene práce	Zmluvné nástroje-dohody o	Autonómne nástroje
Pravidlá likvidity	Diskontná sadzba	Daň z príjmov	Zmeny daňových sadzieb	Ovplyvňovanie miezd v štátnej správe	Medzinárodnom platobnom styk	Obmedzenia dovozu
Odporúčania, výzvy, dohody	Operácie na voľnom trhu	Poistenie v nezamestnanosti	Zmeny objemu rozpočtových položiek	Minimálna mzda	Medzinárodnom obchode s tovarmi a službami	Podpory vývozu
Povinné vklady	Povinné minimálne rezervy	Subvencie		Zdaňovanie príjmov	Medzinárodnom pohybe výrobných faktorov	
Úverové kontingenty	Devízové intervencie	Dotácie				

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Lukáčik (2013)

Avšak stabilizačná politika využíva aj nástroje dôchodkovej politiky a zahraničnoobchodnej politiky. Dôchodková politika ovplyvňuje dohody o cene práce medzi zamestnávateľmi a zamestnancami v podobe kolektívneho vyjednávania, následne ovplyvňuje mzdy v prípade, kedy je zamestnávateľom štát, stanovuje minimálnu mzdu a taktiež zasahuje do daňového systému v podobe zdaňovania príjmov. V rámci zahraničnoobchodnej politiky sa využívajú zmluvné nástroje – dohody o medzinárodnom platobnom styku, obchode s tovarmi a službami, pohybe výrobných faktorov a autonómne nástroje – nástroje obmedzenia dovozu a podpory vývozu.

V nasledujúcich riadkoch budeme prezentovať výsledky štúdií autorov, ktorí sa zaoberali problematikou stabilizačnej politiky a kapitálových kontrol.

Kapitálové kontroly zohrávajú dôležitú úlohu v rámci stabilizačnej politiky. Kontroly tokov kapitálu sú významným nástrojom na ochranu finančnej stability hlavne v prípade obáv z inflačných tlakov v dôsledku nadmerného prílevu kapitálu, prípadne

nedostatočného odhadnutia rizík zo strany podnikového sektora či bánk. V niektorých prípadoch sa kapitálové kontroly zavedú s cieľom lacného financovania štátneho rozpočtu či prioritných sektorov. Taktiež vedia byť nápomocné aj v prípade riešenia nedokonalostí finančného trhu a informačných asymetrií.

Ostry a kol. (2011) vo svojej štúdii tvrdí, že kapitálové kontroly spadajú pod politické nástroje a je potrebné identifikovať akému riziku ekonomika čelí. Súčasne dodáva, že makroekonomické nástroje by sa mali využívať ako prvé a kapitálové kontroly by mali byť zavedené až ako posledné riešenie.

Krajine, ktorá je členom menovej únie chýba účinný menový nástroj na stabilizáciu ekonomiky, práve v takomto prípade, kapitálové kontroly umožňujú manipuláciu s cenovou hladinou, a tým aj s reálnym výmenným kurzom, pri zachovaní fixného kurzu. Kapitálové kontroly budú taktiež účinné v malej otvorenej ekonomike s fixným výmenným kurzom. Kapitálové kontroly môžu byť implementované aj ako reakcia na kompenzáciu externalít, ktoré by mohli viesť k finančnej zraniteľnosti krajiny (Davis, Presno, 2014).

Schmitt-Grohe a Uribe (2012) vo svojej práci uvádzajú, že kapitálové kontroly môžu byť účinným nástrojom na preklenutie nedobrovoľnej nezamestnanosti, ktorá je spôsobená rigiditou miezd, v krajinách menovej únie, ktoré trpia klesajúcou nominálnou mzdovou rigiditou.

Neely (1999) tvrdí, že kapitálové kontroly vedia vyriešiť aj problém s prebytkom či deficitom platobnej bilancie, a to bez nutnosti zavedenia reštriktívnej/expanzívnej menovej politiky či bez devalvácie resp. revalvácie meny. Súčasne kapitálové kontroly odlevu umožnia v krajine s deficitom platobnej bilancie dosiahnuť vyššiu mieru inflácie a v krajinách s prebytkom, kapitálové kontroly prílevu, nižšiu mieru inflácie, než by bolo možné v prípade použitia iných nástrojov menovej politiky. Obmedzenie prílevu kapitálu v podobe kapitálových kontrol vie zabrániť reálnemu zhodnoteniu meny, tým že zabráni rastu domácej inflácie.

Marston (1995) uvádza, že kapitálové kontroly sa využívajú aj na oddialenie voľby medzi devalváciou meny alebo sprísnením menovej politiky, čo bol aj prípad Malajzie.

V predchádzajúcich podkapitolách sme sa venovali typológii kapitálových kontrol a ich charakteristike, dôvodom ich zavedenia či spôsobu aplikácie. Na základe preštudovanej literatúry môžeme konštatovať, že väčšina kapitálových kontrol spadá pod nástroje menovej politiky. Konkrétne: povinné minimálne rezervy, stropy pre prílev kapitálu, osobitné povolenia nových alebo už existujúcich pôžičiek, administratívne kontroly, Tobinova daň či duálne alebo viacnásobné výmenné kurzy. Čo sa týka daní, tie

môžeme chápať aj z pohľadu menovej politiky, ale aj z pohľadu fiškálnej politiky. Ak teda hovoríme o explicitných daniach pre finančné transakcie vo forme daní alebo odvodov vonkajších finančných transakcií, tie môžeme zaradiť pod nástroje fiškálnej politiky. Ak sa však jedná o implicitné zdaňovanie cezhraničných tokov v podobe neúročených rezerv, hovoríme o nástrojoch menovej politiky.

Ostry a kol. (2011) zatriedujú kapitálové kontroly pod nástroje makroprudečnej politiky, ktorá je zameraná na ochranu finančného sektora. Ako príklad uvádzajú ovplyvňovanie objemu prílevu kapitálu v podobe opatrení, ktoré obmedzujú poskytovanie úverov domácich bánk v cudzej mene.

Teórie posledných rokov sa zhodujú v tom, že kapitálové kontroly by mali byť zavedené ešte pred tým, ako sa kríza naplno prejaví. To znamená, že v čase boomov by sa kontroly prílevu kapitálu mali sprísňovať a kontroly odlevu kapitálu uvoľňovať a v čase recesie by mal byť proces opačný. Na základe toho je možné považovať politiku kapitálových kontrol za stabilizačnú (anti-cyklickú) politiku, a to aj v prípade keď zavádzame kapitálové kontroly ako reakciu na krízu, ale aj ako predchádzaní prehrievania ekonomiky (Fernández, Rebucci, Uribe, 2015)

1.3.5 Výhody a nevýhody kapitálových kontrol

Vo svojej štúdii autori Ostry a kol. (2011) tvrdia, že kapitálové kontroly by sa mali aplikovať ako posledná možnosť. Argumentujú tým, že kapitálové kontroly majú vo všeobecnosti zlé meno, keďže pripomínajú finančné represie, centrálné riadené hospodárstvo či iné neefektívne politiky. Avšak oveľa väčším dôsledkom kapitálových kontrol sú náklady s deformačným účinkom na domácu ekonomiku a iné potenciálne multilaterálne následky na svetové hospodárstvo. Náklady s deformačným účinkom spôsobujú, že narastajú obavy, že kontroly toku kapitálu môžu zredukovať ba i eliminovať tzv. „dobré“ kapitálové toky (produktívne investície) súčasne s tými zlými kapitálovými tokmi (spôsobujúce bubliny na trhu cien aktív a pod.), keďže v praxi je ich veľmi ťažké rozlíšiť.

Multilaterálne dopady na svetové hospodárstvo vznikajú vtedy, keď krajiny zavedú kontroly, aby sa vyhli externým nariadeniam, či už z vlastných alebo globálnych perspektív alebo by mohli odkloniť kapitálové toky do krajín, ktoré nie sú až tak schopné

ich absorbovať. Vtedy narastá riziko vzniku vojen kapitálových kontrol, kedy rastúce bariéry by mohli výraznejšie znížiť celkový pohyb kapitálu. Rozsiahle zavádzanie kapitálových kontrol v rozvíjajúcich sa ekonomikách môže viesť k väčšiemu zavádzaniu licencií pre vyspelé krajiny, aby sa nemuseli zaoberať multilaterálnymi dôsledkami ich vlastných politík.

Ariyoshi, a kol. (2000) argumentujú, že obmedzenia kapitálových tokov, najmä ak sú rozsiahle a komplexné, môžu spolu s nežiaducimi kapitálovými a bežným transakciami ovplyvniť aj tie žiaduce. Po druhé, kontroly môžu zahŕňať netriviálne administratívne náklady na efektívnu implementáciu, najmä ak sa musia opatrenia rozšíriť tak, aby sa uzavreli potenciálne medzery pre obchádzanie. Kontroly tokov kapitálu so sebou prinášajú aj nemalé administratívne náklady na efektívnu implementáciu, najmä vtedy, ak tieto opatrenia musia mať široký záber, aby sa uzavreli potenciálne medzery, cez ktoré by ich bolo možné obchádzať. Po tretie, existuje riziko, že ochrana domácich finančných trhov prostredníctvom kontrol môže odložiť potrebné úpravy politík alebo brániť adaptácii súkromného sektora na meniace sa medzinárodné podmienky. A napokon, kontroly môžu viesť k negatívnemu vnímaniu trhu, čo zasa môže spôsobiť, že krajina bude mať ťažší prístup k zahraničným zdrojom.

Môžeme teda konštatovať, že hlavnými cieľmi kapitálových kontrol sú zníženie objemu prílevu či odlevu kapitálu, zmena zloženia prílevu či odlivu kapitálu, zníženie tlakov na reálny menový kurz a výkon nezávislej menovej politiky.

2 Cieľ práce, metodika a metódy skúmania

Problematika zavádzania kapitálových kontrol je veľmi diskutovanou a aktuálnou témou. Pod pojmom kontroly tokov kapitálu rozumieme obmedzenie transakcií kapitálového účtu platobnej bilancie. V našej práci sa budeme venovať primárne porovnaniu krajín, ktoré zaviedli reštrikcie ako odpoveď na hospodársku krízu z roku 2008. Pre splnenie našej témy bolo nutné si vytýčiť hlavný cieľ, ktorého podstatou je porovnanie implementácie kapitálových kontrol vo vybraných krajinách, konkrétne na Islande, v Brazílii a na Cypre. Aby sme dospeli k primárnemu cieľu, je potrebné stanovenie parciálnych cieľov.

Prvým čiastkovým cieľom je vypracovanie teoretického prehľadu problematiky kapitálových kontrol ako nástroja stabilizačnej politiky. Ako druhý parciálny cieľ sme si určili charakteristiku kapitálových kontrol v podobe zadefinovania a vymedzenia foriem, aké môžu kapitálové kontroly nadobúdať. Posledným čiastkovým cieľom je zhodnotenie úspešnosti zavedených kapitálových kontrol na príklade vybraných krajín.

Na vypracovanie našej diplomovej práce sme využili hlavne metódu komparácie. Porovnávali sme nami vybrané tri krajiny – Cyprus, Island a Brazíliu. Pri výbere krajín sme zohľadňovali viacero faktorov, keďže sme nechceli porovnávať ekonomicky a finančne podobné krajiny. Ako prvú krajinu sme zvolili Island, ktorého kapitálové kontroly boli v posledných rokoch veľmi diskutovanou témou. Okrem iného reprezentuje rozvinutú krajinu, ktorá nie je členom EÚ a kapitálové kontroly zaviedli ako reakciu na už vzniknuté problémy. Druhou zvolenou krajinou bola Brazília, ktorá patrí medzi rozvíjajúce sa ekonomiky. To, čo nás na Brazílii najviac zaujalo bol fakt, že implementovali kapitálové kontroly počas vzostupnej fázy cyklu, čo znamená, že boli zavedené preventívne. Poslednou krajinou výberu bol Cyprus, krajina eurozóny, ktorá podobne ako Island, zaviedla kapitálové kontroly ako reakciu na krízu.

Aby bolo možné túto metódu komparácie použiť je potrebné zadefinovať si oblasti, ktoré budeme navzájom porovnávať. Prvou oblasťou komparácie bol vývoj pred zavedením kapitálových kontrol. V tejto časti sme sa zamerali hlavne na analýzu, čo spôsobilo, že sa krajiny dostali do problémov, ktoré museli byť riešené kontrolami tokov kapitálu. S touto problematikou úzko súvisí aj ďalší indikátor v podobe príčin zavedenia kontrol tokov kapitálu. Tu sme využili rozdelenie dôvodov zavedenia kapitálových kontrol od Magunda (2011), ktorý zadefinoval štyri strachy, prečo krajiny zavádzajú kontroly.

Následne sme porovnali formu, v akej boli implementované. Keďže kapitálové kontroly sú súčasťou stabilizačnej politiky, zaradili sme kapitálové kontroly jednotlivých krajín pod opatrenia či už fiškálnej alebo menovej politiky. Posledným bodom porovnania bola úspešnosť zavedených kapitálových kontrol.

3 Výsledky práce

V nasledujúcej časti sa budeme venovať trom vybraným krajinám (Island, Cyprus, Brazília), ktoré zaviedli kapitálové kontroly. Najskôr sa zameriame na vývoj pred zavedením kapitálových kontrol. V časti aplikácia kapitálových kontrol uvedieme dôvody zavedenia, v akej forme boli implementované a aký efekt mali na ekonomiku.

3.1 Island

Štúdia, ktorá bola publikovaná v roku 2006 uvádzala, že Islandčania sú najšťastnejším národom na svete. A niet sa čomu čudovať, po roku 2000 sa zdalo, že hospodársky rast Islandu nemôže nič zastaviť. HDP rástlo závratným tempom a spolu s ním aj životná úroveň obyvateľov. Rok 2007 predstavoval vrchol blahobytu. Priemerný príjem na jedného obyvateľa predstavoval takmer 70 000 USD, čo zaradilo Island na piate miesto na svete. Index transparentnosti a korupcie radil Island spolu s Fínskom a Novým Zélandom k absolútnej špičke. Okrem iného Island bol krajinou s najnižšou mierou kriminality. Krajina s necelými 322 000 obyvateľmi, mala na 100 000 obyvateľov len 60 odsúdených (Wade, Sigurgeirsdottir, 2011).

3.1.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol

Kríza, ktorá zasiahla Island na prelome septembra a októbra roku 2008, bola súčasťou globálnej finančnej krízy. Po krachu Lehman Brothers v Spojených štátoch amerických sa panika rozšírila postupne do celého sveta. Island sa celosvetovo stal prvou krajinou, ktorá sa stala obeťou týchto turbulencií. Za Islandskou krízou stojí hneď niekoľko významných faktorov, ktoré charakterizujeme v nasledujúcich riadkoch.

Za prvý faktor, ktorý sa podpísal pod vznik krízy na Islande môžeme považovať vládnu politiku. Predstavitelia hospodárskej politiky od konca druhej svetovej vojny až do začiatku deväťdesiatych rokov uplatňovali keynesiánsky prístup riadenia hospodárstva. Spoliehali sa hlavne na účinky Phillipsovej krivky, čo znamená, že sa snažili o relatívne nízku mieru nezamestnanosti, a to si vyžiadalo daň v podobe vysokej inflácie. Podstatnú

časť HDP v tomto období tvorili vládne výdavky. Ekonomika bola charakteristická monopolmi a oligopolmi. Ak ešte zoberieme do úvahy vtedajšie bipolárne rozdelenie sveta a výhodnú pozíciu ostrova, kedy Island získaval značné finančné prostriedky zo základní NATO, ktoré boli umiestnené na ostrove, do osemdesiatych rokov sa Islandu darilo veľmi dobre. Avšak s nástupom ropných kríz a obmedzeniam rybolovu sa začali prejavovať slabé stránky ekonomiky. Produktivita práce výraznejšie začala zaostávať za rastom miezd a vzťah inflácia – nezamestnanosť sa úplne rozpadol (Spruk, 2010).

V deväťdesiatych rokoch nastal obrat, začali sa presadzovať rozsiahle reformy hospodárstva, ktoré viedli k rozsiahlej liberalizácii a deregulácii trhu. Zmena postihla všetky odvetvia a hlavne finančný sektor. Významne sa znížili dane, dereguloval sa trh práce, sprivatizovali sa štátne podniky a reformoval penzijný systém. Korporátne daň v roku 1991 bola na úrovni 45%, v roku 2001 bola znížená na 18% a v roku 2008 dosahovala hodnotu 15%. Verejný dlh bol znížený v období 1995 až 2005 o vyše polovicu, z 58,8% na 27% HDP. Ekonomika zaznamenávala v rozmedzí 1995 až 2003 priemerné tempo rastu v podobe 3,8% ročne a dokonca 51% ročne v období rokov 2003 – 2007. Privatizácia sa dotkla aj finančného sektora. Vláda sprivatizovala dve najväčšie islandské banky a fúziou a privatizáciou menších vznikla ďalšia veľká banka. Týmito krokmi sa finančnému sektoru otvorili dvere na svetové finančné trhy (Spruk, 2010).

Významné kroky podnikala aj Islandská centrálna banka (Central bank of Island, CBI). V roku 2001 bol prijatý nový zákon o centrálnej banke, v ktorom sa legislatívnou formou nahradil pevný menový kurz s pásmami oscilácie voľným výmenným kurzom. Okrem toho CBI prešla do režimu inflačného cielenia, kedy cieľom bolo udržanie dvanásťmesačnej inflácie na úrovni 2,5%. Navyše, ak by sa inflácia od tohto cieľa odchyľila o viac ako 1,5%, CBI musela podať vláde správu, v ktorej by vysvetlila dôvody tejto odchýlky. Začiatkom milénia sa začali ukazovať prvé známky prehriatia ekonomiky, navyše inflácia sa nenachádzala v pásme inflačného cielenia a CBI bola nútená zvyšovať úrokové sadzby. Avšak ani tieto zvýšenia nepomohli dostať infláciu na úroveň 2,5%. Centrálna banka tak medzi rokmi 2004 a 2007 zvýšila diskontnú sadzbu z úrovne 8,25% na úroveň 15,25%. Vysoké úrokové sadzby spôsobili, že medzi Islandom a zvyškom sveta vznikol výrazný úrokový diferenciál, čo lákalo zahraničných investorov. Do krajiny pritekal kapitál z celého sveta, čo pôsobilo na posilnenie islandskej meny (Spruk, 2010).

Domácnosti a firmy si vo veľkom brali úvery v cudzej mene, so splátkami v posilňujúcej króne. Silnejúca mena podporovala import, čím sa ešte viac prehlbovala vonkajšia nerovnováha. To zvyšovalo inflačné tlaky a CBI sa ocitla v pasci. Zníženie

úrokovej miery neprichádzalo do úvahy z dôvodu vysokej inflácie. Pomôcť mohlo zvýšenie povinných minimálnych rezerv, avšak tohto nástroja sa CBI vzdala s odôvodnením, že má dostatok vhodnejších nástrojov na plnenie svojich cieľov. Práve zvýšenie sadzby PMR by však zmiernilo expanziu bilančnej sumy bankového sektora a tiež by sa čiastočne utlmilo posilňovanie króny.

V neposlednom rade CBI reagovala veľmi pomaly na rastúcu úroveň zahraničných záväzkov bankového sektora a k dispozícii mala len malý objem devízových rezerv. V roku 2008 to predstavovalo len 3% devízových rezerv potrebných k zaisteniu záväzkov bankového sektora. Deficit bežného účtu platobnej bilancie sa prehlboval a CBI mala, čo sa týka získavania devízových rezerv, doslova zviazané ruky.

Islandská ekonomika bola natoľko prehriata, že nezvládla otrasy vyvolané bankovou krízou USA. Táto situácia mala podobu bubliny, ktorá narástla do obrovských rozmerov práve v čase, keď vypukla finančná kríza, následkom ktorej splasla. Danielsson (2008) považuje za hlavnú príčinu vzniku tejto bubliny nesprávne zvolenú politiku na začiatku minulej dekády, ktorej sme sa už venovali.

Ďalším faktorom, ktorý sa pričínal o zrútenie islandského hospodárstva bola veľkosť bankového sektora. Pred krízou mali islandské banky zahraničné aktíva v hodnote približne 10-násobku islandského HDP. Za normálnych okolností, pokiaľ sú banky riadené obozretne, to nie je dôvod na obavy. Islandské banky boli skutočne lepšie kapitalizované a neboli ani zďaleka tak vystavené vysokorizikovým aktívam ako mnohé iné banky v Európe.

Avšak v tejto kríze sila bilancie banky nehrá príliš veľkú rolu. Dôležitým faktorom je explicitná alebo implicitná záruka poskytovaná štátom bankám na prípadné poskytnutie likvidity, a preto rozhodujúcim faktorom je v tomto prípade pomer veľkosti štátu k veľkosti bánk. Relatívna veľkosť islandského bankového sektora znamená, že vláda nebola v takej pozícii, aby mohla poskytnúť garanciu bankám, na rozdiel od iných európskych krajín.

Konečný kolaps bol spôsobený bankrotom takmer celého islandského bankového systému. Spôsob, akým sa dostali do konkurzu, sa ukázal ako mimoriadne škodlivý pre islandskú ekonomiku a skutočne poškodil aj hospodárstvo Spojeného kráľovstva a ďalších európskych krajín. Konečnej škode na Islande aj v ostatných európskych ekonomikách by sa dalo predísť, ak by orgány týchto krajín postupovali opatrnejšie.

3.1.2 Aplikácia kapitálových kontrol

Najväčším problémom bola destabilizácia meny a jej prudký prepád. Island bol prvou rozvinutou krajinou, za posledných 30 rokov, ktorá požiadala o pomoc MMF (Gylfason, 2011). Pri prijímaní takýchto núdzových pôžičiek obvykle MMF stanoví aj opatrenia, ktoré daná krajina musí zaviesť. Na základe požiadavky MMF bol v októbri prijatý dodatok, islandským parlamentom po konzultácii s MMF, k zákonu o devízovom kurze. CBI tak získala dočasnú autoritu na obmedzenie kapitálových tokov. Tento krok prakticky znamenal zavedenie kapitálových kontrol.

3.1.2.1 Dôvody zavedenia kapitálových kontrol

Cieľom týchto kontrol bolo obmedzenie odlevu zahraničných mien, pokúsiť sa zastaviť alebo aspoň spomaliť depreciačiu islandskej króny a v neposlednom rade udržať devízové rezervy pre dôležité transakcie. Spočiatku mali byť tieto kontroly len dočasné, avšak boli ponechané až do roku 2017. CBI obmedzila obchodovanie s devízami, ale po tom ako bol prijatý úver od MMF, bola zavedená prísna kontrola pohybu kapitálu, čo bolo zároveň aj podmienkou pre získanie tohto úveru. Bolo to hlavne z dôvodu, že z Islandu mizlo enormné množstvo kapitálu. Tento odliv kapitálu bol spôsobený tým, že investori sa snažili uzatvoriť svoje pozície, čo zvyšovalo tlak na oslabenie meny. Domácnosti a firmy boli už tak zadlžené, že ďalší pokles menového kurzu by situáciu ešte zhoršil. Bolo jasné, že bez zavedenia kapitálových kontrol nebude možné tento pokles zastaviť alebo aspoň spomaliť.

3.1.2.2 Forma kapitálových kontrol

Väčšina kapitálových transakcií ako rezidentov tak nerezidentov podliehala kontrole, čo znamenalo, že bola obmedzená schopnosť zamenenia islandskej meny za inú. Dlhopisy denominované v króne nemohli byť konvertované do cudzej meny pri splatnosti. Výnosy museli byť reinvestované v iných nástrojoch avšak v króne. Navyše nové pravidlá vyžadovali, aby obyvatelia repatriovali všetky cudzie meny, ktoré získali. Niektorým spoločnostiam vrátane veľkých vývozcov a firiem, ktoré vykonávali medzinárodné

operácie vo veľkých objemoch, bola udelená úplná alebo čiastočná výnimka z pravidiel po splnení určitých kritérií (CBI, 2009).

Devízový zákon bol pod záštitou ministerstva pre obchodné záležitosti. Zákon však oprávňuje CBI vydávať Pravidlá o devízových operáciách, ktoré ale podliehajú schváleniu ministra pre obchodné záležitosti. CBI bola zodpovedná za celkový dohľad nad kapitálovými kontrolami. Tento dohľad sa postupne zintenzívnil.

V októbri 2009 sa ešte sprísnil regulačný rámec na zákaz prílevu offshore króny, ktoré boli do tej doby hlavným kanálom obchádzania kapitálových kontrol, čo značne oslabilo snahu repatriácie cudzej meny (CBI, 2011).

3.1.2.3 Efekt kapitálových kontrol

Zavedené kontroly zabránili obnove Islandu tým, že zabránili niekoľkým možnostiam, ako obyvatelia mohli oživiť stratenú hospodársku aktivitu krajiny. Podnikatelia museli žiadať o len zriedkavo udeľované povolenie od centrálnej banky na zadováženie zahraničných finančných prostriedkov na investovanie do zahraničia. Taktiež sa to dotklo aj bežných občanov, ktorí nemohli voľne cestovať do zahraničia, pretože aj financovanie tohto cieľa podliehalo autorizácii od centrálnej banky. A nakoniec aj emigrácia z Islandu bola obmedzená tým, že jednotlivci nemali záruku, že si so sebou môžu vziať aj svoj finančný kapitál. Okrem toho kontroly môžu vyvolať tlak, ktorý ešte viac oslabí krónu, čo by mohlo ďalej poškodiť odvetvia závislé od dovozu (napríklad potravinársky priemysel). Keďže islandskí exportéri mali obmedzenú dôveru, že budú mať prístup k svojim zárobkom v dôsledku zavedenia kontrol, svoj celý zisk zo zahraničia neprinesú do krajiny. To spôsobilo, že mena zostane slabšia, než by tomu bolo za iných okolností (Gylfason, 2011).

Investori na Islande mali obmedzené možnosti pre držbu akejkoľvek meny. Nebolo jednoduché dostať krónu z krajiny, prípadne ju vymeniť za inú menu, preto väčšina investorov vložila svoje voľné peňažné prostriedky aspoň do bytov, čo spôsobilo rast bubliny na trhu s nehnuteľnosťami (Valdimarsson, 2012). Zahraniční investori boli maximálne opatrní, čo sa týka investícií do bežných nástrojov a zároveň im chýbala možnosť investovať svoje úspory do takých produktov, ktoré považovali za udržateľné. Preto investícia do reálneho aktíva, akým je nehnuteľnosť – hoci prispieva k vzniku bubliny, sa javila menej riskantná, ako investícia do islandských finančných aktív, ktoré by

mohli stratiť hodnotu, ak nastane znova recesia. Súčasne, kontroly uľahčujú vláde financovať deficit tým, že eliminujú potrebu uhradiť výnosy investorov z dlhopisov. Avšak vláda potom nie je pod takým tlakom, aby tento deficit skutočne znižovala (Gylfason, 2011).

Čo však ekonomike škodí je fakt, že kontroly znižujú dôveru zahraničia v danú ekonomiku. Islandská centrálna banka vytvorila prekážky pre cudzincov, aby kapitál vo forme priamych zahraničných investícií nemohol opustiť krajinu, a teda zahraniční investori boli nútení investovať v danej krajine. Vztahuje sa to na skutočnosť, že Island mal najvyšší počet obmedzení týkajúcich sa priamych zahraničných investícií, spomedzi všetkých členských krajín OECD, čo prispieva k zrúteniu domácich investícií (Kalinova a kol., 2010).

Island je členom Európskeho hospodárskeho priestoru, a teda je otázne, či sú tieto kapitálové kontroly z hľadiska existujúcich zmlúv legálne (Viterbo 2010). V článku 40 Zmluvy o Európskom hospodárskom priestore sa uvádza, že nie je možná diskriminácia z dôvodu "štátnej príslušnosti, bydliska alebo miesta, kde sa kapitál investuje". Z toho vyplýva, že uzavretie toku kapitálu v dôsledku jeho umiestnenia v krajine, je súčasná obchodná politika Islandu v priamom konflikte s touto zmluvou.

Ragnar Arnason a Jon Danielsson (2011) odhadujú, že strata mŕtvej váhy týchto kontrol predstavuje 1 percento z HDP na Islande ročne. Takýto únik je pre hospodárstvo postihnuté krízou veľký a spôsobuje oneskorenie úplného oživenia.

Okrem toho kontroly oddiaľujú implementáciu dôležitej cenovej úpravy. Napriek tomu, že znehodnotenie króny samo osebe nie je všeliekom pre ekonomiku - relatívna úprava cien sa musí uskutočniť - je pravda, že króna bola umelo nadhodnotená, čo viedlo ku kríze. V dôsledku toho existovala jednoznačná nevýhoda pre domácich islandských vývozcov a motivácia pre spotrebiteľov dovážať viac ako bolo udržateľné. Kontrola kapitálu má za následok čiastočnú podporu meny, čo sťažuje získavanie tejto meny. Tiež je ťažké zistiť, či kontroly majú dnes zmysluplný účinok. V skutočnosti vzhľadom na čiastočne obnovený stav islandskej ekonomiky je pravdepodobnejšie, že kontroly zabraňujú prílevu kapitálu odstránením možnosti opustenia investícií, než udržaním existujúcich investícií v rámci krajiny. Týmto spôsobom je potreba zahraničnej meny na financovanie existujúcich dlhov narušená kapitálovými kontrolami v priamom rozpore s ich stanovenými cieľmi.

Hoci odstránenie kapitálových kontrol bolo oneskorené, kontroly stále viac obmedzovali priame zahraničné investície a slobodu Islandčanov. Celkovo však bolo ich

použitie opodstatnené a pomohlo vyriešiť kolaps bankového sektora, pričom sa minimalizovalo poškodenie islandskej ekonomiky. Kapitálové kontroly, sú skvelým príkladom nekonvenčného nástroja stabilizačnej politiky (FT, 2017).

3.2 Brazília

Brazílska federatívna republika je, čo sa Južnej Ameriky týka, najväčším a najľudnatejším štátom. V Brazílii dominuje poľnohospodárstvo, ale aj priemysel, disponuje veľkým nerastným bohatstvom a zanedbateľný nie je ani cestovný ruch.

3.2.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol

Od začiatku 90. rokov Brazília zápasila s hyperinfláciou, ktorá presahovala hodnoty 2 000%. Politika, ktorú vláda vykonávala, sa začala meniť z protekcionistickej na otvorenú a liberálnu, ktorej cieľom bolo začleniť Brazíliu do svetovej ekonomiky. V roku 1994, minister financií Henrique Cardoso prišiel s balíčkom reforiem, ktoré neskôr dostali meno „Plano Real“. Jednou z hlavných zmien, ktoré reforma mala priniesť bolo aj zavedenie novej meny, a tak od júla 1994 začal platiť brazílsky real (BRL). Táto mena bola zavedená v systéme crawling peg-u, čo znamená fixný menový kurz, ktorý sa mení buď pravidelne, alebo v dôsledku zmien, napríklad v ukazovateľoch. Základnými prvkami politiky okrem iného bolo aj stanovisko o dodržiavaní pevnej monetárnej politiky, ktorá bola zameraná na obmedzenie inflácie. Táto politika bola účinná a v roku 1997 dosiahla inflácia úroveň len 6,9%.

Hoci bol relatívne pevný nominálny menový kurz, rast cien komodít ovplyvnil reálny kurz realu, ktorý aprecioval. Vďaka tomu Brazília nebola na zahraničných trhoch konkurencieschopná a deficit bežného účtu platobnej bilancie narastal (Durčáková a Šíma, 2013). Rast deficitu bežného účtu bol spôsobený nárastom importu, zatiaľ čo rast exportu zaostával. Okrem toho, debetná časť služieb sa od roku 1993 do roku 1998 takmer zdvojnásobila. Naopak, finančný účet v tomto období mierne narástol, čo zapríčinil predovšetkým rast priamych zahraničných investícií. Čo sa portfóliových investícií týka, tie v celkovom meradle klesali.

Brazílsku ekonomiku ovplyvňovali aj menové krízy v Mexiku a Argentíne. Kríza mexického pesu na prelome roku 1994 a 1995 priniesla nedôveru zahraničných investorov voči celému regiónu Latinskej Ameriky, a preto BCB bola donútená sprísniť monetárnu politiku, aby si udržala dôveru investorov. V druhej polovici deväťdesiatych rokov vypukli krízy aj na ázijskom kontinente, ako napríklad v Thajsku, Južnej Kórei či Indonézii. Taktiež Rusko zasiahla kríza v roku 1998. Všetky tieto krízy viedli k tomu, že zahraniční investori strácali dôveru voči rozvíjajúcim sa ekonomikám.

Brazílsky real je od novembra 1999 zmeniteľný na bežnom účte platobnej bilancie a BCB bola donútená opustiť fixný kurz realu a zaviesť systém pohyblivých kurzov, tento systém fungoval až do roku 2007. Tento krok spôsobil okamžitú deprecáciu menového kurzu. V roku 2008 okolnosti donútili BCB zmeniť režim pohyblivých kurzov na riadený floating.

V roku 2000 sa zlepšili podmienky financovania ekonomiky a situácia Brazílie na svetových trhoch sa zlepšila. Pokles základnej úrokovej sadzby cez Serviço Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) zo 45% (apríl 1999) na 19% v januári 2000 umožnil úverovú expanziu (Novelli, Galvao, 2004).

Rozsiahle reformy bankovníctva prinútili brazílske banky, aby fyzicky disponovali väčším množstvom prostriedkov čo zaistilo, že banky mali dostatočné množstvo likvidity na vyplatenie investorov, ktorí by sa rozhodli odísť bez hrozby, že by banky zlyhali alebo by bol ohrozený celý bankový sektor. K zlepšeniu situácie tiež dopomohli Cardosonove makroekonomické opatrenia. Prijmy verejného sektoru rástli, čo znamenalo viac prostriedkov na splácanie dlhov, peniaze z privatizácie znížili straty, ktoré vyprodukoval štát a vyššia poľnohospodárska produkcia napomohla k stabilnému vývoju cien potravín (Williams, 2011).

3.2.2 Aplikácia kapitálových kontrol

Po roku 2007, kedy vypukla globálna finančná kríza a veľa krajín sa snažilo zvrátiť nepriaznivý vývoj svojej ekonomiky. Mnoho vyspelých štátov muselo siahnuť po nekonvenčných opatreniach, pretože klasické nástroje už neboli účinné. Najznámejším nekonvenčným opatrením bolo asi kvantitatívne uvoľňovanie FED-u, ktorý mal za následok nadmerný prílev kapitálu do rozvíjajúcich sa trhov. Investori sa snažili nájsť príležitosti, ako zúročiť svoju nadbytočnú likviditu, ktorej odrazu bolo na trhu priveľa.

Rozvojové krajiny mali v tom období ešte stále vysoké úrokové sadzby, zatiaľ čo industrializované krajiny ich mali na svojom minime. Jedným z takýchto rozvíjajúcich sa trhov bola aj Brazília. A práve kvôli tomu sa Brazília uchýlila k aplikácii kapitálových kontrol na „horúci“ kapitál.

3.2.3.1 Dôvody zavedenia kapitálových kontrol

V roku 2007 do brazílskej ekonomiky začali prúdiť portfóliové investície, ich čistý prílev dosiahol takmer 3,5% HDP. Predstavitelia krajiny, hlavne centrálna banka, mali obavy z toho, aký dopad na ekonomiku bude mať tento „horúci“ kapitál. Brazília v tomto období bola v menovom režime inflačného cielenia a práve obrovský prílev kapitálu spolu s nárastom cien exportovaných komodít zapríčinili inflačné tlaky. Ba čo viac, väčšina týchto investícií bola krátkodobá, čo znamená, že prevládali portfóliové investície, z ktorých mali väčšie zastúpenie dlhové cenné papiere.

Ďalším problémom, ktorý nastal, bol obrovský nárast devízových rezerv. Celkové devízové rezervy v Brazílii narástli z 50 miliárd USD na hodnotu presahujúcu 350 miliárd USD v priebehu siedmich rokov. Žiadna iná krajina takýto extrémny nárast devízových rezerv nezažila. Alokácia toľkých rezerv sa prejavila na rastúcich nákladoch súvisiacich s ich držbou, ale aj so sterilizáciou nadbytočnej likvidity, centrálna banka Brazílie ponúkala subjektom na finančnom trhu štátne alebo svoje cenné papiere.

Mnohé udalosti donútili Brazíliu prijať rôzne regulácie či opatrenia. Žiadna iná krajina neexperimentovala s kapitálovými kontrolami tak, ako práve Brazília, keďže si možno ako jediná z mála krajín uvedomovala nastávajúce riziká spojené s prílevom dlhového kapitálu. Hlavné dôvody na zavedenie kontrol sú: silné zhodnotenie meny, strata konkurencieschopnosti, obavy zo štruktúry prichádzajúceho kapitálu, ktorý môže spôsobiť spotrebný boom a vznik cenových bublín aktív.

3.2.3.2 Forma kapitálových kontrol

Brazília sa v roku 2008 vrátila k zavedeniu dane na pohyb kapitálu a zároveň prešla na riadený floating. Avšak daň ešte v októbri toho istého roku zrušila. Dôvodom boli zvraty v kapitálových tokoch a finančný účet sa prepadal do deficitu. Ako sa neskôr

ukázalo, tieto opatrenia boli nastavené hlavne proti portfóliovým investíciám. Brazília v tomto období mala stály deficit bežného účtu, a preto bol prílev kapitálu pre ňu dôležitý a prípadné dopady z náhleho prerušenia prílevu by mali negatívny dopad na brazílsku ekonomiku. V roku 2008 taktiež naplno vypukla finančná kríza a väčšina investorov sťahovala likviditu z rozvojových trhov hlavne kvôli obavám z nepriaznivého vývoja. Zrušenie tejto dane znamenalo, že do krajiny zase začal prúdiť kapitál.

V roku 2009 dosiahol prílev portfóliových investícií opäť hodnoty vyššie ako 3% HDP. Jedným z dôvodov tohto nárastu tiež bolo kvantitatívne uvoľňovanie FEDu, ale taktiež sa pod tento nárast mohlo podpísať potvrdenie Brazílie ako miesta konania Letných olympijských hier v roku 2016, čo prilákalo mnoho investorov do krajiny.

V októbri 2009 bola zavedená 2% daň na portfóliové investície, ktoré zahrňovali ako akcie tak fixný príjem. Toto opatrenie bolo efektívne a ihneď došlo k redukcii portfóliových investícií. Avšak existoval spôsob, ako sa vyhnúť kontrolám. Jedným zrejým kanálom, ktorý investorom umožnil obísť kontroly v prípade tokov vlastného imania, bola premena depozitných certifikátov. Depozitné certifikáty sú cenné papiere vydané depozitárom resp. depozitnou bankou, ktorá získa podkladové cenné papiere na domácom trhu, v našom prípade v Brazílii, a následne vydá príslušný doklad, ktorý je obchodovateľný na zahraničných trhoch. Čiže zahraniční investori majú možnosť kúpiť tento certifikát a potom ho konvertovať na podkladové aktíva na brazílskom trhu, čo im vlastne umožní vstúpiť na brazílsky finančný trh bez nutnosti zaplatiť 2% daň za prílev kapitálu. Na základe toho bolo prijaté opatrenie v novembri 2009, kedy sa zaviedla daň vo výške 1,5% na depozitné certifikáty a o rok neskôr bola táto sadzba zvýšená na 2% (Chamon, Garcia, 2013).

V roku 2010 pokračovali vysoké prílevy kapitálu do brazílskej ekonomiky, a preto v októbri tohto roku bola zdvihnutá daňová sadzba pre finančné operácie na 4% a o pár dní neskôr dokonca až na 6%. Po tomto opatrení množstvo portfóliových investícií poklesol, a okrem toho sa podarilo aj zmeniť štruktúru týchto investícií, kedy začali prevládať majetkové cenné papiere nad tými dlhovými.

V roku 2011 Brazília zaviedla neúročené povinné minimálne rezervy vo výške až 60% na hrubé devízové pozície banky vyššie než 3 miliardy USD. Neskôr boli tieto povinné minimálne rezervy rozšírené o devízové pozície presahujúce 1 miliardu USD. V tomto roku sa stali predmetom 6% daňovej sadzby aj brazílske firmy s úvermi v zahraničí, ktorých splatnosť bola kratšia ako 1 rok. Neskôr aj toto opatrenie bolo zmenené, najskôr o úvery so splatnosťou kratšou ako 2 roky a v roku 2012 dokonca

s maturitou kratšou ako 5 rokov. V priebehu roku 2012 začali konečne prílevy kapitálu klesať. Bežný účet platobnej bilancie Brazílie bol v deficite zhruba 3% HDP, a preto kvôli udržaniu prílevu kapitálu začala Brazília postupne kapitálové kontroly uvoľňovať. Ešte koncom roka 2011 bola zrušená daň pre finančné transakcie majetkových cenných papierov a v polovici roka 2012, bola predmetná daň zrušená úplne. Neúročené povinné minimálne rezervy boli povinné od konca roka 2012 znova len pre devízové pozície vyššie ako 3 miliardy USD a daň pre brazílske firmy na úvery v zahraničí bola zregulovaná na splatnosť menšiu ako 1 rok (Chamon a Garcia, 2013).

3.2.3.3 Efekt kapitálových kontrol

Baumann a Gallgher (2012) považujú brazílske opatrenia za efektívne, nakoľko sa okrem iného podarilo aj znížiť volatilitu menového kurzu. V roku 2008 došlo k výraznej deprecii brazílskej meny a zároveň volatilita kurzu koncom roku 2008 výrazne narástla. Prijaté regulácie na prílev kapitálu dopomohli túto volatilitu zmierniť. Vo všeobecnosti môžeme tvrdiť, že kapitálové kontroly aplikované v Brazílii nemali zase až taký vplyv na objem prílevu kapitálu, ale skôr ovplyvnili štruktúru kapitálu, ktorý do Brazílie pritekal. Taktiež sa zmenilo zloženie investícií, z krátkodobých na dlhodobé, a podarilo sa prinútiť subjekty investovať viac do majetkových cenných papierov, než do dlhových. To pomohlo zmierniť strach možného odlevu kapitálu z krajiny.

Súčasný stav brazílskej ekonomiky nie je dobrý. Krajine sa príliš nedarí a zároveň prechádza politickou nestabilitou. Brazília musí výrazne zapracovať na svojej inštitucionálnej a legislatívnej stránke, aby mohla aj v dlhom období ekonomicky rásť a prosperovať. Na základe toho môžeme skonštatovať, že takéto opatrenia sú účinné v krátkom čase, kedy do krajiny prúdi veľké množstvo kapitálu. Avšak takéto opatrenia nie sú vhodné ako dlhodobé riešenie.

3.3 Cyprus

Cyprus je otvorená trhovú ekonomiku, v ktorej dominuje sektor služieb, ktorý tvorí až štyri pätiny HDP. Cestovný ruch, finančné služby a reality sú najdôležitejšie zložky Cyperského hospodárstva. Taktiež disponuje nedávno objavenými rezervami zemného

plynu (Indexmundi, 2013). Finančná otvorenosť Cypru spôsobuje, že je závislý od zahraničného goodwillu a kapitálových tokov.

3.3.1 Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol

Keď sa snažíme popísať príčiny vzniku krízy na Cypre, musíme začať najskôr tým, že v roku 2008 vstúpil Cyprus do eurozóny, čo automaticky znamenalo, že sa vzdáva nezávislej monetárnej politiky v prospech ECB. Tým, že sa vzdala flexibility vlastnej meny a možnosti určovať krátkodobé úrokové sadzby, zostala fiškálna nezávislosť ako posledný významný hospodársky nástroj. Ak sa zameriame na príčiny vzniku krízy, môžeme hovoriť o troch rôznych faktoroch:

- realitná bublina, ktorá viedla k obrovskej zadlženosti domácností;
- nezodpovedná politika ľavicovej vlády v období 2008 až 2012;
- investície súkromných bánk v Grécku a následná banková kríza.

Realitná bublina, ktorá začala vznikať po vstupe Cypru do EÚ v roku 2004, bola hlavným faktorom zadlženia cyperských domácností. Cyprus sa vydal na podobnú cestu ako Španielsko, Portugalsko, ale aj Írsko, kde došlo k rapídному nárastu zahraničného dopytu po domácich rekreačných nehnuteľnostiach a ich výstavbe. Nižšie úrokové sadzby úverov a lepšie zaistenie vlastníckych práv po vstupe do EÚ spoločne prispeli k rozvoju realitného biznisu. Realitná bublina sa nafukovala veľmi rýchlo, a to sa prirodzene prejavilo aj na miere zadlženosti privátneho sektora. V roku 2010 korporátny dlh a dlh domácností v pomere k HDP dosiahol takú úroveň, že sa stal druhým najvyšším v EÚ. Cyperský dlh presiahol jedine dlh Írska. Hodnota korporátneho dlhu dosiahla úrovne 144,5% HDP a zadlženosť domácností siahala až k 159,2% HDP (Michaelides, 2014).

V roku 2008 nastáva dôležitý míľnik taktiež z pohľadu domácej politickej situácie, kedy sa po voľbách dostala k moci ľavicová vláda prezidenta Demetrisa Christofiasa. Hlavnou programovou prioritou novej vlády sa stalo populistické zvyšovanie sociálnych výdavkov. Štátne výdavky Cypru v rokoch 2008 až 2010 rástli medziročne o 11-15%, zatiaľ čo HDP krajiny zostávalo relatívne rovnaké (Orphanides, 2014).

V rámci populistického ignorovania rozpočtových obmedzení, dochádzalo tiež k rozširovaniu štátnej správy a v neposlednom rade značná časť výdavkov bola vynaložená

na zvyšovanie dôchodkov. Vládne výdavky stále rástli, cyperská vláda siahla po zahraničných pôžičkách, keďže úrokové sadzby v zahraničí boli nižšie ako domáce, a to aj napriek prebiehajúcej globálnej kríze. Tento krok viedol k tomu, že sa začal zvyšovať zahraničný dlh krajiny, čo potvrdzuje aj štatistika, kedy na začiatku roka 2008 po voľbách dosahoval štátny dlh 45% HDP a na konci roka 2012 dosiahol takmer 80% hodnoty HDP. IMF, Európska komisia či ECB niekoľkokrát upozorňovali cyperskú vládu na túto politiku nezodpovednosti. Tieto varovania však nepadli na úrodnú pôdu, pretože zmysluplné riešenia zhoršujúcej sa situácie by znamenalo politicky nepopulárne kroky, ktoré populistická ľavicová vláda nebola ochotná podstúpiť.

Osobitnú úlohu pri vypuknutí krízy hral aj extrémne rozvinutý bankový sektor. Aktíva v roku 2012 mali hodnotu až 7,5-násobku cyperského HDP (Michaelides, 2014). Väčší bankový sektor vzhľadom na HDP, v rámci Eurozóny, malo už len Luxembursko a Malta. Dôvodom, prečo cyperský bankový sektor dosiahol takú veľkosť bola nízka úroveň zdanenia, výhodné úrokové sadzby na bankových účtoch, množstvo uzavretých bilaterálnych zmlúv o zákaze dvojitého zdanenia a právny systém, ktorý mal základy v anglickom práve (Economist, 2013a).

Cyprus bol označovaný za daňový raj. Do cyperských bánk si svoje peniaze začali ukladať bohatí klienti z celej Európy a hlavne z Ruska. Vďaka tomu banky disponovali obrovskou likviditou a začali poskytovať veľké množstvo úverov privátnemu sektoru, ktoré boli použité hlavne na financovanie akvizícií a nadobúdanie nehnuteľností, čo prispelo k rastu bubliny na trhu s nehnuteľnosťami a nadmernému zadlžovaniu domácností a firiem. Banky likviditu používali aj na realizáciu investícií v zahraničí, najmä čo sa týka investícií v Grécku, kde vo veľkom skupovali vládne dlhopisy, a tým sa vystavili nadmernému riziku spojenému s vtedajším makroekonomickým vývojom Grécka. Práve tieto investície sa v slede ďalších udalostí stali pre Cyprus osudovými.

V roku 2011, keď sa začala kulminovať kríza eurozóny, bolo jasné, že program na zotavenie susedného Grécka schváleného Troikou (Medzinárodný menový fond, Európska centrálna banka a Európska komisia) neprebíha podľa plánu. Reakciou EÚ na tento stav bolo rozhodnutie začleniť do reštrukturalizácie gréckeho dlhu tiež súkromný sektor, čo v podstate znamenalo odpustenie dlhu Grécka zo strany veriteľov, čiže súkromných bánk. Tento fakt znamenal obrovské straty zvlášť pre dve najväčšie cyperské banky Laiki a Bank of Cyprus (BoC), ktoré vo veľkom skupovali dlhopisy Grécka. V dôsledku toho prišli až o 80% hodnoty aktív gréckeho dlhu v ich držaní (Orphanides, 2014a). Táto čiastka

predstavovala približne 5 miliárd eur, čo zodpovedalo tak 25% cyperského HDP (Michaelides, 2014).

Laiki a BoC zo dňa na deň zaznamenali obrovskú stratu a boli nútené čo najrýchlejšie sa rekapitalizovať. O pomoc požiadali štát vzhľadom na to, že banky nemali toľko prostriedkov na to, aby sa s týmto problémom vysporiadali bez pomoci. Cyperská vláda ale medzitým stratila prístup k zahraničným kapitálovým trhom v dôsledku nezodpovednej fiškálnej politiky a expozícií gréckeho dlhu. Jedinou možnou alternatívou financovania zlyhávajúcich bánk bolo požiadať o pomoc Troiku, alebo nájsť takého veriteľa, ktorý by bol ochotný požiť Cypru, napriek vyššiemu riziku. Populistická cyperská vláda sa chcela vyhnúť pomoci od Troiky, pretože by bola nútená prijať nepopulárne úsporné opatrenia. Avšak našiel sa veriteľ, ktorý bol ochotný Cypru poskytnúť pôžičku. Týmto veriteľom sa stala Ruská federácia, ktorá poskytla pôžičku vo výške 2,5 miliardy eur. Táto čiastka nebola dostačujúca a len odložila dôležité rozhodnutie týkajúce sa reštrukturalizácie finančného sektora na neskôr (Satyarthi, 2014).

V marci 2012 ratingová agentúra Moody's znížila status Cypru na „junk“, hlavne kvôli jeho expozícii voči gréckej kríze. Aj cyperské vládne dlhopisy utrpeli. Všetky tri ratingové agentúry im znížili rating pod investičný stupeň a podľa pravidiel ECB to znamenalo, že dlhopisy prestali byť v rámci eurozóny kvalifikované ako záručné aktívum. Cyperská vláda ešte mohla dúfať, že ECB spraví výnimku ako pri Grécku, Portugalsku či Írsku, avšak v prípade Cypru sa tak nestalo. ECB sa silou mocou snažila donútiť cyperskú vládu ku kooperácii, aby začali s nevyhnutnými reformami a fiškálnym prispôbením (Economist, 2013a). Tak sa stal Cyprus prvou krajinou, ktorej centrálna banka odmietla akceptovať jej dlhopisy pre účely monetárnej politiky (Orphanides, 2014a).

3.3.2 Aplikácia kapitálových kontrol

V júni 2012 sa vláda Cypru rozhodla formálne požiadať o pomoc Európsky stabilizačný mechanizmus pri záchrane finančného sektora. Avšak táto žiadosť bola naozaj len formálna a o podmienkach dohody sa začalo rokovať až o niekoľko mesiacov neskôr, po zvýšení tlaku zo strany ECB. Predbežná dohoda bola oznámená až na konci novembra. Dohoda zahŕňovala úsporné opatrenia ako zníženie sociálnych benefitov, zvýšenie dane z pridanej hodnoty či zníženie plátov zamestnancov štátnej správy (Iordanidou a Samaras, 2014).

Január 2013 priniesol zmenu na poste prezidenta. Christofiasa nahradil proeurópsky konzervatívce Nicos Anastasiades, ktorý mal záujem dokončiť jednanie s Troikou, a to v čo najkratšom čase. V marci 2013 Troika navrhla záchranný plán, ktorý zahrňoval pomoc vo výške 10 miliárd eur pre cyperský bankový sektor a štát. V tomto mesiaci kríza dosiahla svoj vrchol, pri ktorom boli banky zavreté až na jedenásť dní, čo je najdlhším obdobím v histórii globálnej ekonomiky (Michaelides, 2014).

Pôvodný plán Troiky taktiež zahrňoval, jednorazové zdanenie vkladov pre domáce banky. Zdanenie malo byť vo výške 6,7% pre vklady do 100 000 eur a nad 100 000 eur táto daň bola stanovená na 9,9%, pričom sporitelia, ktorých vklady boli kryté poistením, mali byť odškodnené podielom v bankách. Tento plán nebol nikdy pred tým použitý v prípade záchranných balíčkov pre Grécko, Írsko či Portugalsko. Tento dodatok cyperskú vládu ako aj medzinárodné spoločenstvo veľmi prekvapil a bol aj veľmi rýchlo odsúdený, pretože znamenal potenciálnu hrozbu pre stabilitu bánk v celej eurozóne (Zenios, 2014).

Tento návrh však vyžadoval súhlas parlamentu, ktorý, ako sa očakávalo, ho jednohlasne odmietol. Nová pravicová vláda sa snažila vyrokovať lepšie podmienky dohody. Cyperský minister financií bol vyslaný do Ruska, kde sa pokúšal vyjednať rekapitalizáciu bankového sektora. Na miestnej úrovni sa potom diskutovalo napríklad o využití penzijných fondov a cirkevných majetkov ako alternatívu financovania nutných 5,8 miliárd eur pre rekapitalizáciu bánk. V rámci ochrany stability gréckeho a cyperského bankového sektora sa rozhodlo, že všetky grécke pobočky patriace cyperským bankám budú čo najskôr predané (Michaelides, 2014).

Po tom, čo prvý záchranný plán vyvolal mnoho emócií, Troika bola nútená začať jednať o novom. Ten sa podarilo dojednať celkom rýchlo. Obsahoval dohodu o reštrukturalizácii banky Laiki pomocou vytvorenia „dobrej“ a „zlej“ banky. Dobrá banka, BoC, mala pokračovať vo svojej činnosti, a tá „zlá“, Laiki, mala byť zlikvidovaná. Zostávajúce aktíva a vklady pod 100 000 eur v Laiki mali byť zachránené a presunuté do BoC, vklady, ktoré nepodliehali ochrane vkladov nachádzajúce sa v Laiki boli použité na rekapitalizáciu dobrej banky (Satyarthi a kol., 2014). Ako nadmerné bezpečnostné opatrenie bolo prijaté rozhodnutie o zmrazení vkladov nad 100 000 eur, ktoré neodliehalo ochrane vkladov v BoC až do doby, pokiaľ nebude rekapitalizácia úplne implementovaná (European Council, 2013). Zatvorenie banky Laiki a rekapitalizácia BoC výrazne dopomohla zníženiu objemu nutných pôžičiek v celom záchrannom balíčku, takže pôžička 10 miliárd eur od Troiky bola postačujúca bez potreby ďalších zásahov do istených bankových vkladov.

Finálne podmienky aktivácie záchranného balíčka, ktoré prešli schvaľovacím procesom cyperskej Poslaneckej snemovne na konci apríla 2013, boli nasledovné:

- rekapitalizácia celého finančného sektora s akceptovaním likvidácie banky Laiki;
- implementácia rámca proti praniu špinavých peňazí v cyperských finančných inštitúciách;
- fiškálna konsolidácia napomáhajúca k zníženiu cyperského vládneho dlhu;
- štrukturálne reformy určené na obnovu konkurencieschopnosti a napravenie makroekonomických nezrovnalostí;
- Privatizačný program (European Commission, 2013).

3.3.2.1 Dôvody zavedenia kapitálových kontrol

Ako sme už spomínali vyššie, medzinárodná finančná kríza mala na Cyprus negatívny vplyv. Najviac utrpel bežný účet, ktorý sa prepadal, zatiaľ čo bankový sektor neustále rástol. Ďalším problémom bol aj spomaľujúci sa hospodársky rast či rast nezamestnanosti. Navyše zvolená hospodárska politika v podobe extrémnej fiškálnej expanzie nebola v takejto miere opodstatnená ako prirodzená proticyklická odpoveď na stres spôsobený hospodárskou krízou. Okrem toho Cyprus zažíval aj náhly pokles investičnej aktivity. Od roku 2007 do roku 2012 sa podiel investícií na HDP znížil v priemere o 10% (Hardouvelis a Gkionis, 2016).

Hlavným cieľom kapitálových kontrol na Cypre bolo obmedzenie odlevu kapitálu, ktorý by mohol pôsobiť destabilizačne na likviditu bánk alebo bankového sektora ako celku. Ďalším signifikantným dôvodom aplikácie kontrol bolo zníženie rizika migrácie vkladov.

Na Cypre boli zavedené kapitálové kontroly v kontexte krajiny eurozóny, ktorá prijala opatrenia podporované medzinárodnou pomocou s cieľom posilniť jej hospodárstvo a udržať si členstvo v eurozóne. Tieto rozsiahle kontroly sa snažili zabrániť alebo obmedziť transakcie, ktoré by inak viedli k odlevu kapitálu z cyperského bankového sektora (Eurozone Bulletin, 2013).

3.3.2.2 *Forma kapitálových kontrol*

Zabezpečenie finančnej stability si vyžiadalo zavedenie kapitálových kontrol a obmedzení výberu hotovosti. Prvým krokom boli šesťdňové bankové prázdniny. V priebehu týchto dní, od 15. marca do 28. marca 2013, sa objasňovala a implementovala stratégia reštrukturalizácie bánk. Bolo jasné, že akonáhle budú banky znova otvorené spustí sa run na banku. V súvislosti s týmito predpokladmi, cyperský minister financií, vydal nariadenie, v ktorom boli nezabezpečené vklady v BoC zmrazené a boli prijaté obmedzenia na všetky výbery hotovosti, domáce a zahraničné prevody.

Po tom ako sa rekapitalizovali dve najväčšie banky sa likvidná pozícia bánk po uplynutí bankových prázdnin mala chrániť. Zaviedli sa dočasné reštrikcie, ktoré mali umožniť účastníkom trhu, aby sa zoznámili s novým bankovým prostredím. Kapitálové kontroly boli implementované nielen na domáce, ale aj na cezhraničné transakcie. Všetky implementované opatrenia sa od zavedenia budú postupne uvoľňovať. Kapitálové kontroly sa týkali hlavne hotovosti, šekov, kreditných a debetných kariet, prevodov, otvorenia nových účtov a predĺženia termínovaných vkladov.

Obmedzenia týkajúce sa hotovostných transakcií boli zamerané na riadenie výberov finančných prostriedkov od bánk, ako aj nekontrolovaného vývozu kapitálu. V dôsledku toho boli výbery hotovosti obmedzené na maximálne 9 000 eur mesačne. Vývoz bankoviek v zahraničí bol obmedzený na 2 000 eur na osobu a cestu.

Preplácanie šekov bolo zakázané s cieľom zabrániť obchádzaniu obmedzenia týkajúceho sa hotovostných transakcií. Šeky sa mohli použiť na platby a prevody v rámci Cypru v súlade s pravidlami platnými pre bezhotovostné prevody. Na transakcie uskutočnené pomocou kreditných alebo debetných kariet sa vzťahovali rovnaké obmedzenia ako v prípade hotovosti. Platby v zahraničí boli však obmedzené na 5 000 eur na držiteľa účtu za mesiac, s cieľom zabrániť nadmernému vývozu kapitálu.

Obmedzenia boli aplikované aj s cieľom zabrániť odlevu kapitálu, ktorý by mohol destabilizovať likviditu bánk alebo bankového sektora ako celku. Cezhraničné prevody korporácií, ktoré nepresahujú 300 000 eur a prevody domácnosti pod 20 000 eur boli vyňaté z obmedzení. Platby presahujúce tieto limity podliehali schváleniu Výboru pre obmedzenia (vrátane členov z CBC a MF), aby overili, či je platba v súlade s bežnými obchodnými aktivitami platiteľa. Jednotlivci mohli pre akékoľvek účely uskutočniť

prevody do 3 000 eur a právnické osoby do 50 000 eur do inej domácej banky. Výplaty miezd nepodliehali žiadnym obmedzeniam.

Kapitálové kontroly sa týkali aj zákazu otvorenia nových účtov. Toto opatrenie bolo zavedené s cieľom znížiť riziko migrácie vkladov, ktoré by potenciálne mohlo narušiť likviditu bánk. Na základe toho banky nesmeli otvárať účty novým zákazníkom, s výnimkou prijatia finančných prostriedkov zo zahraničia alebo so súhlasom výboru.

Ďalším obmedzením bolo predĺženie maturity termínovaných vkladov. S cieľom ďalšieho stabilizovania likvidity bánk sa termínované vklady predĺžili o jeden mesiac, s výnimkou vkladov do 5000 eur. Termínované vklady sa taktiež mohli použiť na kompenzáciu existujúcich úverov v rámci tej istej banky, aby sa zabránilo zvýšeniu zlyhaných úverov (IMF,2013).

Finančné transakcie, platby alebo prevody, ktoré neboli dokončené pred uverejnením dekrétu o kapitálových kontrolách, budú predmetom obmedzení. Banky nemôžu vykonávať bezhotovostné platby alebo prevody peňazí, ktoré obchádzajú kapitálové kontroly. Reštriktívne opatrenia sa vzťahujú na všetky účty, platby a transfery bez ohľadu na menu, s výnimkou, že sa nevzťahujú na platby Cyperskej republiky alebo Centrálnej banky Cypru (Eurozone Bulletin, 2013).

3.3.2.3 *Efekt kapitálových kontrol*

Spomedzi všetkých krajín, ktoré zápasili s krízou, Cyprus zažil najrýchlejší „come-back“ na medzinárodné trhy, a to vďaka zvýšenej dôveryhodnosti. Od marca 2013 Cyprus úspešne absolvoval deväť revízií podľa plánu čerpania MMF a sedem revízií podľa harmonogramu ESM. Cyprus nakoniec vyčerpal len približne 7,3 miliardy eur z celkových 10 miliárd, ktoré mal k dispozícii v rámci programu. ESM vyplatil sumu v hodnote 6,3 miliárd eur a zvyšnú miliardu poskytol MMF. Program ESM bol dokončený 7. marca 2016, neskôr Cyprus ukončil aj program MMF (Hardouvelis a Gkionis, 2016).

Makroekonomické výsledky vyšli lepšie, ako sa očakávalo v počiatočných a revidovaných prognózach programu. Recesia v rokoch 2013-2014 bola miernejšia, ako sa očakávalo. Veľká časť lepšej výkonnosti vyplývala zo skutočnosti, že bail-in a spill-over efekty na domácu ekonomiku boli značne nadhodnotené. Z pohľadu dopytu, súkromná spotreba zostala odolná, pretože spotrebitelia ako aj podniky používali časť svojich preventívnych úspor na vyrovnanie spotreby a bail-in zasiahol predovšetkým cudzincov.

Čo sa strany ponuky týka, ekonomická aktivita v odvetviach cestovného ruchu a profesionálnych služieb zostala relatívne odolná, pretože obe z nich sú menej závislé od úverov, ale aj medzinárodne konkurencieschopnejšie (Hardouvelis a Gkionis, 2016).

4 Diskusia

Existuje množstvo argumentov, ktoré zdôvodňujú, prečo sa krajiny uchýlia k zavedeniu kapitálových kontrol. Kapitálové kontroly vedia zlepšiť hospodársku situáciu krajiny, ale aj zabezpečiť finančnú stabilitu ekonomiky. Krajina zavádza kontroly tokov kapitálu ako reakciu na vzniknuté problémy, ako to bolo aj v prípade Islandu, Cypru či Brazílie.

Islandská ekonomika bola v čase pred vypuknutím hospodárskej krízy natoľko prehriata, že nedokázala absorbovať otrasy vyvolané nastupujúcou krízou. Hlavnou príčinou prehriatia ekonomiky bola vysoká inflácia a snaha CBI ju dostať pod kontrolu neustálym zvyšovaním úrokových sadzieb, čo viedlo k nadmernému prílevu kapitálu a následnému posilneniu islandskej meny. Okrem toho bankový sektor Islandu dosahoval až 10-násobok jeho HDP. Hlavným problémom na Cypre bola veľkosť jeho bankového sektora. Bankový sektor mal v čase krízy veľkosť 7,5-násobku HDP. Po tom ako sa Cyprus dostal do eurozóny, jeho atraktívna daňová politika lákala investorov z celého sveta. Práve to spôsobilo, že banky disponovali obrovskou likviditou a ochotne ju požičiavali domácnostiam na nákup nehnuteľností, čím na trhu začala vznikať realitná bublina. Okrem toho bola pri moci ľavicová vláda, ktorá Cyprus výrazne zadlžila. Brazília ako rozvojová krajina zápasila s úplne inými problémami. Začiatkom 90. rokov sa začala meniť z protekcionistickej krajiny na liberálnu. Na zahraničných trhoch však stále nebola dostatočne konkurencieschopná a vykazovala deficitný účet platobnej bilancie.

Každá krajina mala teda iný motív na zavedenie kontrol. Dôvodom, prečo Island zaviedol kapitálové kontroly, je podľa nášho názoru obava z horúcich peňazí, resp. strach zo „sudden stops“ efektu. Vďaka nesprávne zvolenej politike z minulej dekády – inflačného cielenia, sa centrálna banka snažila dostať infláciu pod kontrolu neustálym zvyšovaním úrokových sadzieb. V malej ekonomike, ako je Island, vysoké úrokové sadzby podporujú domáce firmy a domácnosti, aby si mohli požičiavať v cudzej mene; takisto priťahujú obchodníkov „carry traderov“, ktorí špekulujú proti "nekrytým úrokovým paritám". Výsledkom toho bol veľký prílev cudzej meny, čo viedlo k prudkému zhodnoteniu výmenného kurzu. Práve tu nastáva strach z toho, že v dôsledku krízy investori budú sťahovať kapitál z islandskej ekonomiky. Práve kapitálovými kontrolami odlevu sa predstavitelia vlády snažili zabrániť odlevu kapitálu z krajiny.

Tabuľka č.4 – Porovnanie krajín

		Island	Brazília	Cyprus
Vývoj pred zavedením kapitálových kontrol	Hospodárska politika	Prehriatie ekonomiky, inflačné ciele, vysoké úrokové sadzby, apreciácia meny	Inflačné ciele, deficitný bežný účet platobnej bilancie	Populistická politika ľavicovej vlády, nadmerný rast vládnych výdavkov
	Finančný sektor	Nadmerne veľký bankový sektor, zadlženosť domácností v cudzej mene	Reforma bankového sektora priniesla lepšiu kapitalizáciu bánk	Realitná bublina – obrovská zadlženosť domácností, investície súkromných bánk v Grécku, nadmerný bankový sektor
Aplikácia kapitálových kontrol	Obdobie	2008-2017	2009-??	2013-2015
	Dôvody zavedenia kapitálových kontrol	Strach z horúcich peňazí – „sudden stops“	Strach z nadmerného prílevu kapitálu, strach z horúcich peňazí	Strach z horúcich peňazí - „sudden stops“
		Obmedzenie odlevu kapitálu, udržanie devízových rezerv,	Silné zhodnotenie meny, obavy zo štruktúry kapitálu, obavy zo vznik cenových bublín, nadmerný prílev kapitálu	Obmedzenie odlevu kapitálu, znížiť riziko migrácie vkladov, súčasť opatrení prijatých ESM a MMF
	Typy kapitálových kontrol	Administratívne	Trhové	Administratívne
		Kontroly odlevu kapitálu	Kontroly odlevu kapitálu Kontroly prílevu kapitálu	Kontroly odlevu kapitálu – liečebné
		Liečebné	Preventívne	Liečebné
		Kontroly množstva	Cenové mechanizmy	Kontroly množstva
	Nástroje stabilizačnej politiky	Súčasť menovej politiky	Súčasť menovej a fiškálnej politiky	Súčasť menovej politiky
	Úspešnosť kapitálových kontrol	Úspešné	Úspešné	Úspešné

Zdroj: Vlastné spracovanie

Cyprus bol dotlačený do kapitálových kontrol na základe záchranného balíčka z MMF a ESM. Podobne ako Island, aj Cyprus sa snažil zabrániť odlevu kapitálu z krajiny, čo bola to reakcia na strach v podobe „sudden stops“. Cyprus bol a aj je označovaný za daňový raj. Na Cyprus prúdil kapitál z rôznych častí sveta vďaka výhodným daňovým sadzbám. Banky disponovali obrovským množstvom likvidity, čo podporovalo úverovú expanziu v krajine. Okrem iného cyperské banky mali investovaný kapitál v gréckych bankách. Po vypuknutí krízy hrozilo, že veritelia si začnú svoje vklady hromadne vyberať, čo by mohlo narušiť likviditu bánk, a tým destabilizovať bankový sektor ako celok.

Brazília sa hlavne obávala vzniku cenových bublín a zloženia kapitálu, ktorý pritekal do ekonomiky. Po tom ako Fed začal s kvantitatívnym uvoľňovaním, mnoho investorov začalo investovať práve do rozvíjajúcich sa krajín, ako napríklad Brazília. Problémom bolo, že kapitál, ktorý v obrovských množstvách pritekal do ekonomiky bol v podobe portfóliových investícií, v rámci ktorých prevažovali investície do dlhových cenných papierov. V prípade Brazílie sa nám teda prelínajú dva strachy. Strach z nadmerného prílevu kapitálu súčasne so strachom z horúcich peňazí. Tá ako reakciu zaviedla kapitálové kontroly, hlavne z dôvodu, že si uvedomovala riziká spojené s nadmerným prílevom kapitálu.

Ako sme už v prvej kapitole spomínali, kapitálové kontroly môžu byť v rôznej podobe. Island a Cyprus zvolili cestu administratívnych kontrol, ktoré mali formu priamych nariadení. Tie mali formu priamych zákazov, objemových obmedzení a niektoré transakcie boli podmienené schválením príslušnými orgánmi. Zavedené kontroly mali za úlohu zabrániť odlevu kapitálu z ekonomiky a ich účinok bol skôr liečebný ako preventívny, čo znamená, že boli zavedené až keď už bol problém na svete. Naopak Brazília sa vydala cestou trhových kapitálových kontrol, ktoré mali podobu explicitného a implicitného zdanenia finančných tokov. Okrem toho hlavným cieľom Brazílie bolo ovplyvniť prílev kapitálu ani nie tak čo sa objemu týka, ale štruktúry. Na to využívala rôzne daňové sadzby z finančných transakcií a povinné minimálne rezervy. Brazília však na rozdiel od Cypru a Islandu zaviedla kapitálové kontroly ešte pred tým ako vznikol problém. Na základe toho môžeme konštatovať, že administratívne kontroly krajiny zavádzajú ako reakciu na už vzniknutý problém v ekonomike. Avšak ak krajiny zavedú kapitálové kontroly preventívne, využívajú skôr trhové/nepriame kontroly v podobe explicitných a implicitných daní z finančných tokov, prípadne zvolia iné regulačné opatrenia.

Z pohľadu stabilizačnej politiky, kapitálové kontroly zavedené na Cypre a Islande môžeme zaradiť pod nástroje menovej politiky. V prípade týchto dvoch krajín sa jednalo hlavne o kontroly množstva v podobe stropov vo forme výberu hotovosti, osobitných povolení určitých cezhraničných transakcií a iných administratívnych kontrol. Všetky tieto nástroje boli vykonávané prostredníctvom centrálnych bánk. Naopak Brazília okrem kontrol spadajúcich pod nástroje menovej politiky – neúročené povinné minimálne rezervy, využívala aj nástroje fiškálnej politiky vo forme daní. Tie boli uvalené na portfóliové investície, neskôr na depozitné certifikáty, finančné operácie a pod.

Zavedenie kapitálových kontrol vo všetkých troch krajinách malo svoje opodstatnenie. V prípade Islandu kapitálové kontroly pomohli zmierniť bankovú krízu, čím sa zabránilo poškodeniu islandskej ekonomiky ako celku. Avšak kapitálové kontroly v podobe v akej boli zavedené mali zabrániť odlevu kapitálu, ale súčasne bránili aj prílevu kapitálu do krajiny. Investori sa báli, že sa už k svojim finančným prostriedkom nedostanú. Tým Island prišiel o dôležitý zahraničný zdroj, ktorý mal financovať nahromadené islandské dlhy. V tomto prípade boli zavedené kontroly v priamom rozpore s ich hlavným cieľom zavedenia.

Brazílske kapitálové kontroly môžeme považovať za vysoko efektívne. Brazílii sa vďaka nim podarilo znížiť volatilitu menového kurzu. Hoci kapitálové kontroly nemali signifikantný účinok na objem kapitálu, ovplyvnili výrazným spôsobom jeho štruktúru, čo bolo koniec koncov aj ich hlavným motívom zavedenia. Začali prevládať dlhodobé investície a subjekty viac investovali do majetkových cenných papierov než do dlhových. Tým sa podarilo zmierniť strach z náhleho odlevu kapitálu.

Cyprus zaznamenal najväčšiu rehabilitáciu spomedzi všetkých krajín, ktoré kríza postihla najviac. Vďaka zavedeným kontrolám a ďalším opatreniam navrhnutých MMF a ESM Cyprus úspešne absolvoval všetky revízie a ukončil záchranné programy.

ZÁVER

Diplomová práca sa venuje téme, ktorá sa v posledných rokoch znova dostáva do popredia hlavne ako následok hospodárskej krízy z roku 2008 a kapitálovým kontrolám ako nástroja proti-cyklickej hospodárskej politiky. Hlavným cieľom kapitálových kontrol je zníženie objemu, prípadne zmena štruktúry prílevu a odlevu kapitálu, zníženie tlaku na reálny menový kurz a výkon nezávislej monetárnej politiky.

Naša diplomová práca je rozdelená na štyri časti. Prvá kapitola tvorí teoretický základ našej diplomovej práce. Venujeme sa v nej nástrojom hospodárskej politiky, ako aj jej zložkám, stabilizačnej a vonkajšej politike. S našou témou úzko súvisí aj problematika kapitálovej mobility, ktorú taktiež rozoberáme v daných odsekoch. Ťažisko teoretickej časti leží na vymedzení pojmu kapitálových kontrol. Táto sekcia sa konkrétne venuje charakteristike kapitálových kontrol, typológii, dôvodoch zavedenia, ale aj na spôsobe aplikácie kapitálových kontrol. Na záver sme zhrnuli hlavné výhody a nevýhody kapitálových kontrol.

Druhá kapitola bola dedikovaná cieľu práce, metodike a metódam skúmania. Za hlavný cieľ práce sme si zvolili objasnenie problematiky kapitálových kontrol a následne zhodnotenie aplikovaných kapitálových kontrol nami vybraných krajín.

Výsledky práce boli zamerané už konkrétne na aplikáciu kapitálových kontrol v jednotlivých krajinách. My sme si zvolili tri krajiny, konkrétne Island, Brazíliu a Cyprus. Tieto krajiny zaviedli kapitálové kontroly práve ako odpoveď na hospodársku krízu, ktorá vypukla v roku 2008.

Poslednou časťou našej diplomovej práce je diskusia, ktorá bola zameraná na komparáciu implementácie kapitálových kontrol v rámci vybraných krajín. Jedným z hlavných zistení bolo, že administratívne kapitálové kontroly sú nástrojom menovej politiky a sú využívané v situáciách, kedy krajina zavádza kapitálové kontroly ako odpoveď na vzniknuté problémy, ako tomu bolo v prípade Islandu a Cypru. Naopak Brazília využívala trhové kapitálové kontroly, ktoré bolo zložkou menovej, ale aj fiškálnej politiky. Nepriame kontroly tokov kapitálu sa využívajú hlavne ako prevencia pred prehriatím ekonomiky, vznikom krízy. Na záver diskusie sme zhodnotili úspešnosť kapitálových kontrol. Zistili sme, že implementácia kontrol v rámci všetkých troch krajín bola opodstatnená a úspešná. Cyprus a Island sa vďaka kontrolám tokov kapitálu spamätali z krízy oveľa rýchlejšie ako iné krajiny. Brazília sa snažila ochrániť pred špekulačným

kapitálom v podobe zavedenia daní z finančných transakcií, ktoré pomohli ovplyvniť ani štruktúru pritekajúceho kapitálu do ekonomiky.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Knihy/monografie:

1. BAGUS, Philipp a David HOWDEN. *Deep Freeze: Iceland's economic collapse*. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2011, 144 s. ISBN 9781933550343.
2. BaKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe*. Netherlands: Springer Netherlands, 1996, 333 s. ISBN 9789401040594
3. FEENSTRA, Robert C. a Alan M. TAYLOR. *International economics*. New York: Worth Publishers, 2008, 980 s. ISBN 9780716792833.
4. KRUGMAN, Paul R., Maurice OBSTFELD a Marc J. MELITZ. *International economics: theory and policy*. 10th, global ed. Harlow: PEARSON, 2015, 785 s. ISBN 978-1-292-01955-0.
5. KUNEŠOVÁ, Hana, Aleš KOCOUREK a Pavla BEDNÁŘOVÁ. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 3. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2014, 386 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-502-2.
6. LUKÁČIK, Ján, Mária BLÁŠKOVÁ, Elena FIFEKOVÁ, Martin LÁBAJ, Karol MORVAY, Mária TOKÁROVÁ a Pavol VINCÚR. *Hospodárska politika: teória a prax*. Bratislava: Sprint 2, 2013, 315 s. Economics. ISBN 978-80-89393-86-2.
7. MARSTON, Richard. *International Financial Integration: a study of interest differentials between the major industrial countries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995, 197 s. ISBN 0521599377.
8. MUCHOVÁ, Eva. *Makroekonómia otvorenej ekonomiky*. Bratislava: IURA EDITION, 2005, 160 s. Ekonómia. ISBN 80-8078-023-4.
9. SPIŠÁKOVÁ, Emília, Rozália PÉTROVÁ a Pavol ANDREJOVSKÝ. *Hospodárska politika (vybrané kapitoly)*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2013, 218 s. [11,97 AH]. ISBN 978-80-225-3601-1.
10. TÁNCOŠOVÁ, Judita, Kajetána HONTYOVÁ, Eva MUCHOVÁ, Ladislav PUPALA, Mária MELIŠOVÁ a Veronika PIOVARČIOVÁ. *Medzinárodné ekonomické vzťahy*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2002, 280 s. ISBN 80-225-1548-5.

11. VINCÚR, Pavol, Mária BLAŠKOVÁ, Elena FIFEKOVÁ, Vladimír CHOLUJ, František KOSORÍN, Ján LUKÁČIK, Karol MORVAY a Mária TOKÁROVÁ. *Teória a prax hospodárskej politiky*. 3. vyd. Bratislava: Sprint, 2007, 432 s. ISBN 978-80-89085-80-4.

Elektronické dokumenty:

1. ARNASON, Ragnar. – DANIELSSON, Jon. *Capital controls are exactly wrong for Iceland*. [elektronický zdroj]. VoxEU.com, 2011.[cit. 2018-03-04] Dostupné na: <https://voxeu.org/article/iceland-and-imf-why-capital-controls-are-entirely-wrong>
2. BAUMANN, Brittany. A. – GALLAGHER, Kevin. P. *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile* [elektronický zdroj]. Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series, 2012, 29 s. [cit. 2018-03-15], Dostupné na: http://academiccommons.columbia.edu/download/fedora_content/download/ac:153320/CONTENT/IPD_WP_Navigating_Capital_Flows.pdf
3. CBI. *Capital account liberalization strategy* [elektronický zdroj], Report to the minister of economic affairs, 2011, 36 s. [cit. 2018-04-26]. Dostupné na: <https://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8673>
4. CBI. *Capital Control Liberalization* [elektronický zdroj], 2009, 10 s. [cit. 2018-04-26]. Dostupné na: <https://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7215>
5. DANIELSSON, Jon. *The Capital Controls in Cyprus and the Icelandic experience* [elektronický zdroj], VoxEu, 2013. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://voxeu.org/article/capital-controls-cyprus-and-icelandic-experience>
6. DANIELSSON, Jon. *The first casualty of the crisis: Iceland* [elektronický zdroj], VoxEu, 2008. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://voxeu.org/article/how-bad-could-crisis-get-lessons-iceland>
7. DAVIS, Scott. – PRESNO, Ignacio. *Capital Controls as an Instrument of Monetary Policy* [elektronický zdroj], Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper No. 171, 2014, 34 s. [cit. 2018-04-23]. Dostupné na: <https://www.dallasfed.org/~media/documents/institute/wpapers/2014/0171.pdf>

8. ECONOMIST. *The Economist explains: What is bail – in?* [elektronický zdroj], 2013b.[cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2013/04/economist-explains-2>

9. ECONOMIST. *What happened in Cyprus: An interview with Athanasios Orphanides* [elektronický zdroj], 2013a . [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/03/interview-athanasios-orphanides>

- ECONOMIST. *What is impossible trinity* [elektronický zdroj], 2016. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2016/09/economist-explains-economics-4>

10. EDWARDS, Sebastian. *Capital Controls Are Not the Reason for Chile's Success*, [elektronický zdroj], Wall Street Journal, 1998a. [cit. 2018-03-14]. Dostupné na: <https://www.wsj.com/articles/SB891554011816980500>

11. EDWARDS, Sebastian. *Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences*, [elektronický zdroj], NBER Working Paper 6800, 1998b, 83 s. [cit. 2018-03-14]. Dostupné na: <http://www.nber.org/papers/w6800>

12. EDWARDS, Sebastian. *How Effective are Capital Controls* [elektronický zdroj], Journal of Economic Perspectives Vol. 13 No. 4, 1999, 25 s. [cit. 2018-03-08]. Dostupné na: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.13.4.65>

13. EICHENGREEN, Barry – MUSSA, Michaela – DELL'ARICCIA, Giovanni – DETRAGIACHE, Enrica – MILESI-FERRETTI, Gian Maria – TWEEDIE, Andrew. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues* [elektronický zdroj], IMF, 1999. [cit. 2018-02-23]. Dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issue>

14. EICHENGREEN, Barry. – GUPTA, Poonam. *Manging Sudden Stops* [elektronický zdroj], Policy Research Working Paper No. 7639, 2016, 37 s. [cit. 2018-04-18]. Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/877591468186563349/pdf/WPS7639.pdf>

15. EUROPEAN COMMISSION. *The Economic Adjustment Programme for Cyprus* [elektronický zdroj], 2013. [cit. 2018-04-08]. Dostupné na : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp149_en.pdf

16. EUROPEAN COUNCIL. *Eurogroup statment on Cyprus* [elektronický zdroj], 2013. [cit. 2018-02-11]. Dostupné na : http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/136487.pdf
17. EUROZONE BULLETIN. *Capital and Exchange Controls* [elektronický zdroj], 2013. [cit. 2018-04-18]. Dostupné na : http://linklaters.de/fileadmin/redaktion/Gesellschaftsrecht_M_A/Materialien/Eurozone-Bulletin-Capital-Exchange-Controls.pdf
18. FERNANDÉZ, Andrés. – REBBUCCI, Alessandro. – URIBE, Martín. *Are Capital Controls Countercyclical* [elektronický zdroj], Journal of Monetary Economics Vol. 76, 2015, 14 s. [cit. 2018-04-23]. Dostupné na: <http://www.columbia.edu/~mu2166/fru/fru.pdf>
19. FINANCIAL TIMES. *Cyprus imposes severe capital controls* [elektronický zdroj], 2013.[cit. 2018-03-18]. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9901f6ce-96f2-11e2-a77c-00144feabdc0.html#axzz3ZZhikkXU>
20. FINANCIAL TIMES. *Iceland's Capital Solution to a Dire Banking Crises* [elektronický zdroj],2017. [cit. 2018-04-18]. Dostupné na : <https://www.ft.com/content/ea3dbe58-097e-11e7-97d1-5e720a26771b>
21. GARCIA Marcio. - CHAMON, Marcos. *Capital Controls in Brazil: Effective?* [elektronický zdroj], Departamento de Economia, No. 606, 2013 47 s. [cit.2018-03-06], Dostupné na: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td606.pdf>
22. GRABE, Ilene. *Capital Controls in Time of Crisis* [elektronický zdroj], Political Economy Research Institute, 2016, 36 s. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://www.peri.umass.edu/publication/item/702-capital-controls-in-a-time-of-crisis>
23. GYLFASSON, Thorvaldur. *Events in Iceland: Skating on thin ice?* [elektronický zdroj] VoxEU, 2008. [cit. 2018-03-12]. Dostupné na : <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1033>
24. GYLFASSON, Thorvaldur. *Houston, we have a problem: Iceland's capital controls* [on-line] VoxEU, 2011. [cit. 2018-03-13]. Dostupné na: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6597>
25. HARDOUVELIS, Gikas A. – GKIONIS, Ioannis. *A Decade Long Economic Crisis: Cyprus versus Greece* [elektronický zdroj], Cyprus Ecnomoc Policy Review, Vol. 10

- No. 2, 2016, 28 s. [cit. 2018-03-18]. Dostupné na: https://www.ucy.ac.cy/erc/documents/Hardouvelis_Gkonis_3-40.pdf
26. HOWDEN, David. *The Iceland and Ireland Banking Crises: Lessons for the Future* [elektronický zdroj], Mercantus Working Paper, 2012, 48 s. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: https://www.mercatus.org/system/files/Howden_WP_12-22b_0.pdf
27. IMF. *Cyprus – Request for Arrangement under the Extended Fund Facility* [elektronický zdroj], IMF Country Report No.13/125, 2013, 129 s. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13125.pdf>
28. JINJARAK, Yothin. – NOY, Ilan. – ZHENG, Huanhuan. *Capital Controls in Brazil – Stemming A Tide With A Signal?* [elektronický zdroj], National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 19205, 2013, 39 s. [cit. 2018-03 - 12]. Dostupné na : <http://www.nber.org/papers/w19205>
29. JOHNSTON, B. R. – TAMARISA Natalia. T. *Why Do Countries Use Capital Controls?* [elektronický zdroj] IMF Working Paper 98-181, 1998. 37 s. [cit. 2018-03-12]. Dostupné na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Why-Do-Countries-Use-Capital-Controls-2858>
30. KALINOVA, Blanka – PALERM, Angel – THOMSEN, Stephen. *OECD's FDI Restrictiveness Index* [elektronický zdroj], OECD Working Papers on International Investment, 2010, 27 s. [cit. 2018-02-11]. Dostupné na : https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/WP-2010_3.pdf
31. KLEIN, Michael W. *Capital Controls: Gates versus Walls* [elektronický zdroj], NBER Working Paper No. w18526, 2012, 43 s. [cit. 2018-01-17], Dostupné na: <http://www.nber.org/papers/w18526>
32. LIM, Thian Cheng. – LIM, Xiu Yun. Jessica. – LIM, Hui Juin. *Capital Controls in China* [elektronický zdroj], International Journal of Management Sciences and Business Research, Volume 2 Issue 1, s. 29-35, [cit. 2018.01-10], Dostupné na: <http://www.ijmsbr.com/volume-2-issue-1>
33. MAGUD, Nicolas E. – REINHART, Carmen M. – ROGOFF, Kenneth S. *Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach* [elektronický zdroj], NBER Working Paper No. 16805, 2011, 49 s. [cit. 2018-01-17], Dostupné na: <http://www.nber.org/papers/w16805>

34. MICHAELIDES, Alexander. *Cyprus: from boom to bail-in*. [elektronický zdroj]. Economic Policy, 2014, 51 s. [cit. 2018-03-27]. Dostupné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2511964
35. NEELY Christopher. J. *An Introduction to Capital Controls*, [elektronický zdroj], Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1999, 13-30 s. [cit. 2018-02.12]. Dostupné na: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/1999/11/01/an-introduction-to-capital-controls/>
36. ORPHANIDES, Athanasios. *The Euro Area Crisis: Politics over Economics*. [elektronický zdroj], MIT Sloan Research Paper No. 5091-14, 2014b, 57 s. [cit. 2018-03-27] Dostupné na: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2448197_code285952.pdf?abstractid=2448197&mirid=3
37. ORPHANIDES, Athanasios. *What Happened in Cyprus? The Economic Consequences of the Last Communist Government in Europe* [elektronický zdroj], MIT Sloan Research Paper No. 5089-14, 2014a, 51 s. [cit. 2018-03-27] Dostupné na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2432456
38. OSTRY, Jonathan David – GHOSH, Atis R. – CHAMON, Marcos – QURESHI, Mahvash Saeed. *Capital Controls: When and Why* [elektronický zdroj], IMF Economic Review 59, 2011, 20 s. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/227355840_Capital_Controls_When_and_Why
39. PARICHA, Gurnain Kaur. *Policy Rules for Capital Controls* [elektronický zdroj], BIS Working Paper No. 670, 2017, 17 s. [cit. 2018-04-23]. Dostupné na: <https://www.bis.org/publ/work670.htm>
40. SALES, Adriana Soares. – BARROSO, Joao Barata Ribeiro Blanco. *Coping with a Complex Global Environment: a Brazilian Perspective on Emerging Market Issues* [elektronický zdroj], Brasilia, Banco Central Do Brasil, Working Paper Series n. 292, 2012, 28 s. [cit. 2018-03-24], Dostupné na: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps292.pdf>
41. SCHMITT – GROHE, Stephanie. – URIBE, Martin. *Prudential Policy for Pegggers* [elektronický zdroj], NBER Working Papers W18031, 2012, 34 s. [cit. 2018-04-23]. Dostupné na: <http://www.nber.org/papers/w18031.pdf>

42. SOMO. 2007. *Identifying Tax Havens and Offshore Finance Centres*. [elektronický zdroj]. Amsterdam : Centre for Research on Multinational Corporations. 2007, 10 s. [cit. 2018-2-12]. Dostupné na internete: <http://www.lb7.uscourts.gov/documents/08-3282ID.pdf>

43. SPRUK, Rok. *Iceland's Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and Implications* [elektronický zdroj], European Enterprise Institute Policy Paper , 2010, 67 s. [cit. 2018-02-12]. Dostupné na: <https://ssrn.com/abstract=1574296>

44. ul HAQ, Mahbub – KAUL, Inge – GRUNBERG, Isabelle. *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility* [elektronický zdroj], Oxford University Press, 1996, 318 s. [cit. 2018-02-7]. Dostupné na : https://books.google.sk/books?id=181e1I1s4_UC&printsec=frontcover&hl=sk&source=gbs_ViewAPI&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

45. VALDIMARSSON, Omar R. *Iceland Property Bubble Grows with Currency Controls: Mortgages* [elektronický zdroj], Bloomberg, 2012. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2012-05-29/iceland-property-bubble-grows-with-currency-controls-mortgages>

46. WADE, Robert H. – SIGURGEIRSDOTTIR, Silla. *Iceland's meltdown: the rise and fall of International banking in the North Atlantic* [elektronický zdroj], Rev. Econ. Polit. vol 31, 2011. [cit. 2018-03-23]. Dostupné na: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-3157201

47. ZENIOS, Stavros A. *Fairness and reflexivity in the Cyprus bail-in*. [elektronický zdroj], The Wharton Financial Institutions Center Working Paper No 14-04 2014, 29 s.[cit. 2018-03-17] Dostupné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2409284