



N a r o d o w y   B a n k   P o l s k i  
I n s t y t u t   E k o n o m i c z n y

**20 kwietnia 2012**

**Przepływy kapitału  
w krajach rozwijających się w latach 2000-2011**

<b>Streszczenie</b> .....	<b>3</b>
<b>Wstęp</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Uwarunkowania przepływu kapitału</b> .....	<b>6</b>
1.1. Determinanty przepływu kapitału w świetle badań .....	6
1.2. Czynniki zewnętrzne sprzyjające napływowi kapitału.....	9
1.2.1. Globalna płynność.....	9
1.2.2. Globalna awersja do ryzyka .....	11
1.2.3. Nadwyżka oszczędności w krajach rozwijających się .....	12
1.3. Czynniki wewnętrzne przyciągające kapitał.....	13
1.4. Charakterystyka przepływów w latach 2000-2011 .....	16
1.4.1. Trzy fazy przepływów.....	16
1.4.2. Struktura geograficzna.....	17
1.4.3. Struktura rodzajowa.....	18
1.5. Perspektywy przepływów kapitału na rynkach rozwijających się .....	23
<b>2. Konsekwencje i mechanizmy stabilizowania przepływów kapitału</b> .....	<b>27</b>
2.1. Kształtowanie swobody przepływu kapitału w XX i XXI w.....	27
Ramka 2.1. Ewolucja stanowiska MFW wobec swobody przepływu kapitału .....	28
2.2. Skutki przepływów kapitału .....	29
2.2.1. Wpływ zmienności kursu walutowego na bilanse sektora prywatnego .....	30
2.2.2. Osłabienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej .....	31
2.2.3. Ryzyko boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych .....	32
2.2.4. Ryzyko nagłego odpływu kapitału, zarażania i utraty płynności.....	33
Ramka 2.2. Podatek Tobina jako narzędzie ograniczające przepływy kapitału w gospodarce światowej.....	33
2.3. Instrumenty oddziaływania na przepływy.....	34
2.3.1. Instrumenty polityki makroekonomicznej .....	34
Ramka 2.3. Ocena motywów i skutków interwencji walutowych .....	36
2.3.2. Środki zarządzania przepływami finansowymi .....	39
2.3.3. Ocena efektywności instrumentów.....	42
2.4. Implikacje dla Polski.....	47
<b>Podsumowanie</b> .....	<b>52</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>54</b>
<b>Załącznik 1</b> .....	<b>58</b>

## Streszczenie

Międzynarodowe przepływy kapitału są stymulowane przez wzajemnie oddziałujące na siebie czynniki zewnętrzne (globalne) oraz wewnętrzne (lokalne). W okresie kryzysu wzrosła rola tzw. globalnej płynności oraz awersji do ryzyka. Poza epizodami ponadprzeciętnej mobilności kapitału rosnącego znaczenia nabierają czynniki lokalne takie jak relatywnie dobre perspektywy wzrostu gospodarczego, wysokie stopy procentowe, względnie dobry stan finansów publicznych oraz sytuacja w zakresie kształtowania się sald na rachunkach obrotów bieżących. Ze względu na heterogeniczność krajów rozwijających się znaczenie i skala oddziaływania poszczególnych czynników wewnętrznych jest zróżnicowana, a kraje w niejednakowym stopniu doświadczają przepływów kapitału.

Nadmierna mobilność kapitału może powodować negatywne konsekwencje dla sfery realnej i finansowej gospodarki. Związane są one ze wzrostem zmienności kursu walutowego i jego wpływem na konkurencyjność handlu zagranicznego, stabilność cen oraz koszty obsługi zadłużenia zewnętrznego. Ponadto, napływ kapitału zagranicznego może osłabiać mechanizm transmisji polityki pieniężnej i wiąże się z ryzykiem boomów kredytowych, bąbli spekulacyjnych oraz zagrożeniami związanymi z nagłym odpływem kapitału, efektem zarażania i ograniczeniem płynności. Z powyższych względów kraje podejmują działania mające na celu ograniczanie nadmiernych przepływów kapitału korzystając z działań polityki makroekonomicznej, polityki makroostrożnościowej oraz ograniczeń dewizowych.

Po stronie **polityki makroekonomicznej** można wyróżnić następujące sposoby reakcji na przepływy kapitału:

- Dopuszczenie do aprecjacji/deprecjacji kursu walutowego w przypadku jego niedowartościowania/przewartościowania jeśli nie zagraża to stabilności cen oraz nie powoduje negatywnych konsekwencji dla stabilności systemu finansowego i konkurencyjności gospodarki.
- Stabilizowanie kursu poprzez interwencje walutowe, sprzyjające stabilizacji oczekiwań inflacyjnych oraz systemu finansowego i konkurencyjności eksportu.
- Zastosowanie polityki stopy procentowej i rezerw obowiązkowych, które mogą zmniejszać bodźce do napływu kapitału z międzynarodowych rynków i nieselektywnie wpływać na podaż i popyt na kapitał na lokalnym rynku finansowym.
- Działania z zakresu polityki fiskalnej, które powinny zapewniać długookresową stabilność finansów publicznych, co zmniejsza ryzyko, że sama polityka fiskalna stanie się źródłem szoku i uruchomi nadmierne przepływy.

Użyteczność wymienionych instrumentów jest ograniczona koniecznością realizacji również innych celów gospodarczych i nie może być postrzegana jako w pełni skuteczny instrument zarządzania przepływami.

Dzięki większej selektywności oddziaływania, skuteczniejszym instrumentem kształtowania podaży i popytu na kapitał na krajowym rynku finansowym mogą być **instrumenty makroostrożnościowe**. Ich skoordynowane wykorzystanie wraz z instrumentami polityki makroekonomicznej może sprzyjać:

- zmniejszeniu skali zadłużenia w walutach obcych,
- zwiększeniu skuteczności polityki pieniężnej,
- zmniejszeniu ryzyka i skali *boom and bust cycle*,
- zwiększeniu odporności krajowego systemu finansowego na przepływy kapitału.

Trzecią, najbardziej restrykcyjną grupę instrumentów oddziaływania na przepływy kapitału stanowią **ograniczenia dewizowe**, których celem jest zmniejszenie wolumenu kapitału międzynarodowego kierowanego na krajowe rynki finansowe. W literaturze brak jednoznacznej oceny skuteczności ograniczeń dewizowych, ale instrumenty te w określonych okolicznościach mogą być przydatne. Szczególnie w krótkim okresie pozwalają na zwiększenie skuteczności polityki pieniężnej i wydłużenie horyzontu inwestycji dokonywanych przez podmioty zagraniczne. Jednak wpływ tych instrumentów na skalę przepływu kapitału i zmniejszenie presji na kurs walutowy jest na ogół umiarkowany. Ograniczenia dewizowe mogą doraźnie uzupełniać i zwiększać skuteczność polityki makroekonomicznej i ostrożnościowej w stabilizowaniu przepływów. Nie powinny być natomiast traktowane jako rozwiązania trwałe bowiem poprzez zniekształcenie mechanizmu alokacji kapitału mogą prowadzić do nierównowag makroekonomicznych.

Swoboda przepływu kapitału jest elementem jednolitego rynku wewnętrznego Unii Europejskiej, co oznacza, że Polska i pozostałe państwa członkowskie nie mogą stosować ograniczeń dewizowych, które dyskryminują strony transakcji ze względu na kraj rezydencji. Z tego względu większe znaczenie należy przypisać instrumentom polityki makroekonomicznej oraz ostrożnościowej. W pierwszym przypadku w warunkach nadmiernej zmienności kursu złotego uzasadnione może być jego stabilizowanie w formie interwencji walutowych. Użyteczność stóp procentowych jako instrumentu stabilizowania przepływów kapitału jest ograniczona koniecznością dbałości o stabilność cen. Jednocześnie stabilność finansów publicznych powinna sprzyjać większej wiarygodności polityki gospodarczej i odporności na wstrząsy.

W krótkim okresie znaczny napływ kapitału finansującego sektor bankowy w Polsce wydaje się mało prawdopodobny. Większym problemem może natomiast okazać się ryzyko odpływu finansowania z sektora bankowego do spółek matek (głównie z krajów strefy euro), na które instrumenty makroostrożnościowe mają znacznie bardziej ograniczony wpływ. W celu zmniejszenia ryzyka nadmiernej mobilności kapitału należy zatem stymulować działania zmierzające do większej kooperacji organów nadzoru w poszczególnych krajach UE oraz porozumień multilateralnych jak Inicjatywa Wiedeńska i Inicjatywa Wiedeńska 2.0.

## Wstęp

Międzynarodowa mobilność kapitału stanowi element procesów globalizacji oraz jeden z czynników sprzyjających konwergencji dochodów w gospodarce światowej. Gwałtowność przebiegu kryzysu oraz nadzwyczajne działania po stronie polityki fiskalnej i pieniężnej krajów wysoko rozwiniętych przyczyniły się do rosnącej zmienności przepływów kapitału, zwiększyły ryzyko nadmiernej ekspansji i przegrzania gospodarek krajów rozwijających się (*boom and bust cycle*) oraz nagłego odwrotu kapitału (*sudden stops*). Czynniki te spowodowały, że w latach 2009–2011 wiele krajów korzystało z instrumentów zarządzania przepływami kapitału, w tym przywróciło lub wprowadziło ograniczenia dewizowe.

Celem opracowania jest przedstawienie determinant oraz ewolucji przepływu kapitału do gospodarek rozwijających się<sup>1</sup> w latach 2000–2011 ze szczególnym uwzględnieniem okresu 2007-2011. Analiza pozwala wyróżnić okres wzmożonego napływu kapitału w latach 2002-2007, skokowe jego zmniejszenie w latach 2008 - 2009 oraz wzrost napływu w latach 2010-2011.

W pierwszej części opracowania omówiono czynniki zewnętrzne decydujące o podaży kapitału (*push factors*) oraz czynniki wewnętrzne (*pull factors*), decydujące o możliwości absorpcji i popytu na kapitał w krajach rozwijających się. Następnie ocenie poddano przepływy kapitału w trzech grupach państw przyjmujących jego największe wolumeny tj.: krajach rozwijającej się Azji, Ameryki Łacińskiej i Karaibów oraz Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW). W drugiej części opracowania omówiono konsekwencje makroekonomiczne oraz możliwe reakcje ze strony polityki gospodarczej na napływ i odpływ kapitału.

---

<sup>1</sup> W poniższym opracowaniu pod pojęciem „kraje rozwijające się” należy rozumieć grupę krajów określanych przez MFW jako „gospodarki wschodzące i rozwijające się” (*emerging and developing*). Jednocześnie definicja „rynków wschodzących” proponowana przez MFW mówi, że są to rynki krajów rozwijających się, które zliberalizowały swoje systemy finansowe, by sprzyjać przepływowi kapitału i są otwarte dla zagranicznych inwestorów (MFW, *Glossary of selected financial terms*). Pozwala to sądzić, że gospodarki wschodzące są bardziej zaawansowanymi gospodarkami rozwijającymi się pod względem otwartości handlowej i inwestycyjnej niż pozostałe rozwijające się. Innymi słowy każda gospodarka „wschodząca” to gospodarka „rozwijająca się”, ale nie każda „rozwijająca się” jest gospodarką „wschodzącą”.

*Institute of International Finance* (IIF), którego dane również wykorzystane są w opracowaniu wydziela grupę 30 największych gospodarek wschodzących, gdzie w kategorii *Emerging Europe* wymienia Polskę obok Bułgarii, Czech, Węgier, Rumunii, Rosji, Turcji i Ukrainy. W związku z tym w opracowaniu, mimo próby ujednoczenia nazewnictwa, pojawiają się określenia „kraje rozwijające się” oraz „wschodzące”. Wynika to również z faktu odwołania do literatury i badań, w których autorzy często arbitralnie używają obydwu tych określeń.

Klasyfikację krajów według MFW i IIF zawiera załącznik 1.

## 1. Uwarunkowania przepływu kapitału

### 1.1. Determinanty przepływu kapitału w świetle badań

W literaturze przedmiotu determinanty przepływów kapitałowych najczęściej dzielone są na dwie grupy - (por. tabela 1.1). Pierwsza to tzw. czynniki zewnętrzne (egzogeniczne - *push factors*), decydujące o kierunku przepływów kapitału w skali globalnej i związane z ogólną sytuacją w gospodarce światowej, w szczególności w krajach eksportujących kapitał. Druga grupa to wewnętrzne cechy danej gospodarki, mogące mieć wpływ na wielkość napływu kapitału (endogeniczne - *pull factors*).

Tabela 1.1. Czynniki powodujące przepływy kapitału w krajach rozwijających się

	Czynnik	Zmiana Czynnika ↑	Oddziaływanie na przepływy kapitału: (↑) napływ (↓) odpływ	Zmiana Czynnika ↓	Oddziaływanie na przepływy kapitału: (↑) napływ (↓) odpływ
<b>Zewnętrzne -push</b>	<i>Stopa procentowa w krajach rozwiniętych</i>	↑	↓	↓	↑
	<i>Podaż pieniądza w krajach rozwiniętych</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Globalna awersja do ryzyka</i>	↑	↓	↓	↑
	<i>Sytuacja gospodarcza i perspektywy w krajach rozwiniętych</i>	↑	↓	↓	↑
<b>Wewnętrzne -pull</b>	<i>Liberalizacja transakcji bilansu płatniczego</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Stopa procentowa</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>PKB</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Inflacja</i>	↑	↓	↓	↑
	<i>Zadłużenie zagraniczne</i>	↑	↓	↓	↑
	<i>Sytuacja fiskalna</i>	↑	↑/↓	↓	↑/↓
	<i>Stabilność kursu walutowego</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Otwartość gospodarki (wielkość handlu)</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Rozwój rynku finansowego</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Zmiany indeksów giełdowych</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Jakość czynników wytwórczych oraz instytucji</i>	↑	↑	↓	↓
	<i>Integracja gospodarcza i finansowa</i>	↑	↑/↓	↓	↑/↓

Źródło: opracowanie na podstawie: MFW (2011a, s. 16), Janicka (2010, s. 97-107), P. Śliwiński (2011, s. 133-134). Uzupełnienia własne.

Postępująca integracja finansowa sprawiła, że głównymi determinantami przepływu kapitału w krótkim okresie są czynniki zewnętrzne, będące w znacznej mierze poza bezpośrednim wpływem kraju przyjmującego kapitał. Reinhart i Reinhart (2008) wskazują na statystycznie istotną rolę cen surowców, wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych i międzynarodowych stóp procentowych w stymulowaniu przepływów kapitału. Spośród czynników wewnętrznych w ostatnich latach istotnie wzrosło znaczenie tzw. globalnej płynności (*global liquidity*) związanej z poziomem stóp procentowych i podażą pieniądza kształtowaną przez główne banki centralne świata

(BIS, 2009, s. 19)<sup>2</sup>. W tym kontekście kluczowe znaczenie przypisuje się polityce monetarnej banków centralnych krajów G4 (Fed, EBC, Bank Anglii, Bank Japonii).

Warunki finansowania wyznaczone przez politykę monetarną głównych banków centralnych oraz szoki płynnościowe w centrach finansowych głównych walut międzynarodowych stanowią ważny czynnik determinujący napływ kapitału na rynki rozwijające się. Z uwagi na pozycję dolara jako najważniejszej waluty międzynarodowej oraz globalne znaczenie amerykańskiego rynku finansowego najistotniejsza w kształtowaniu globalnej podaży kapitału jest pozycja Fed. Rola globalnej płynności jako czynnika determinującego napływ kapitału na rynki gospodarek rozwijających się zwiększyła się również na skutek rosnącej kapitalizacji rynków finansowych i banków międzynarodowych wyspecjalizowanych w transgranicznym finansowaniu w walutach obcych, jak również wzrostu znaczenia instytucji wykorzystujących arbitraż cenowy i regulacyjny.

Obok globalnej płynności czynnikiem determinującym skłonność inwestorów do nabywania aktywów rynków rozwijających się jest awersja do ryzyka (*risk aversion*) i poszukiwanie rynków oferujących wysokie stopy zwrotu (*search for yield*) (Forbes i Warnock 2011)<sup>3</sup>. Większa skłonność do ryzyka przyczynia się do napływu kapitału na rynki rozwijające się. Podwyższony poziom nieufności wobec ryzykownych instrumentów finansowych powoduje natomiast powrót inwestorów do centrów finansowych wykorzystywanych jako źródła finansowania i bezpieczna przystań (*safe haven*). Dokonana przez MFW (2011b) ocena przepływów kapitału na rynki rozwijające się w okresie trzydziestu lat (1980–2010) wskazuje, że sama globalna płynność w postaci niskiego kosztu kapitału może nie być wystarczającym czynnikiem napływu kapitału o ile nie będzie jej towarzyszyła odpowiednia skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka (tzw. apetyt na ryzyko).

Warto zauważyć, że mimo względnie jednorodnego oddziaływania czynników globalnych na przepływ kapitału, nie wszystkie kraje rozwijające się doświadczają jego mobilności w jednakowej skali (Gosh i in., 2012). Wynika to w znacznej mierze z różnorodności i siły oddziaływania czynników wewnętrznych przyciągających kapitał, w tym stopnia liberalizacji przepływów, jakości instytucji i czynników wytwórczych. MFW (2011b) wskazuje na rosnącą rolę czynników lokalnych w kształtowaniu przepływów kapitału przed obecnym kryzysem w latach 2000. oraz wzrost roli czynników globalnych w okresie kryzysu. Forbes i Warnock (2011) próbując określić wagę poszczególnych czynników decydujących o znacznych przepływach kapitału w latach 1980-2009 wskazują na decydujące znaczenie czynników globalnych, w tym głównie

---

<sup>2</sup> Zmiany stóp procentowych przez główne banki centralne świata oddziałują na napływ kapitału na rynki rozwijające się kilkoma kanałami. Po pierwsze, niższe stopy procentowe w głównych centrach finansowych stymulują zawieranie transakcji typu *carry trade*. Po drugie, niskie zagraniczne stopy procentowe obniżają koszty obsługi długu pożyczkobiorców netto i pośrednio poprawiają ich wiarygodność kredytową. Po trzecie, niskie zagraniczne stopy procentowe zachęcają pożyczkobiorców w krajach rozwijających się do zaciągania pożyczek w walutach zagranicznych zamiast w walutach krajowych, czyli do substytucji walutowej.

<sup>3</sup> W literaturze za przybliżone miary ryzyka najczęściej przyjmuje się zmienność indeksu S&P, zmiany indeksu VIX (indeks zmienności cen opcji notowanych na CBOE) oraz indeks globalnego apetytu na ryzyko RAI (*Risk Appetite Index*) publikowany przez Credit Suisse (Forbes i Warnock, 2011).

poziomu globalnego ryzyka. Jednocześnie wskazują oni na małe znaczenie lokalnych czynników w okresach wzmożonej mobilności kapitału.

Przywołane w tabeli 1.2 dane prezentują wyniki badań, mających na celu wyodrębnienie czynników zewnętrznych i wewnętrznych determinujących przepływy kapitału portfelowego na podstawie danych dla 50 krajów w trzech fazach kryzysu, który rozpoczął się w 2007 r.<sup>4</sup> Dane sugerują istotną rolę czynników globalnych przed kryzysem (I faza - w latach 2005-2007) i ich dalszy wzrost w okresie kryzysu (faza II). Jednocześnie w fazie III, przy spadającym poziomie ryzyka globalnego nastąpił wzrost znaczenia czynników lokalnych od II kwartału 2009 r.

**Tabela 1.2. Czynniki kształtujące przepływy kapitału portfelowego**

	<b>Zewnętrzne - push</b> szoki globalne w zakresie ryzyka, płynności, cen aktywów			<b>Wewnętrzne - pull</b> szoki specyficzne dla danego kraju, jakość instytucji, rating, czynniki fundamentalne		
	<b>Przed kryzysem</b>	<b>Kryzys</b>	<b>Po kryzysie</b>	<b>Przed kryzysem</b>	<b>Kryzys</b>	<b>Po kryzysie</b>
<b>Wszystkie kraje (50)</b>	65,4	72,8	45,0	34,6	27,2	55,0
<b>Wschodząca Azja</b>	48,3	84,9	18,1	51,7	15,1	81,9
<b>Wschodząca Europa</b>	86,6	93,2	80,3	13,4	6,8	19,7
<b>Ameryka Łacińska</b>	48,6	150,0	36,9	51,2	-50,0	63,1
<b>Afryka i Bliski Wschód</b>	109,3	104,4	54,8	-9,3	-4,4	45,2
<b>Wysoko rozwinięte kraje Europy</b>	90,8	23,2	84,2	9,2	76,8	15,8
<b>Inne gospodarki rozwinięte</b>	76,1	80,5	58,8	23,9	19,5	41,2

Faza I - „Przed kryzysem” 01.05.2005-7.08.2007. Faza II - „Kryzys” – 8.08.2007-15.03.2009. Faza III - „Po kryzysie” 16.03.2009-31.10.2010.

Wartości w tabeli oznaczają procent zmian przepływów objaśniany przez poszczególne czynniki. Wartości ujemne oznaczają, że czynniki przyciągające, *ceteris paribus*, powinny sprzyjać napływowi kapitału, jednak kraje doświadczały odpływu kapitału na skutek dominacji czynników zewnętrznych.

Źródło: Fratzscher, 2011.

Warto zwrócić uwagę na różne znaczenie czynników zewnętrznych i wewnętrznych w poszczególnych grupach gospodarek wschodzących. Według przyjętej przez Fratzschera (2011) klasyfikacji faz kryzysu, od momentu spadku globalnej awersji do ryzyka (II kwartał 2009 r.) napływ kapitału do grupy krajów Europy Środkowo-Wschodniej jest w większym stopniu determinowany czynnikami globalnymi niż w przypadku innych krajów rozwijających się (ma to miejsce we wszystkich fazach przedstawionych w tab. 2)<sup>5</sup>. W przypadku krajów Azji i Ameryki Łacińskiej, w ostatniej z przedstawionych faz, większą rolę w przyciąganiu kapitału odgrywały czynniki lokalne.

<sup>4</sup> Badanie to obejmuje okres do końca października 2010 r.

<sup>5</sup> Analiza czynników determinujących napływ kapitału do nowych krajów członkowskich UE (które stanowią część grupy krajów EŚW) przed kryzysem i w jego trakcie (do końca 2009 r.) wskazuje na istotną rolę poziomu stóp procentowych w strefie euro (niskie stopy skłaniają do poszukiwania bardziej atrakcyjnych możliwości lokowania kapitału), poziomu aktywności gospodarczej (szybszy wzrost w

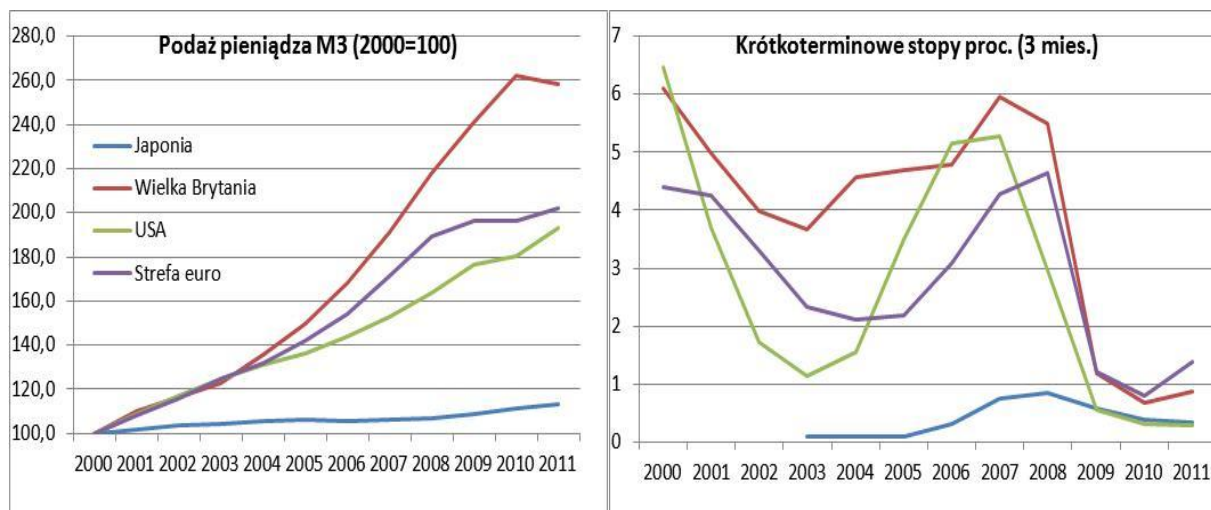


## 1.2. Czynniki zewnętrzne sprzyjające napływowi kapitału

### 1.2.1. Globalna płynność

W pierwszej połowie minionej dekady stopy procentowe głównych banków centralnych kształtowały się na niskim poziomie. Wraz z malejącą awersją do ryzyka i relatywnie szybkim tempem wzrostu gospodarki światowej dawało to korzystne warunki dla poszukiwania wyższych stóp zwrotu na rynkach rozwijających się – por. wykres 1.1.

Wykres 1.1. Czynniki wpływające na globalną płynność w latach 2000-2011



Źródło: OECD.

Skala globalnej płynności wzrosła znacząco na skutek działań podjętych przez główne banki centralne w wyniku ostatniego kryzysu. Od 16 grudnia 2008 r. docelowa stopa procentowa Fed jest utrzymywana w przedziale 0-0,25%. Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących EBC po dwóch obniżkach w czwartym kwartale 2011 r. (w listopadzie i w grudniu 2011 r. o 25 pb. każda) wynosi 1%. Oficjalna stopa procentowa Banku Anglii wynosi 0,5% od 5 marca 2009 r.

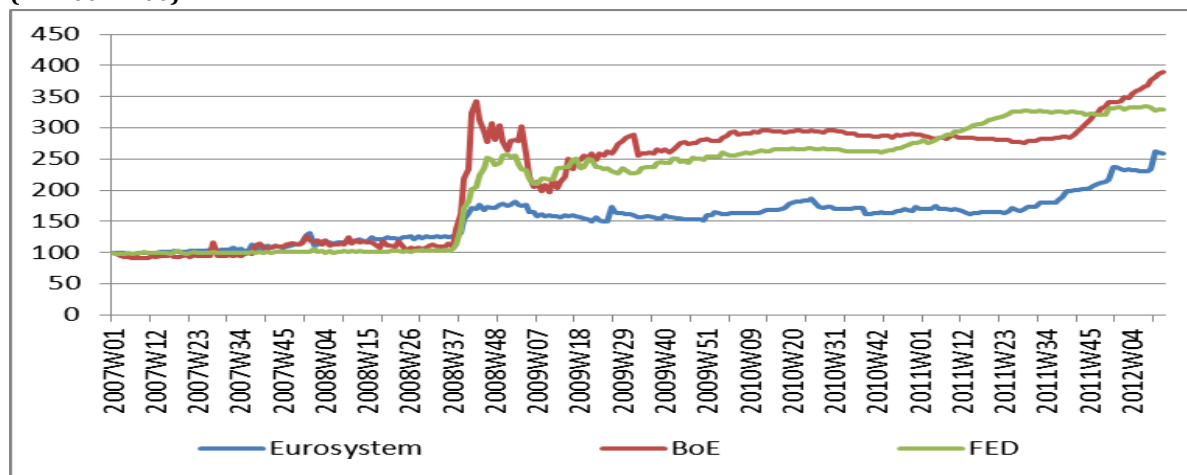
Wobec braku możliwości dalszego obniżania stóp procentowych oraz ryzyka deflacji główne banki centralne zastosowały niekonwencjonalne działania w ramach polityki pieniężnej (*credit easing* Fed, *enhanced credit support policy* Europejskiego Banku Centralnego, *quantitative easing* Banku Anglii).<sup>6</sup> W efekcie nastąpił skokowy i znaczny wzrost sum bilansowych tych banków prowadzący do zwiększenia tzw. globalnej

strefie euro skłania do większej ekspozycji na ryzyko) oraz poziomu globalnego ryzyka (Jevcak i in., 2010). Czynniki te nie działają we wszystkich krajach jednolicie. Napływ kapitału do krajów bałtyckich, Słowenii i Rumunii reaguje silniej na zmianę warunków makroekonomicznych i finansowych strefy euro niż w innych krajach, co można tłumaczyć znaczną skalą finansowania zewnętrznego tych gospodarek. Słowacja i Polska (oraz w mniejszym stopniu Czechy) wydają się być mniej podatne na wymienione wyżej trzy rodzaje czynników. Autorzy wskazują również na większą rolę globalnego ryzyka jako czynnika determinującego przepływy w kategorii pozostałe inwestycje niż w przypadku innych form napływu kapitału.

<sup>6</sup> Niekonwencjonalne rozwiązania w ramach polityki pieniężnej były stosowane także wcześniej m. in. w Japonii po pęknięciu bąbli spekulacyjnych na japońskim rynku nieruchomości oraz na giełdzie w Tokio w 1990 r. (Tymoczko w: Sławiński (red.), 2011, s. 219).

płynności. W jedenastym tygodniu 2012 r. aktywa Banku Anglii stanowiły 389%, Fed 329%, Eurosystemu 259% aktywów tych banków w pierwszym tygodniu 2007 r. (por. wykres 1.2)<sup>7</sup>.

**Wykres 1.2. Aktywa Eurosystemu, Fed, Banku Anglii w okresie 1 tydzień 2007-11 tydzień 2012 (1W2007=100)**



Źródło: EBC, Fed, BoE.

Szczególne znaczenie dla globalnej płynności miała polityka pieniężna Fed. Można wyróżnić dwa etapy reakcji Fed na kryzys. Pierwszy zapoczątkowany w 2008 r. (potocznie określany jako *quantitative easing I, QE1*), w ramach którego suma ogłoszonych programów skupu aktywów finansowych wyniosła ok. 1,9 bln USD. Drugi zapoczątkowany w 2010 r. (potocznie określany jako *quantitative easing II, QE2*), w ramach którego Fed ogłosił kupno skarbowych papierów wartościowych w kwocie 600 mld USD (por. np. Fratzcher, Lo Duca, Straub, 2012, s. 27)<sup>8</sup>. Bayoumi i Bui (2011) wskazują, że większe znaczenie dla poprawy sentymentu na globalnym rynku finansowym miały działania w ramach QE1 niż QE2.

Do głównych działań Europejskiego Banku Centralnego należało: zwiększenie skali operacji otwartego rynku, rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenie udzielanych pożyczek, *Covered Bond Purchase Programme* oraz *Securities Market Programme*. Podobnie jak w przypadku Fed, skokowy wzrost interwencji EBC miał miejsce we wrześniu 2008 r., gdy upadek Lehman Brothers pogłębił globalny kryzys sektora bankowego. EBC wydłużał również termin zapadalności długoterminowych operacji refinansujących LTRO (Longer Term Refinancing Operation) poprzez pierwsze w historii oferty 3-letnich pożyczek dla banków komercyjnych po stopie procentowej podstawowych operacji refinansujących równej 1%<sup>9</sup> (dotychczas EBC udzielał bankom komercyjnym pożyczek maksymalnie na rok). Pierwsza akcja przeprowadzona w dniu 21 grudnia 2011r wyniosła 489,2 mld euro, kolejna – LTRO II

<sup>7</sup> W jedenastym tygodniu 2012 r. aktywa Fed były równe 2,9 bln USD, aktywa Eurosystemu 3,0 bln EUR, aktywa Banku Anglii 0,3 bln GBP.

<sup>8</sup> Fed oficjalnie określa swoje działania polityką kredytową (*credit easing*) (por. Bernanke, 2009).

<sup>9</sup> Pożyczanie pieniędzy od EBC po stopie procentowej podstawowych operacji refinansujących i lokowanie ich w obligacje rządowe prowadzi do spadku rentowności, jednocześnie nosząc znamiona transakcji typu *carry trade*.

odbyła się 29 lutego 2012 r., a wielkość zgłoszonego zapotrzebowania przez banki wyniosła 529,5 mld euro.

W styczniu 2009 r. Bank Anglii został upoważniony do utworzenia Asset Purchase Facility, APF, mającej na celu kupowanie aktywów w celu poprawy płynności na rynkach kredytowych. Wielkość programu była rozszerzana kilkakrotnie. 9 lutego 2012 r. rozszerzono możliwość kupna aktywów do wartości 325 mld GBP.

Programy skupu aktywów w krajach G4 obniżając cenę kapitału i zwiększając jego dostępność prowadzą do aprecjacji walut oraz presji na wzrost cen aktywów w krajach rozwijających się. Psalida i Sun (2011, s. 4) wskazują na istnienie silnej dodatniej zależności między ekspansją płynności krajów G4 oraz cenami aktywów, akumulacją rezerw oficjalnych i napływem kapitału akcyjnego w gospodarkach absorbujących płynność.

### 1.2.2. Globalna awersja do ryzyka

Oddziaływanie globalnej awersji do ryzyka jako czynnika stymulującego przepływy kapitału na rynkach wchodzących można było obserwować w całym analizowanym okresie. Pierwszy i jednocześnie relatywnie długi epizod znaczącego wzrostu apetytu na ryzyko to lata 2003-2007, kiedy indeks VIX, osiągnął najniższy poziom od początku dekady (po podwyższonej awersji do ryzyka w okresie 1997-2002) sprzyjając poszukiwaniu atrakcyjnych rynków i wysokich stóp zwrotu z inwestycji. Wynikało to ze spadku ryzyka po kryzysie azjatyckim w końcu lat 90. XX w., kryzysie argentyńskim na przełomie wieków, pęknięciu tzw. bańki internetowej oraz atakach terrorystycznych w USA na początku XXI w.

Mimo stopniowego wzrostu awersji do ryzyka w drugiej połowie 2007 r. i na początku 2008 r. eksport kapitału na rynki rozwijające się nie uległ znacznym zmianom. Wynikało to głównie z problemów instytucji finansowych krajów wysoko rozwiniętych (Wielka Brytania, USA). Intensyfikacji napływu kapitału na rynki krajów rozwijających się w tym okresie sprzyjała hipoteza *decouplingu*<sup>10</sup> (oddzielenia) wzrostu gospodarczego tych gospodarek od jego słabnącego tempa w krajach rozwiniętych (głównie USA).

Dopiero upadek Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. przyczynił się do gwałtownego wzrostu poziomu globalnego ryzyka. Na światowych rynkach finansowych nastąpiło znaczne zwiększenie awersji do ryzyka, istotnie spadła też płynność rynków międzybankowych. Gwałtownemu odpływowi kapitału z rynków rozwijających się towarzyszył wzrost wartości dolara amerykańskiego, wcześniej waluty finansowania, a dodatkowo w tej fazie kryzysu najważniejszej waluty *safe haven* dającej dostęp do aktywów o lepszej jakości i płynności (*flight to quality, flight to liquidity*).

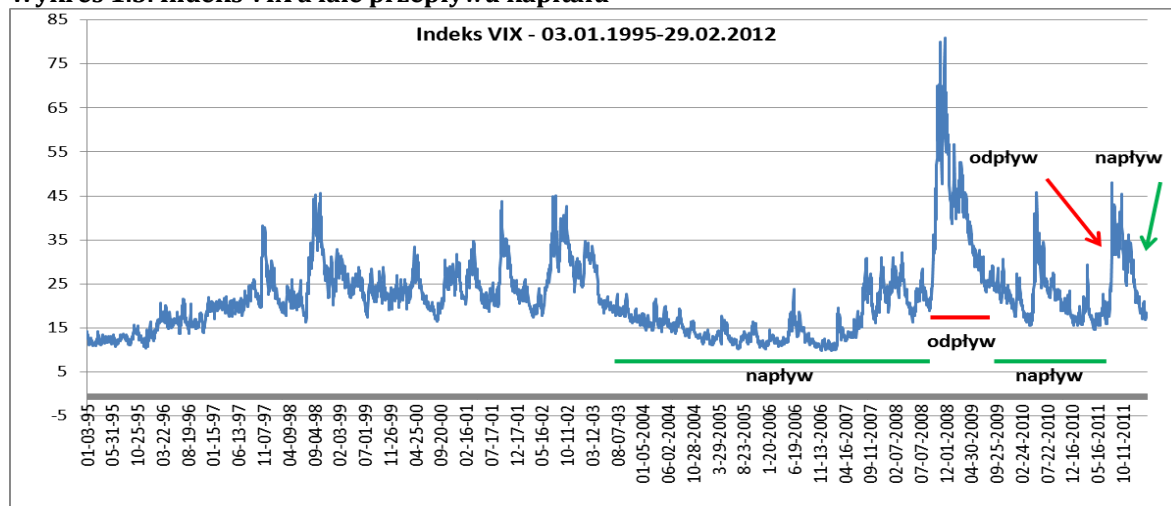
Na skutek stabilizacji sytuacji na rynkach finansowych i w gospodarkach wysoko rozwiniętych, m.in. dzięki nadzwyczajnym działaniom podjętym przez banki centralne i rządy oraz w wyniku poprawy perspektyw wzrostu gospodarki światowej od około

---

<sup>10</sup> Hipoteza *decouplingu* zakładała dalszy wzrost gospodarek rozwijających się mimo spowolnienia w gospodarkach rozwiniętych na skutek znacznego wzrostu znaczenia pierwszej z wymienionych grup krajów w światowym systemie gospodarczym od początku XXI w. i mniejszego uzależnienia od finansowania zewnętrznego.

połowy 2009 r. nastąpił spadek globalnej awersji do ryzyka przyczyniający się do powrotu kapitału na rynki rozwijające się. Wzrost niepewności związany z nierozwiązanymi problemami fiskalnymi w USA i Europie (w UE dodatkowo w sektorze bankowym) oraz pogorszeniem perspektyw wzrostu gospodarek rozwiniętych przyczynił się do odpływu kapitału z rynków rozwijających się począwszy od sierpnia 2011 r.

**Wykres 1.3. Indeks VIX a fale przepływu kapitału**



Źródło: CBOE.

Na początku 2012 r. nastąpiła natomiast poprawa nastrojów inwestorów oraz spadek awersji do ryzyka przyczyniający się do aprecjacji walut rynków rozwijających się. Wynikało to z poprawy bieżących danych i perspektyw gospodarczych w USA. Istotną stabilizacyjną rolę można również przypisać rozpoczęciu udzielania 3-letnich pożyczek przez EBC dla banków komercyjnych, które przyczyniły się do: zmniejszenia rentowności obligacji rządowych krajów peryferyjnych strefy euro, zmniejszenia ryzyka *credit crunch* w Europie, złagodzenia negatywnych skutków procesu delewarowania oraz rosnącego potencjału euro jako waluty finansowania w transakcjach *carry trade*.

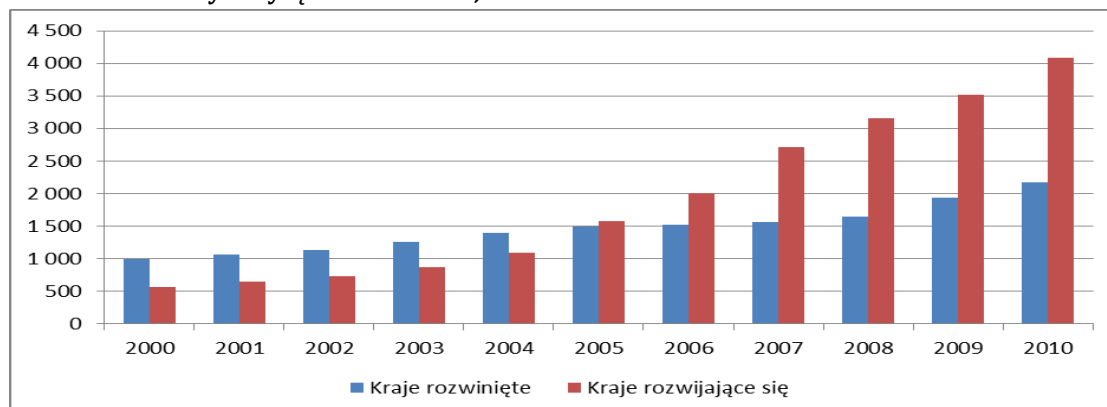
### 1.2.3. Nadwyżka oszczędności w krajach rozwijających się

Czynnikami, który przyczynia się do wzrostu globalnej płynności od początku XXI w. jest również proces akumulacji oszczędności w krajach rozwijających się określanej w literaturze mianem *saving glut* (por. wykres 1.4). Jego wpływ na poziom globalnej płynności ma charakter bardziej pośredni niż niskie stopy procentowe i podaż kapitału w krajach rozwiniętych.

Na skutek braku dostatecznie zliberalizowanych, płynnych i dużych lokalnych rynków finansowych oszczędności krajów rozwijających się (przede wszystkim krajów Azji i eksporterów ropy naftowej) są inwestowane głównie w skarbowe papiery wartościowe Stanów Zjednoczonych oraz inne aktywa dolarowe, do czego przyczynia się wielkość i płynność amerykańskiego rynku finansowego (w mniejszym stopniu dotyczy to również centrów finansowych innych walut międzynarodowych). Na widoczny w ostatnich latach tzw. przepływ kapitału „pod górę”, z krajów rozwijających się do rozwiniętych, wskazuje Wojtyła (2011, s. 21), zwracając jednocześnie uwagę, że

wyjątek stanowiły kraje Europy Środkowej i Wschodniej, notujące deficyty na rachunkach obrotów bieżących. Znaczenie nadwyżki oszczędności krajów rozwijających się powinno się zmniejszać wraz z ograniczeniem tzw. globalnych nierównowag oraz wzrostem znaczenia lokalnych rynków finansowych krajów rozwijających się.

**Wykres 1.4. Rezerwy z wyłączeniem złota, mld SDR**

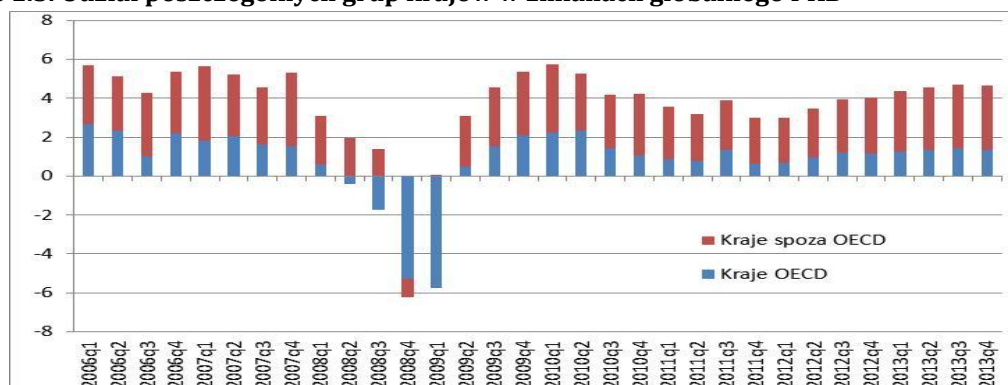


Źródło: MFW, International Financial Statistics.

### 1.3. Czynniki wewnętrzne przyciągające kapitał

Istotnym czynnikiem przyciągającym kapitał do krajów rozwijających się są relatywnie korzystne uwarunkowania makroekonomiczne tych państw. Zgodnie z danymi MFW (WEO, wrzesień 2011) w latach 2000-2011 średnioroczny wzrost realnego PKB w krajach rozwiniętych wynosił 1,8%, natomiast w krajach rozwijających się 6,2%. W tym okresie średnioroczny wzrost realnego PKB wynosił 8,3% w rozwijającej się Azji, 4% w Europie Środkowej i Wschodniej, 3,5% w Ameryce Łacińskiej i Karaibach (MFW, wrzesień 2011). Według prognoz OECD i MFW średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarek rozwijających się również przedstawiają się lepiej niż gospodarek rozwiniętych – por. wykres 1.5.

**Wykres 1.5. Udział poszczególnych grup krajów w zmianach globalnego PKB**



Źródło: OECD Economic Outlook, vol 2/2011.

Obok szybkiego wzrostu gospodarczego odzwierciedleniem relatywnie dobrych fundamentów makroekonomicznych krajów rozwijających się jest stan finansów publicznych oraz saldo na rachunku obrotów bieżących tych państw. Oznacza to, że sytuacja krajów rozwijających się jest znacznie lepsza niż w poprzednich kryzysach (z

lat 80. i 90.). Wówczas gwałtowny odpływ kapitału z tych krajów wynikał po części z wysokiego poziomu deficytu obrotów bieżących i/lub wysokiego poziomu deficytu budżetowego (z wyjątkiem krajów Azji).

Obecnie kryzys dotyczy głównie gospodarek wysoko rozwiniętych a wiele z nich doświadcza tzw. bliźniaczych deficytów (budżetowych i obrotów bieżących). Jest to konsekwencja znacznego zadłużenia sektora prywatnego przed kryzysem i jego transferu do sektora publicznego (co doprowadziło do skokowego wzrostu długu publicznego). Relacja zadłużenia brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB krajów rozwiniętych w latach 2000–2011 wynosiła 81,1% i była dwukrotnie wyższa niż w krajach rozwijających się (41,6%). Średnioroczne salda sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2001-2011 wynosiły -1,3% w krajach rozwijających się oraz -3,9% w krajach rozwiniętych. Porównanie gospodarek rozwijających się z krajami G7 wskazuje na jeszcze większe dysproporcje na korzyść pierwszych z wymienionych (por. wykres 1.6).



Wykres 1.6. Podstawowe zmienne makroekonomiczne krajów rozwijających się i rozwiniętych



Źródło: MFW, World Economic Outlook Database, wrzesień 2011.

Pod względem porównania podstawowych wskaźników obrazujących poziom równowagi makroekonomicznej sytuacja krajów EŚW kształtuje się najmniej korzystnie spośród trzech analizowanych grup państw rozwijających się<sup>11</sup>. Na tle krajów Azji i Ameryki Łacińskiej wraz z Karaibami cechują się one niższą stopą oszczędności oraz defycytami na rachunkach obrotów bieżących. Ponadto są silnie gospodarczo i finansowo związane z obszarem euro, który obecnie znajduje się w głębokim kryzysie fiskalnym i finansowym. Szczególnie istotne może być znaczne uzależnienie krajów EŚW od sektora bankowego krajów UE, co w początkowej fazie kryzysu (zanim jego negatywne konsekwencje zaczęły być odczuwalne w Europie) było czynnikiem stabilizującym przepływy kapitału bankowego, ale w warunkach eskalacji problemów zadłużeniowych (w latach 2009-2010) miało i może mieć dalsze negatywne konsekwencje dla finansowania regionu.

<sup>11</sup> Należy jednocześnie pamiętać, że grupa krajów EŚW również nie jest wewnątrznie jednorodna. Kraje takie jak Polska i Czechy mają relatywnie bardziej korzystne uwarunkowania niż np. Węgry czy Bułgaria.

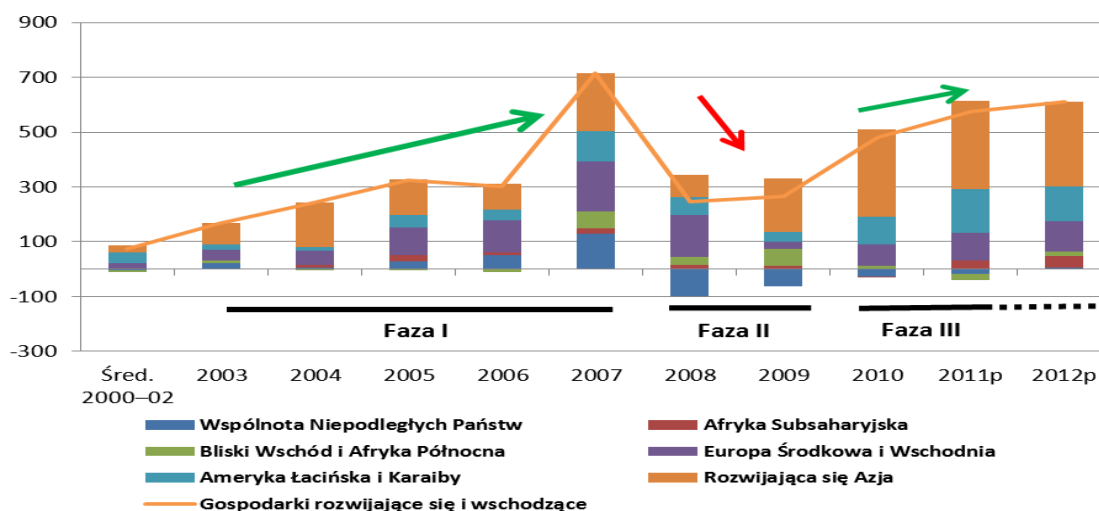
## 1.4. Charakterystyka przepływów w latach 2000-2011

### 1.4.1. Trzy fazy przepływów

Analiza przepływów kapitału prywatnego netto do gospodarek kwalifikowanych przez MFW jako rozwijające się i wschodzące w latach 2000-2011 pozwala wyróżnić trzy fazy<sup>12</sup>:

- faza I (lata 2002-2007) – intensyfikacja napływu,
- faza II (lata 2008-2009) - skokowe zmniejszenie napływu i jego stabilizacja na poziomie przedkryzysowym (zbliżonym do lat 2005-2006),
- faza III (od roku 2010) – stopniowy wzrost napływu (por. wykres 1.7)<sup>13</sup>.

Wykres. 1.7. Napływ netto kapitału prywatnego do gospodarek rozwijających się, mld USD



Uwaga: p – oznacza prognozę

Źródło: MFW, World Economic Outlook Database, wrzesień 2011.

Pierwsza i jednocześnie najdłuższa faza to okres wzrostu napływu kapitału netto z 54,5 mld USD w 2002 r. do 715,5 mld USD w 2007 r.<sup>14</sup>. Dynamika napływu kapitału zwiększyła się znacznie od roku 2003 będąc konsekwencją działania czynników sprzyjających rosnącej podaży kapitału w skali międzynarodowej, jak i czynników zwiększających popyt na kapitał na rynkach rozwijających się. Po stronie czynników wewnętrznych przyciągających kapitał na rynki krajów rozwijających się istotne znaczenie miało m.in. podniesienie średniego tempa wzrostu gospodarczego na skutek szeregu reform strukturalnych zwiększających stabilność makroekonomiczną oraz perspektywy rozwoju tych krajów. Szczególnie było to widoczne w przypadku krajów

<sup>12</sup> Kategoria kapitału prywatnego netto obejmuje: prywatne bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto, przepływy prywatnego kapitału portfelowego netto oraz pozostałe prywatne przepływy finansowe netto (w dominującej mierze są to kredyty bankowe).

<sup>13</sup> W różnych grupach krajów i na poszczególnych rynkach wyodrębnione fazy przebiegają nieco inaczej niż dla przepływów zagregowanych.

<sup>14</sup> Za wyjątkiem pierwszej połowy 2006 r., kiedy kraje rozwijające się doświadczyły znacznego odpływu kapitału na skutek rosnącej awersji do ryzyka oraz wzrostu stóp procentowych w gospodarkach wysoko rozwiniętych, co ograniczało skalę transakcji *carry trade*. Towarzyszyły temu obawy o przewartościowanie aktywów na rynkach akcji, które były w największym stopniu odczuwalne w przypadku krajów Azji, gdzie nastąpił znaczny odpływ kapitału portfelowego.



Azji po kryzysie lat 90. gdzie poprawiła się jakość polityki fiskalnej i struktura zadłużenia zagranicznego. Ponadto w strukturze napływu kapitału dominowały inwestycje bezpośrednie, kraje zakumulowały znaczne rezerwy dewizowe oraz zwiększyła się kapitalizacja i płynność lokalnych rynków finansowych (Sucharek i in., 2010). Na skutek działania tych czynników w roku 2004 średnia ocen ratingowych dla krajów rozwijających wzrosła do poziomu BBB oddzielającego ocenę inwestycyjną od spekulacyjnej, co zwiększyło skalę zaangażowania podmiotów zagranicznych.

Apogeum napływu kapitału prywatnego do krajów rozwijających się przypadło na rok 2007, choć wyraźny napływ trwał jeszcze do ok. połowy 2008 r. Intensyfikacja napływu kapitału w tym okresie wynikała z zakładanej wówczas przez uczestników rynków zdolności krajów rozwijających się do uniknięcia ewentualnych negatywnych konsekwencji problemów na rynkach krajów rozwiniętych. Towarzyszył temu proces poszukiwania inwestycji o wysokich stopach zwrotu, gdzie walutą finansowania był dolar amerykański, którego wykorzystanie w transakcjach *carry trade* powodowało spadek jego wartości. Sprzyjało to jednocześnie gwałtownemu wzrostowi cen surowców i dodatkowo stymulowało napływ kapitału na rynki rozwijające się.

Druga faza miała krótszy (lata 2008-2009), ale znacznie bardziej gwałtowny przebieg. Za jej początek uznaje się powszechnie upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 r. W efekcie nastąpił gwałtowny spadek napływu kapitału netto na rynki rozwijające się do poziomu 245,6 mld USD w 2008 r. z 715 mld w 2007 r. Mimo powrotu kapitału na rynki krajów rozwijających się w roku 2009 i 2010, napływ netto kapitału utrzymał się na obniżonym w stosunku do roku 2007 poziomie.

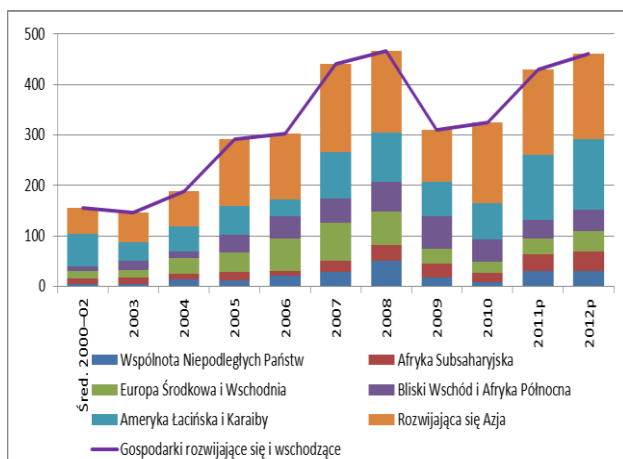
Faza trzecia to lata 2010-2011, kiedy nastąpił ponowny stopniowy wzrost napływu kapitału netto do krajów rozwijających się. Okres ten, podobnie jak poprzednie, nie jest jednorodny i równoznaczny z granicami wyznaczonymi przez dane roczne. Na poziomie danych kwartalnych widoczny jest napływ kapitału na rynki wchodzące od ok. połowy roku 2009 do ok. połowy 2011 r. Obniżenie ratingu dla USA w sierpniu 2011 r. oraz nasilający się kryzys fiskalny i problemy sektora bankowego w strefie euro spowodowały wzrost awersji do ryzyka, odpływ kapitału z rynków rozwijających się w drugiej połowie 2011 r. i powrót do bezpiecznych aktywów.

#### **1.4.2. Struktura geograficzna**

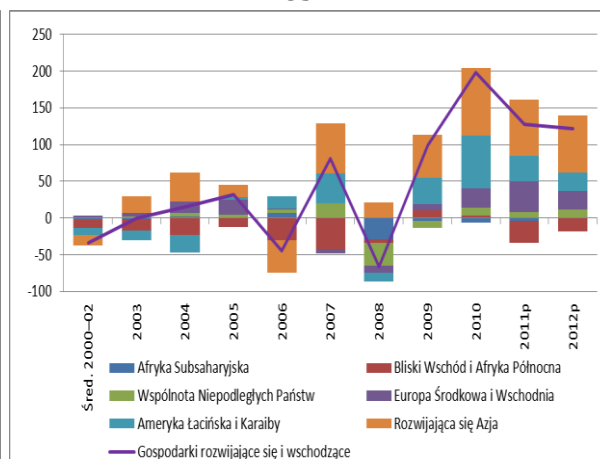
Spośród omawianych grup krajów w latach 2000-2002 największym beneficjentem napływu kapitału były kraje Ameryki Łacińskiej i Karaiby (por. wykres 1.8). Jednak kryzys argentyński, spowolnienie procesów prywatyzacji w regionie oraz wzrost atrakcyjności krajów rozwijającej się Azji zmniejszyły napływ inwestycji we wszystkich kategoriach (głównie BIZ, które były podstawową formą napływu kapitału) w latach 2003-2004 (por. wykres 1.8). Od 2003 do 2011 r. (z wyjątkiem 2006 r. i 2008 r.) największymi importerami prywatnego kapitału były państwa rozwijającej się Azji. Należy to wiązać z powrotem inwestorów na rynki tego regionu, które opuszczali na skutek kryzysu azjatyckiego w końcu lat 90., a także szybkim wzrostem PKB, rosnącą konkurencyjnością eksportową regionu i akumulacją rezerw dewizowych, co miało miejsce m.in. za sprawą wejścia Chin do WTO w roku 2001. W latach 2006 i 2008

największy udział w przepływach prywatnego kapitału netto miała Europa Środkowa i Wschodnia. W regionie tym napływ kapitału zwiększał się intensywnie od roku 2004 m.in. jako konsekwencja dwukrotnego rozszerzenia UE o nowe kraje w 2004 r. i w 2007 r. oraz szybko postępującej integracji gospodarczej z bogatszymi gospodarkami UE. Istotne znaczenie miał również wzrost finansowania w postaci kredytu w walutach obcych, szczególnie widoczny w takich krajach jak Litwa, Łotwa, Estonia, Bułgaria, Rumunia, Węgry i Polska.

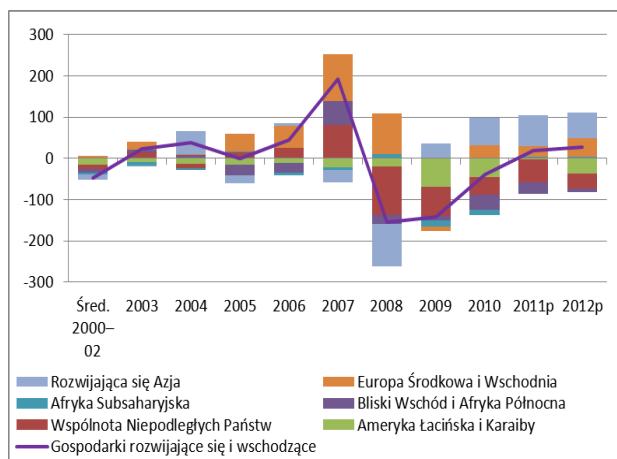
**Wykres 1.8. Przepływy kapitału prywatnego netto do krajów rozwijających się**  
**Napływ netto BIZ w mld USD**



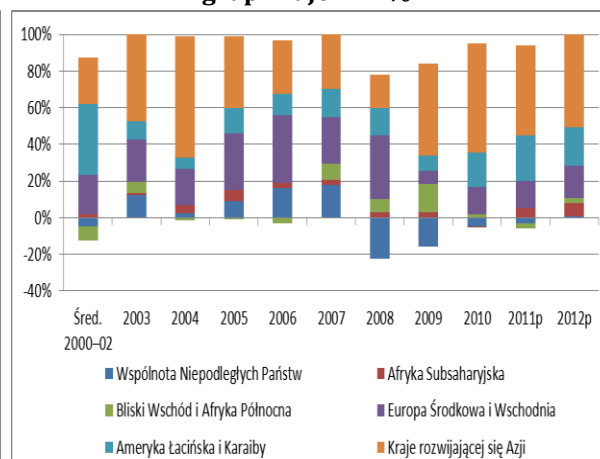
**Napływ netto inwestycji portfelowych w mld USD**



**Napływ netto pozostałych inwestycji w mld USD**



**Struktura napływu kapitału do poszczególnych grup krajów w %**



Uwaga: p – oznacza prognozę

Źródło: opracowano na podstawie MFW, World Economic Outlook Database, wrzesień 2011.

### 1.4.3. Struktura rodzajowa

#### Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne (BIZ)

Pod względem struktury rodzajowej kapitału we wszystkich trzech grupach krajów dominująca (poza krajami EŚW) i najbardziej stabilna była rola BIZ (por. wykres 1.9). Napływ BIZ był największy w krajach azjatyckich, które w latach 2000-2010

absorbowały ok. 40% BIZ płynących do krajów rozwijających się<sup>15</sup>. Drugim pod względem znaczenia miejscem lokowania BIZ były kraje Ameryki Łacińskiej z Karaibami. Najmniej korzystnie pod względem roli i struktury BIZ prezentowały się kraje EŚW, gdzie udział tej formy napływu kapitału w latach 2006–2010 spadał<sup>16</sup>. Wyjątek stanowił rok 2009, kiedy rola BIZ w strukturze napływającego kapitału wzrosła do niemal 60% (por. wykres 1.9). Jevcak i in. (2010) sugerują, że mimo kryzysu, rosnąca skala BIZ mogła być wynikiem kontynuacji wcześniej podjętych decyzji inwestycyjnych oraz nabywania aktywów przy słabszych walutach krajów EŚW. Z uwagi na znaczny odpływ kapitału w kategorii pozostałe inwestycje w 2009 r. może to również wynikać ze zjawiska zidentyfikowanego przez Krugmana po kryzysie azjatyckim w latach 90. jako *fire sales* (Shleifer i Vishny, 2010). Spadający poziom płynności w systemach finansowych krajów Azji w wyniku odpływu kapitału portfelowego i bankowego przyczynił się wówczas do fali fuzji i przejęć jako substytucyjnej formy finansowania.

MFW (2011b) podkreśla, że w okresie ostatniego kryzysu przepływy BIZ były jedynie nieznacznie bardziej stabilne niż inne formy napływu kapitału. Mogło to wynikać ze wzrostu inwestycji w sektorze finansowym w ostatnich latach, w tym w formie pożyczek wewnątrz korporacyjnych (Ostry i inni 2010)<sup>17</sup>. Jednocześnie w latach 2009-2010 znaczenie BIZ w strukturze napływu kapitału było mniejsze niż w poprzednich epizodach powrotu inwestorów na rynki krajów rozwijających się po kryzysach. Oznacza to mniejszą skłonność do ponoszenia ryzyka w zakresie inwestycji najbardziej stabilnych i korzystnych dla wzrostu gospodarczego krajów przyjmujących.

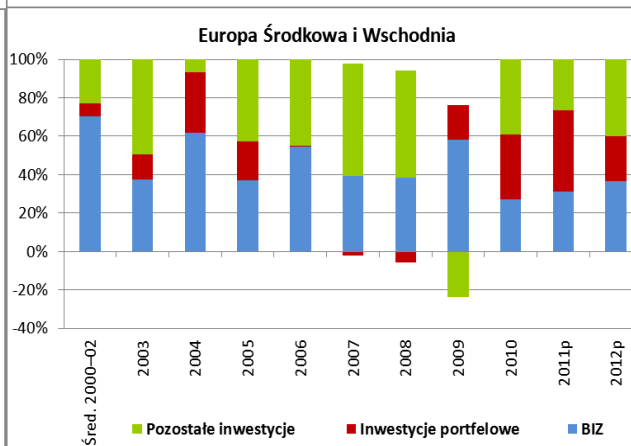
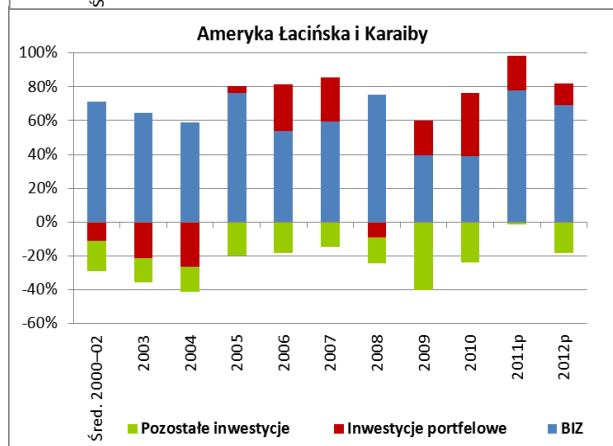
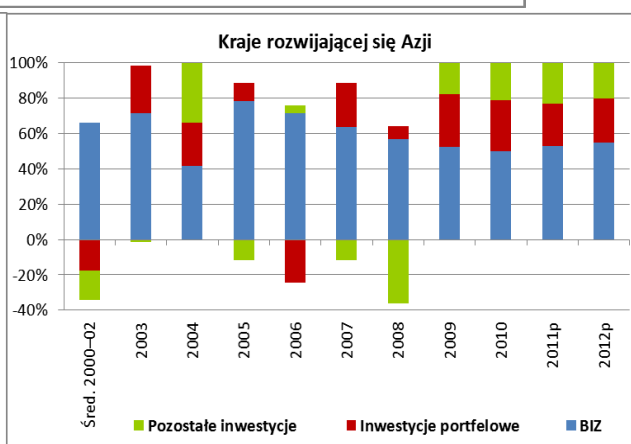
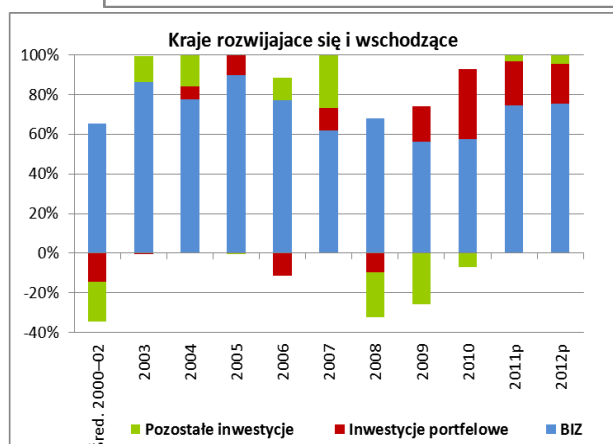
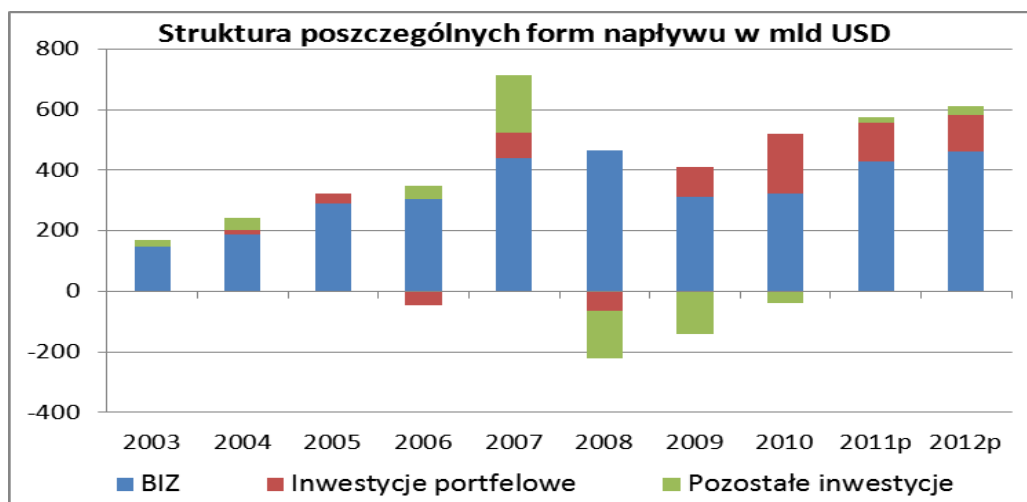
---

<sup>15</sup> Warto jednak zwrócić uwagę, że w przypadku napływu BIZ do Chin podkreśla się zjawisko *round tripping*, które polega na eksporcie kapitału z Chin i jego powrocie w postaci BIZ na skutek różnego traktowania inwestorów krajowych i zagranicznych. Według szacunków zjawisko to może decydować o 25-40% napływu wszystkich inwestycji zagranicznych w Chinach (He, 2006).

<sup>16</sup> Mimo że na ogół przyjmuje się pozytywny wpływ BIZ dla gospodarki, to jednak badania potwierdzają, że struktura napływającego kapitału w formie BIZ mogła być źródłem problemów makroekonomicznych krajów EŚW. Kinoshita (2011) oceniając wpływ sektorowej kompozycji napływających BIZ w krajach EŚW sugeruje, że większe nasycenie inwestycjami w usługach mogło sprzyjać szybszemu narastaniu nierównowagi zewnętrznej gospodarek, a inwestycje w przemysł sprzyjały stabilizacji deficytu na rachunku obrotów bieżących. Mitra (2011), badając sektorowy rozkład BIZ w krajach EŚW wskazuje na szczególną rolę inwestycji w nieruchomości jako czynnika mającego istotny wpływ na zmienność PKB.

<sup>17</sup> Większa mobilność BIZ w krajach rozwijających się może również wynikać ze specyfiki tych gospodarek. Według Deutsche Bundesbank (2003) na słabo rozwiniętych rynkach finansowych BIZ mogą stanowić substytut wobec inwestycji portfelowych.

Wykres 1.9. Struktura napływu kapitału na rynki rozwijające się w latach 2000-2012



Uwaga: p - oznacza prognozę

Źródło: opracowano podstawie MFW, World Economic Outlook Database, wrzesień 2011.

### Kapitał portfelowy

Do głównych czynników determinujących przepływy kapitału portfelowego na rynkach krajów rozwijających się w latach 2000-2007 BIS (2009) zalicza:

- rosnącą kapitalizację i wyższe stopy zwrotu z inwestycji na rynkach akcji krajów rozwijających się niż na większości rynków krajów rozwiniętych,

- wprowadzanie akcji spółek z krajów rozwijających się do międzynarodowego obrotu giełdowego poprzez pierwszą ofertę publiczną (ang. *cross-border initial public offering*),
- rosnącą wartość emisji dłużnych papierów wartościowych, w szczególności obligacji korporacyjnych,
- dywersyfikację portfeli inwestycyjnych międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych takich jak fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe w krajach rozwiniętych,
- nabywanie zagranicznych dłużnych papierów wartościowych przez podmioty z gospodarek rozwijających się, w szczególności z Azji.

W okresie ostatniego kryzysu, podobnie jak i w poprzednich epizodach wzrastającej awersji do ryzyka, kapitał portfelowy okazał się najbardziej mobilny i wrażliwy na szoki na rynkach finansowych spośród wszystkich form napływu kapitału. Jednocześnie, powrót kapitału na rynki wszystkich grup krajów rozwijających się od połowy 2009 r. ma miejsce głównie w formie inwestycji portfelowych, przede wszystkim na rynku długu. Po gwałtownym załamaniu w 2008 r., w krajach Azji i Ameryki Łacińskiej i Karaibów, wzrost napływu w tej kategorii w roku 2010 osiągnął poziom nienotowany przed kryzysem. Napływ kapitału portfelowego na rynki krajów Europy Środkowej i Wschodniej również stopniowo się zwiększał, ale był wolniejszy.

### **Pozostałe inwestycje**

Napływ kapitału w kategorii pozostałe inwestycje (głównie w formie transgranicznych kredytów bankowych) do krajów rozwijających się zwiększył się wyraźnie po roku 2003. Stało się tak za sprawą regionu EŚW, który według danych MFW od 2005 r. odnotowywał najwyższe dodatnie saldo przepływów w tej kategorii spośród wszystkich gospodarek rozwijających się. Rola tej formy napływu wzrosła istotnie w latach 2005-2008 z 40 do 60% całkowitego napływu kapitału do krajów regionu. Czynnikiem dodatkowo wpływającym na szybko rosnącą rolę tej formy finansowania w EŚW był rozwój sektora finansowego i rosnąca rola kapitału zagranicznego (głównie z krajów UE) w transgranicznej własności aktywów bankowych gospodarek regionu (Forster i in., 2011). Z kolei kraje Ameryki Łacińskiej i Karaibów doświadczały permanentnego odpływu kapitału w tej formie, którego szczyt przypadł na rok 2009, a kraje Azji notowały dodatnie saldo napływu w roku 2004 i 2006 oraz od 2009 r.

W okresie kryzysu odpływ kapitału w kategorii pozostałe inwestycje był silniejszy i bardziej trwały od kapitału portfelowego, co potwierdza postępujący proces delewarowania sektora finansowego w skali globalnej. Najwcześniej odwrócenie kierunku napływu kapitału bankowego było widoczne na rynkach krajów Azji, bo już w roku 2007, co mogło wynikać z silniejszego ich powiązania z rynkiem amerykańskim, na którym kryzys zaczął się wcześniej niż w Europie. Napływ kapitału bankowego do krajów EŚW miał charakter wzrostowy do końca 2008 r. Jednocześnie badania wskazują, że w pierwszej fazie kryzysu w końcu roku 2008 silna integracja rynku

finansowego w ramach Unii Europejskiej i struktura własnościowa banków pomogła zahamować odpływ kapitału z nowych państw członkowskich Unii Europejskiej pozostających poza strefą euro (Herrmann i Mihaljek, 2010; Vogel i Winkler, 2011). Czynnikiem ograniczającym odpływ kapitału była również tzw. Inicjatywa Wiedeńska polegająca na porozumieniu przedstawicieli sektora bankowego krajów Europy Zachodniej na początku 2009 r., w myśl którego banki macierzyste miały zapewnić stabilność funkcjonowania sektora bankowego w nowych krajach członkowskich UE, w tym nie wycofywać kapitału z tych rynków.

Zmniejszenie znaczenia kategorii pozostałe inwestycje w roku 2009 (odpływ netto) i 2011 (mniejszy napływ w relacji do 2010 r.) na rynkach EŚW może potwierdzać, że utrzymanie napływu w 2008 r. wynikało z przesunięcia faz kryzysu w Europie wobec USA oraz pogłębiających się problemów wynikających z kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, za którego początek Fratzcher (2011) przyjmuje marzec 2010 r.

W roku 2010 r. kraje EŚW odnotowały napływ netto kapitału w kategorii pozostałe inwestycje. Jednak w drugiej połowie 2011 r. wzrosło ryzyko niewypłacalności niektórych krajów strefy euro i ryzyko związane ze stabilnością sektora bankowego, co potencjalnie zmniejszyło skłonność banków zagranicznych do finansowania spółek córek w krajach EŚW. Wynika to z następujących czynników:

- braku rozstrzygnięć instytucjonalnych w zakresie przyjęcia reguł dyscyplinujących politykę fiskalną krajów członkowskich i trudności w wypracowaniu stałego mechanizmu pomocowego dla krajów zagrożonych utratą płynności lub bankrutem,
- nierozwiązanych problemów zadłużeniowych krajów strefy euro oraz sektora bankowego, prowadzących do wzrostu rentowności obligacji krajów peryferyjnych oraz krajów, których sektory bankowe są zaangażowane na rynkach krajów peryferyjnych<sup>18</sup>,
- procesu delewarowania sektora bankowego, który pobudza oczekiwania zmniejszenia aktywów sektora wobec małych możliwości podniesienia kapitałów banków (UKNF, 2011, s. 16). Podobny efekt może mieć konieczność zwiększenia współczynników adekwatności kapitałowej Tier-1 z 6 do 9% do połowy 2012 r. przez banki europejskie,
- słabego wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro, co może wpłynąć na pogłębienie problemów zadłużeniowych.

---

<sup>18</sup> Na skutek problemu *risk-free* (obligacje rządowe traktowane były jako obciążone zerowym ryzykiem - więcej na ten temat pisze Hannoun (2011) oraz dominującego w Europie bankowego modelu finansowania banki komercyjne krajów strefy euro zakumulowały znaczną część obligacji swoich krajów co wyeksponowało je na ryzyko upadłości tych gospodarek. W obliczu braku centralizowanego nadzoru finansowego w UE odpowiedzialność za upadłość poszczególnych banków spoczywa na rządach, a przy znacznych rozmiarach krajowych instytucji finansowych i zagrożeniu ich stabilności oddziaływało to na postrzeganie ryzyka kraju. Rosnące ryzyko kraju w postaci obniżki ratingu wpływało bezpośrednio na ryzyko sektora bankowego, co dawało negatywne sprzężenie zwrotne pomiędzy ryzykiem gospodarki i sektora bankowego. Dla przykładu, w przypadku Włoch i Hiszpanii ok. 25% całkowitego zadłużenia kraju jest skumulowane w bankach krajowych, w USA jedynie 2,3 % a w Wielkiej Brytanii ok. 11%.

Dodatkowo czynnikiem sprzyjającym mniejszej skłonności inwestorów do nabywania aktywów w krajach EŚW mogły być efekty regionalne związane z niekorzystną sytuacją makroekonomiczną niektórych krajów regionu, np. Węgier, Turcji.

## **1.5. Perspektywy przepływów kapitału na rynkach rozwijających się**

### **Czynniki zewnętrzne**

W perspektywie krótkookresowej o kształtowaniu przepływów kapitału na rynki rozwijające się w większym stopniu zdecydują czynniki zewnętrzne. Ze względu na kryzys strefy euro Institute of International Finance (IIF, 2012) skorygował w dół wstępne szacunki napływu kapitału na rynki 30 największych gospodarek wschodzących w 2011 r. i obniżył prognozy napływu kapitału w 2012 r. – por. wykres 1.10. Za główną przyczynę zmian podaje zmniejszenie podaży kapitału bankowego, co przede wszystkim dotknie kraje EŚW, dla których strefa euro jest ważnym źródłem kapitału<sup>19, 20</sup>.

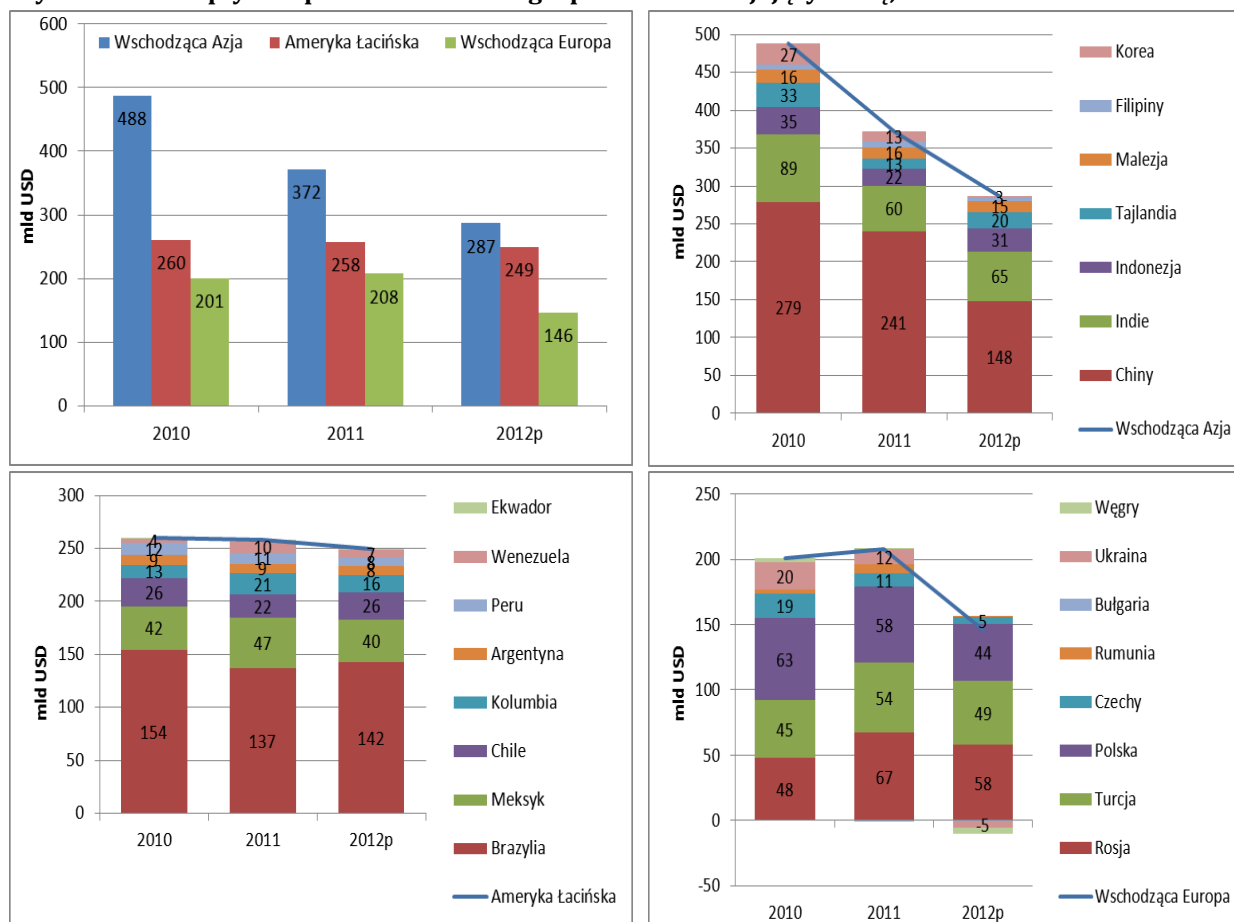
Niezależnie od faktu, że w perspektywie kilku kwartałów bankowe transgraniczne przepływy kapitału mogą być mniejsze (m.in. na skutek dostosowań do nowych wymagań płynnościowych), zmienność kursów walutowych i cen aktywów może pozostać duża na skutek mobilności inwestycji portfelowych. Ich rola po kryzysie wzrosła we wszystkich krajach rozwijających się, głównie na rynku długu. Napływ ten jest motywowany różnicami stóp procentowych oraz globalną podażą pieniądza. Może to sprzyjać bankom spekulacyjnym na rynkach walutowych, surowców oraz innych aktywów. Potencjalnym czynnikiem zmniejszającym napływ i zwiększającym odpływ kapitału może być zacieśnianie polityki pieniężnej w krajach G4. Również podwyższona awersja do ryzyka może skutkować wzrostem zmienności przepływów.

---

<sup>19</sup> Wg danych BIS na koniec 2010 r. udział strefy euro w finansowaniu transgranicznych kredytów wynosił ok. 80% w EŚW, 50 % w Ameryce Łacińskiej i ok. 20 % w krajach rozwijającej się Azji.

<sup>20</sup> Według danych IIF w gronie G3 (USA, Japonia i strefa euro) obszar wspólnej waluty był źródłem blisko 60% napływu kapitału na rynki wschodzące w okresie 2004-2007, a należności banków europejskich w krajach rozwijających się wynosiły ok. 21% PKB tych gospodarek.

**Wykres 1.10. Napływ kapitału netto do 30 gospodarek rozwijających się, w mld USD**



Uwaga: „p” oznacza prognozę

Źródło: IIF, 2012.

### Czynniki wewnętrzne

Czynnikiem sprzyjającym napływowi kapitału do krajów rozwijających się w przyszłości mogą być ich relatywnie dobre uwarunkowania makroekonomiczne. Zgodnie z szacunkami MFW (WEO, wrzesień 2011) średnioroczny wzrost realnego produktu krajowego brutto w latach 2012–2016 w krajach rozwiniętych wyniesie 2,5%, natomiast w państwach rozwijających się 6,5%.<sup>21</sup> Lepsze perspektywy wzrostu PKB w państwach rozwijających się wynikają ze zwiększonej ich roli w światowym systemie gospodarczym m.in. za sprawą włączenia w międzynarodowe przepływy kapitałowe, handlowe i inwestycyjne w ostatnich latach. Pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarek rozwijających się (obserwowane w niektórych przypadkach od drugiej połowy 2011 r.) może działać w kierunku nasilenia zmienności przepływów, ale również zwiększenia roli czynników lokalnych i wyboru tych rynków, których fundamenty makroekonomiczne kształtują się najlepiej.

W średnim i długim okresie scenariusz utrzymania napływu kapitału opiera się na założeniu kontynuacji procesu doganiania krajów rozwiniętych przez gospodarki

<sup>21</sup> W analogicznym okresie średnioroczny udział oszczędności krajowych brutto w PKB ma wynieść 20,2% PKB dla krajów rozwiniętych oraz 34,8% PKB dla państw rozwijających się (WEO, wrzesień 2011).



rozwijające się. W wielu przypadkach gospodarek rozwijających się, szczególnie największych (BRIC), warunkiem koniecznym utrzymania wzrostu jest jednak realizacja trudnych reform strukturalnych, których brak może stanowić istotną barierę rozwoju i zatrzymać proces doganiania (*middle income trap*). Utrzymanie napływu będzie więc uwarunkowane efektywnością realizowanych w tych krajach inwestycji. W miarę postępu w procesie doganiania krańcowa produktywność kapitału w krajach rozwijających się będzie jednak spadała.

W perspektywie długookresowej prognozy zakładają wzrost znaczenia gospodarek rozwijających się, ale również ich wzrastającą rolę jako eksporterów kapitału. Speller i in. (2011, s. 9) dokonali symulacji<sup>22</sup> przepływów kapitałowych dla państw G20 w okresie najbliższych 40 lat i sformułowali następujące wnioski:

1. Relacja średniej wielkości aktywów i pasywów zagranicznych do PKB dla krajów G20 wzrośnie z około 1,3 do 2,2.
2. Udział aktywów zagranicznych brutto krajów G20 w posiadaniu państw BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) zwiększy się z aktualnych 10% do ponad 40% do 2050 r.
3. Do 2050 r. roczne odpływy kapitału z krajów spoza G7 będą ponad dwukrotnie wyższe niż odpływy kapitału z państw G7. Do tego czasu, na Indie i Chiny będzie przypadać prawie połowa rocznych odpływów kapitału brutto krajów G20.
4. W 2050 r. stopa oszczędności osiągnie 50% w Indiach oraz będzie kształtować się poniżej 10% w Niemczech, Francji, Wielkiej Brytanii oraz Stanach Zjednoczonych.<sup>23</sup> Udział ludności w wieku 40-59 lat (*prime savers*) w państwach G7 spadnie z 28% w 2010 r. do 24% w 2050 r., natomiast – wobec wzrostu liczby ludności w państwach rozwijających się – zwiększy się w Indiach z 20% do 26% oraz w Arabii Saudyjskiej z 16% do 27%.
5. W analizowanym okresie globalne nierównowagi sald na rachunkach obrotów bieżących (suma wartości bezwzględnych deficytów i nadwyżek) najwyższą wartość osiągną około 2030 r. (około 8% światowego PKB), wzrastając z aktualnego poziomu około 4% światowego PKB.

Przy oczekiwanym wzroście oszczędności krajów rozwijających się czynnikiem zmniejszającym ich wrażliwość na zewnętrzne determinanty przepływu kapitału byłyby liberalizacja, rozwój lokalnych rynków finansowych oraz kreacja własnych walut regionalnych i międzynarodowych<sup>24</sup>. Utrzymanie ograniczeń dewizowych w największych krajach rozwijających się może jednak spowalniać rozwój lokalnych

---

<sup>22</sup> W symulacji skoncentrowano się na dwóch determinantach przepływów kapitałowych: konwergencji PKB oraz demografii.

<sup>23</sup> Według danych MFW (WEO, wrzesień 2011) udział oszczędności brutto w PKB wynosił, odpowiednio w 2010 r. i 2011 r., 18,6% i 18,6% we Francji, 23% i 24,1% w Niemczech, 34,2% i 35,4% w Indiach, 11,8% i 11,3% w Wielkiej Brytanii oraz 12,5% i 12,8% w Stanach Zjednoczonych.

<sup>24</sup> Kreacji przez kraje rozwijające się własnych walut międzynarodowych i regionalnych mogą sprzyjać ich wzajemne inwestycje. Na przykład trzy banki chińskie (China Development Bank, Export-Import Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China) udzieliły pożyczki o wartości 1,2 mld USD dla Reliance Communications of India w połowie stycznia 2012 r. (IIF, 2012, s. 6-7).

rynków finansowych i utrzymać zależność przepływów kapitałowych od centrów finansowych głównych walut międzynarodowych i globalnego ryzyka.

## **2. Konsekwencje i mechanizmy stabilizowania przepływów kapitału**

### **2.1. Kształtowanie swobody przepływu kapitału w XX i XXI w.**

Dostęp do zagranicznych oszczędności może stanowić dla krajów rozwijających się ważny czynnik w kształtowaniu tempa ich rozwoju gospodarczego. Zdolność do importu kapitału jest z kolei uwarunkowana nie tylko mechanizmami rynkowymi (popytem i podażą kapitału), lecz również skalą i selektywnością ograniczeń administracyjnych, jakie kraje nakładają na transakcje o charakterze międzynarodowym.

Reinhart i Rogoff (2009) wskazują, że od początku XX w. wystąpiły trzy fale liberalizacji i ograniczania przepływów kapitału, rozgraniczane przez kryzysy bankowe. Znoszenie restrykcji na początku XX w. było kontynuacją procesu trwającego od lat 30. XIX w. i zostało zatrzymane przez pierwszą wojnę światową. Skala mobilności kapitału w tym okresie osiągnęła poziom zbliżony do poziomu z końca lat 90. XX w.<sup>25</sup>. Kolejną falę znoszenia restrykcji po 1918 r. przerwała Wielka Depresja, następną druga wojna światowa. W ustanowionym po drugiej wojnie światowej systemie z Bretton Woods, w którym waluty narodowe były usztywnione względem dolara amerykańskiego, ograniczenia w obrocie walutowym były jednym z narzędzi ochrony gospodarek krajowych przed szokami zewnętrznymi. Swoboda przepływu kapitału w tym okresie była znacznie ograniczona (Janicka, 2010). Dopiero po upadku systemu z Bretton Woods w 1971 r. znoszenie restrykcji w przepływie kapitału między krajami przybrało na sile, co według Joyce'a i Noy'a (2005) było również przejawem odchodzenia od powojennej polityki opartej na założeniach teorii Keynesa.

W latach 80. proces liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitału znacznie przyspieszył, szczególnie między gospodarkami rozwiniętymi oraz rozwijającymi się gospodarkami azjatyckimi (Joyce i Noy, 2005). Od lat 90. trend ten objął również inne gospodarki rozwijające się, m. in. za sprawą Konsensusu Waszyngtońskiego, który pierwotnie odnosił się do gospodarek Ameryki Łacińskiej, zaś później stanowił ramy reform gospodarczych dla wielu gospodarek rozwijających się na całym świecie. Postulaty Konsensusu dotyczyły m.in. zniesienia wszelkich restrykcji dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz liberalizacji rynków finansowych, która pozwoliłaby na swobodne kształtowanie stopy procentowej przez rynek (Williamson, 2004). Nasilający się w latach 90. trend częściowego znoszenia ograniczeń na rachunku obrotów kapitałowych przez wiele krajów rozwiniętych, a także szereg krajów rozwijających się objawiał się szybkim wzrostem liczby walut wymiennalnych (spełniających wymagania art. VIII statutu MFW, ale niebędących jeszcze walutami w pełni wymiennalnymi). Kluczowe znaczenie dla postępującej liberalizacji obrotów kapitałowych wynikało z zyskującego na znaczeniu przekonania, iż ograniczenia dewizowe w transakcjach kapitałowych przynoszą więcej szkody niż korzyści, a jednocześnie są coraz mniej skuteczne.

---

<sup>25</sup> Potwierdzają to badania Reinhart i Rogoff (2009) oraz badania przytaczane przez Jurka, 2011, s. 54: Eichengreen i Irwin (1995, s. 24-25), Eichengreen i Bordo (2003, s. 53-61), Irwin (1996, s. 41-46), Mauro i in. (2002, s. 695-733), Obsfeld i Taylor (2002).

Simmons i Elkins (2003, 2004) twierdzą, że następujące w kolejnych latach znoszenie ograniczeń na rachunku kapitałowym w gospodarkach rozwijających się było elementem konkurowania o dostęp do zagranicznych źródeł oszczędności (Joyce i Noy (2005). Okresem największej mobilności kapitału na świecie był przełom XX i XXI wieku. Jednak fala kryzysów finansowych w gospodarkach rozwijających się: kryzys w Meksyku (1994 r.), kryzys azjatycki (1997 r.), kryzys rosyjski (1997-1998), kryzys argentyński (1999-2002) spowodowały przywrócenie niektórych restrykcji na rachunku kapitałowym oraz uwidoczniły potrzebę stosowania środków ostrożnościowych, które powinny zapobiec narastaniu prowadzącego do kolejnych kryzysów ryzyka w systemie finansowym. Również plan działań przedstawiony na szczycie G20 w Seulu w 2010 r. podkreślał potrzebę zapewnienia stabilności rynków finansowych, określenia ram polityki makroostrożnościowej i uwzględnienia perspektywy gospodarek wschodzących w regulacyjnych reformach sektora finansowego, jak również ograniczenia ryzyka zmienności przepływów kapitałowych. Ponadto, wzmocnienie globalnych sieci bezpieczeństwa finansowego powinno zapewnić praktyczne instrumenty przeciw nagłym odwrotom (*sudden reversal*) napływu kapitału międzynarodowego.

Instytucją wyznaczającą standardy w regulacji międzynarodowych przepływów finansowych jest MFW, którego poglądy prezentuje ramka 2.1.

#### **Ramka 2.1. Ewolucja stanowiska MFW wobec swobody przepływu kapitału**

Mimo że statut MFW dopuszcza stosowanie restrykcji wobec transakcji kapitałowych (artykuł VI, sekcja 3), stosunek tej organizacji do znoszenia ograniczeń w transakcjach dotyczących rachunku kapitałowego przez państwa członkowskie zmieniał się. Zgodnie z analizą stanowiska Funduszu (MFW, 2005) do końca lat 90. można wyróżnić następujące punkty zwrotne w podejściu MFW do liberalizacji przepływu kapitału<sup>26</sup>:

- **okres powojenny**, w którym dominowało przekonanie o konieczności stosowania kontroli przepływu kapitału w celu ochrony przed szkodliwym napływem kapitału spekulacyjnego oraz utrzymaniem stabilnego międzynarodowego systemu walutowego,
- **przełom lat 50. i 60.**, kiedy wzrastała liczba krajów znoszących ograniczenia w transakcjach rachunku bieżącego i akceptujących obowiązki wynikające z artykułu VIII. Wpłynęło to na przyspieszenie działań w kierunku liberalizacji szczególnie wśród gospodarek uprzemysłowionych w latach 70. i 80.,
- **lata 70. i 80.**, kiedy po upadku systemu z Bretton Woods w wyniku porozumień jamajskich z 1976 r. została wprowadzona poprawka do statutu MFW zmieniająca m.in. artykuł IV, na podstawie którego kraje członkowskie mają obowiązek wystrzegać się manipulacji kursem walutowym ze szkodą dla pozostałych członków. Na tej podstawie w 1977 r. została wydana decyzja o nadzorze polityki kursowej państw członkowskich przez MFW, obejmująca konsultacje z krajem polityk dotyczących ograniczeń i zachęt

<sup>26</sup> Ze względu na zmianę nazewnictwa przez MFW w 1993 r. transakcje wcześniej klasyfikowane jako transakcje kapitałowe obecnie nazywane są transakcjami finansowymi. Do transakcji rachunku kapitałowego należą od 1993 r. transfery kapitałowe, transakcje dotyczące aktywów niefinansowych lub nieprodukcyjnych, a do transakcji finansowych kwalifikuje się bezpośrednio inwestycje zagraniczne, inwestycje portfelowe i pozostałe inwestycje, jednak w odniesieniu do tych właśnie transakcji literatura najczęściej stosuje określenie „obroty kapitałowe” (Janicka, 2008, s.35)

dla przyływu lub odpływu kapitału, nie stanowiąc jednak wyraźnej zachęty lub dezaprobaty dla ich stosowania ze strony MFW,

- **lata 90.**, w których poprawką do Decyzji z 1977 r. z kwietnia 1995 r. potwierdzono rolę MFW jako instytucji nadzorującej i służącej techniczną pomocą w kwestiach związanych z rachunkiem obrotów kapitałowych, jednak bez prawa do ustanawiania standardów wymienialności. Z drugiej strony, od tego czasu MFW poprzez wykonywane analizy popierał proces liberalizacji przepływu kapitału. Jednakże z nastaniem kryzysu azjatyckiego opracowania ekspertów MFW zaczęły stawiać większy nacisk na warunki, które powinny być spełnione zanim kraj przystąpi do znoszenia ograniczeń w przepływach finansowych z zagranicą (m.in. stabilność systemu finansowego).

W całym omawianym okresie duże znaczenie dla znoszenia ograniczeń w przepływie kapitału miały porozumienia międzynarodowe (m.in. OECD Code of Liberalization of Capital Movements z 1961 r., dyrektywy Komisji Europejskiej dotyczące liberalizacji rachunku kapitałowego z lat 1986-88, Układ Ogólny w sprawie Handlu Usługami – GATS z 1995 r.). Umowy te wpłynęły na zwiększenie przepływów kapitału, zwłaszcza między krajami uprzemysłowionymi.

**Wiek XXI** podkreślił wagę zintegrowanego podejścia do liberalizacji przepływów kapitałowych w kontekście stabilności makroekonomicznej, reform gospodarczych, polityki kursowej i stabilności systemu finansowego, nie określając jednak jednoznacznego stanowiska MFW wobec stosowania ograniczeń dewizowych. Wzmożony napływ kapitału do gospodarek rozwijających się po 2003 r. zapoczątkował dyskusję o skutkach długotrwałego napływu kapitału dla wartości ich walut i stabilności systemu finansowego. Rozwiązanie tego problemu stało się szczególnie ważne wraz z drugą połową 2009 r., kiedy napływ kapitału do gospodarek rozwijających się przybrał na sile w warunkach ich szybszego wyjścia z kryzysu i niekonwencjonalnych działań głównych banków centralnych zwiększających globalną płynność. Postępujące zwiększenie siły gospodarczej państw rozwijających się i ich roli w światowych gremiach gospodarczych (G20, MFW) również wpłynęło na zmianę retoryki instytucji międzynarodowych, które zaczęły dopuszczać, a nawet w niektórych przypadkach zalecać stosowanie instrumentów kontroli przepływów kapitału.

**W kwietniu 2011 r.** MFW ogłosił, że opracowuje ramy zarządzania napływem kapitału (*capital inflows management*), które mają pomóc krajom członkowskim w wyborze właściwych instrumentów polityki gospodarczej. **Jednocześnie oświadczenie MFW po raz pierwszy w historii zawierało jasną deklarację, że ograniczenia dewizowe można uznać za instrument polityki gospodarczej, jeśli zaistnieją odpowiednie okoliczności a podjęte środki nie są substytutem dobrej polityki makroekonomicznej.**

Źródło: opracowano na podstawie MFW (2005) i Gallagher (2011).

## 2.2. Skutki przepływów kapitału

Do pozytywnych konsekwencji napływu kapitału na rynki krajów rozwijających się należy zaliczyć redukcję jego kosztu i zwiększenie dostępności. Zgodnie z neoklasycznym modelem wzrostu powinno to stymulować konsumpcję i inwestycje a w konsekwencji PKB. Zwiększenie jakości czynników wytwórczych, w tym transfer zasobów i technologii, które często towarzyszą inwestycjom bezpośrednim stanowią

jednocześnie czynniki rozwoju korespondujące z założeniami endogenicznych modeli wzrostu<sup>27</sup>. Podaż kapitału może również wpływać na rozwój rynku finansowego, zwiększając jego kapitalizację, płynność oraz dostępność instrumentów finansowych, co również pośrednio powinno mieć dodatni wpływ na wzrost gospodarczy<sup>28</sup>.

Badania sugerują jednocześnie, że ostateczny bilans korzyści i kosztów napływu kapitału zależy od zdolności absorpcyjnych kraju związanych z jakością instytucji i czynników wytwórczych<sup>29</sup>. Ponadto epizody kryzysów finansowych potwierdzają, że wpływ rozwoju i integracji rynków finansowych na wzrost gospodarczy może być negatywny. Fetch i in. (2012) wskazują, że integracja rynków sprzyja specjalizacji pośredników finansowych w obsłudze określonych segmentów oraz uzależnia od hurtowych rynków międzybankowych w zakresie pozyskania źródeł finansowania. Może to prowadzić do większej ekspozycji na szoki zewnętrzne, efektu zarażania i ograniczenia płynności i dostępu do kapitału przez podmioty uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania.

Niezależnie od faktu, że napływ kapitału może mieć pozytywne znaczenie dla gospodarek go importujących, skokowo wzrastające przepływy mogą być trudne do zaabsorbowania i prowadzić do problemów makroekonomicznych związanych:

- ze zmiennością kursu walutowego i konsekwencjami dla sfery finansowej i realnej gospodarki,
- z osłabieniem mechanizmu transmisji polityki pieniężnej,
- z ryzykiem nadmiernego zadłużenia w sektorze prywatnym i publicznym,
- narastaniem boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych,
- z ryzykiem nagłego odpływu kapitału, efektu zarażania i utraty dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania.

### **2.2.1. Wpływ zmienności kursu walutowego na bilanse sektora prywatnego**

Zmienność kursu walutowego może wpływać negatywnie na sferę finansową i realną gospodarki. W sferze realnej, krótkookresowo może decydować o konkurencyjności cenowej eksportu, a w średnim i długim okresie odchylenia od poziomu równowagi mogą skutkować nieoptymalną alokacją zasobów w sektorze dóbr wymiennalnych i niewymiennalnych.

W sferze finansowej niestabilny kurs walutowy może utrudniać prowadzenie polityki pieniężnej wpływając na stabilność cen. Na skutek niedopasowania struktury

---

<sup>27</sup> Alfaro i in., (2004) wskazuje, że BIZ stanowią najbardziej pro-wzrostową formę napływu kapitału. Inwestycje zagraniczne mogą pełnić kluczową rolę w procesie transferu wiedzy, umiejętności i dyfuzji technologii (*spillover effect*). Niemniej, oddziaływanie BIZ na wzrost gospodarczy nie jest automatyczne i zależy m.in. od zdolności absorpcyjnych gospodarki i struktury sektorowej BIZ, etc. (Alfaro i in., 2004, Bijsterbosch i Kolasa, 2010).

<sup>28</sup> Mimo przewartościowania dominującego do kryzysu spojrzenia na rolę podaży kapitału i rynków finansowych w gospodarce (często bezkrytycznie zakładano, że rozwój i integracja rynków finansowych ma jedynie pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy) kapitał wciąż będzie stanowić ważny i komplementarny względem innych czynników warunków rozwoju ekonomicznego.

<sup>29</sup> Alfaro i inni 2010, wskazują, że niska jakość instytucji i kapitału ludzkiego może być w pewnej mierze wyjaśnieniem paradoksu Lucasa, bowiem wpływa na różnice w stopach zwrotu z inwestycji. Dlatego też wzrost jakości instytucji można wiązać ze wzrostem napływu kapitału do danej gospodarki.

walutowej aktywów i pasywów podmiotów gospodarczych w niektórych krajach (*currency mismatch*) zmiany kursu walutowego mogą mieć również bezpośredni wpływ na bilanse przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (*balance sheets effect*), a tym samym na stabilność systemu finansowego.

Ponadto deprecjacja kursu może istotnie wpływać na płynność sektora bankowego. Spadek wartości waluty krajowej zwiększa bowiem wysokość depozytu zabezpieczającego w transakcjach typu *hedge* na rynku instrumentów pochodnych (co miało miejsce np. na Węgrzech). W okresie kryzysu skala zmienności kursów istotnie się zwiększyła, więc ryzyka z tym związane również mają większe znaczenie.

### **2.2.2. Osłabienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej**

Globalna integracja rynków finansowych, wzrost znaczenia międzynarodowych banków wyspecjalizowanych w finansowaniu krajów rozwijających się oraz rosnąca mobilność kapitału osłabiły mechanizm transmisji krajowej polityki pieniężnej w trzech podstawowych kanałach (Takats i Villar, 2011)<sup>30</sup>.

Kanał stóp procentowych uległ osłabieniu na skutek rosnącej roli kredytów w walutach obcych, na które krajowa polityka pieniężna nie ma bezpośredniego wpływu. Próby przeciwdziałania nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej na rynku krajowym poprzez podniesienie stóp procentowych mogą paradoksalnie zwiększyć skalę finansowania w walutach zagranicznych pogłębiając problem osłabienia mechanizmu transmisji.

Kanał kursu walutowego dla gospodarki i polityki pieniężnej również uległ osłabieniu na skutek substytucji walutowej. Spadek wartości waluty krajowej może prowadzić do dwóch wzajemnie neutralizujących się efektów dla zmian cen i PKB. Z jednej strony deprecjacja waluty krajowej przyczynia się do poprawy konkurencyjności i wzrostu eksportu, a z drugiej do zwiększenia obciążeń finansowych związanych z obsługą zadłużenia (nominowanego w walucie obcej) i prowadzi do spadku spożycia wewnętrznego. Wówczas pozytywny efekt dla PKB nie jest jednoznaczny i zależy od skali zadłużenia w walutach obcych. Badania dla czterech krajów Azji (Indonezja, Korea, Malezja i Tajlandia) sugerują, że negatywny efekt zmian kursu dla PKB pojawiał się w przypadku zadłużenia przekraczającego 12% PKB (Takats i Villar, 2011).

Znaczenie kanału kredytowego podlega ograniczeniu na skutek zmniejszenia podaży finansowania przez banki międzynarodowe na skutek szoków płynnościowych w macierzystych centrach finansowych. Wynika to ze znacznej roli inwestorów zagranicznych w strukturze aktywów krajowych sektorów bankowych oraz nowych regulacji płynnościowych. De Haas i Van Lelyveld (2011) wskazują, że w okresie ostatniego kryzysu skala ograniczenia podaży kredytu przez banki międzynarodowe

---

<sup>30</sup> Problem zmniejszonej autonomii krajowej polityki pieniężnej na skutek integracji krajowych rynków finansowych z rynkami globalnymi jest znany pod pojęciem tzw. trójkąta niemożności co najmniej od rozważań w ramach modelu Mundella-Fleminga w latach 60. ubiegłego wieku. W warunkach całkowitej swobody przepływów kapitałowych nie jest możliwe jednoczesne kształtowanie w pełni autonomicznej polityki pieniężnej i poziomu kursu walutowego. Na skutek rosnącej integracji rynków finansowych w ostatnich dekadach czynnik ten staje się bardziej istotny nawet w przypadku płynnych kursów walutowych.

(szczególnie wrażliwe na załamanie na rynku międzybankowym) była dwukrotnie wyższa niż banków lokalnych działających na tych samych rynkach.

### 2.2.3. Ryzyko boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych

Wspólną cechą boomów kredytowych jest zjawisko określone w Reinhart i Reinhart (2008) jako *capital bonanzas*, związane z niską ceną kapitału i jego dostępnością na rynkach międzynarodowych. Jego napływ do krajów rozwijających się prowadzi do wzrostu konsumpcji i inwestycji, a zatem PKB. W warunkach boomu gospodarka rozwija się często powyżej potencjału produkcyjnego, co sprzyja presji inflacyjnej i utracie międzynarodowej konkurencyjności cenowej poprzez nominalną bądź realną aprecjację kursu walutowego. Może to sprzyjać alokacji zasobów w sektorze dóbr niewymienialnych o mniejszej wydajności, co dodatkowo pogłębia proces utraty konkurencyjności. Sektorem gospodarki, gdzie często alokowany jest kapitał zagraniczny są nieruchomości<sup>31</sup>. Napływ kapitału (często w formie BIZ) sprzyja wzrostowi cen w tym segmencie, któremu towarzyszy tzw. efekt bogactwa, co dodatkowo stymuluje konsumpcję i inwestycje w gospodarce. Jednocześnie w warunkach łatwo dostępnego finansowania oraz wzrostu gospodarczego mogą pojawiać się oczekiwania dalszego wzrostu cen domów i mieszkań, co daje bodźce do wzrostu popytu. Spekulacyjnym inwestycjom na rynku nieruchomości sprzyja relatywnie długi cykl inwestycyjny, który sprawia, że za rosnącym popytem równie szybko nie podąża podaż.

Napływ kapitału sprzyja również wzrostowi cen akcji, co poprzez efekt bogactwa zwiększa skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji, a przedsiębiorstwa zachęca do zwiększenia skali finansowania dzięki obniżeniu jego kosztu (efekt  $q$ -Tobina)<sup>32</sup>. Mobilność kapitału międzynarodowego na skutek wzrastającej globalnej płynności powoduje również wzrost cen surowców. Z jednej strony może to prowadzić do inflacji, a z drugiej wpływać na perspektywy wzrostu gospodarczego. Napływ kapitału sprzyja także obniżeniu długoterminowych stóp procentowych i spadkowi dyscypliny rynkowej, co może stymulować nadmierne zadłużenie sektora publicznego i prowadzenie procyklicznej polityki fiskalnej.

Epizody znacznego napływu kapitału mogą destabilizować system finansowy poprzez niewłaściwą alokację zasobów prowadzącą do narastania boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych na rynkach walutowych, rynkach aktywów rzeczowych i finansowych oraz rynkach surowców. W konsekwencji prowadzą do nadmiernego zadłużenia, a w warunkach pęknięcia bąbla nagłego załamania cen, spadku

---

<sup>31</sup> Tillmann (2012) wskazuje na przykładzie rozwijających się krajów Azji, że napływ kapitału sprzyja wzrostowi cen domów i akcji. Wyniki estymacji z użyciem modelu VAR sugerują, że wzrost napływu kapitału o 1% PKB prowadzi do realnego wzrostu cen domów o 0,5%. Napływ kapitału odpowiada za ok. 10-15% całkowitego wzrostu cen, czyli około dwukrotnie więcej niż w krajach OECD.

<sup>32</sup> Akuyz (2012) wskazuje, że pomiędzy 2002 a 2007 r. ceny akcji w Brazylii wzrosły blisko 10-krotnie, w Chinach 6-krotnie a w Turcji i Indiach ok. 4,5-krotnie. Jednocześnie spadek cen akcji od końca 2007 do końca 2008 r. sięgał połowy lub nawet 2/3 wartości wcześniejszych wzrostów.



wartości aktywów, pogorszenia jakości portfela kredytowego, strat banków, ryzyka utraty płynności i mniejszych możliwości finansowania gospodarki realnej.

Rozpoznawanie i monitorowanie boomów kredytowych jest istotne, ponieważ mogą one poprzedzać zjawisko nagłego ograniczenia finansowania zewnętrznego (*sudden stops*). Sula (2012) oraz Agosin i Hauita (2012) potwierdzają, że napływ kapitału i towarzyszący mu proces boomu zwiększa prawdopodobieństwo nagłego zatrzymania napływu kapitału wraz z wydłużeniem okresu trwania boomu.

#### **2.2.4. Ryzyko nagłego odpływu kapitału, zarażania i utraty płynności**

Napływ krótkoterminowego kapitału może powodować zakłócenia destabilizujące gospodarkę i wzrost ryzyka związanego z nagłym ograniczeniem finansowania gospodarki lub gwałtownym odpływem kapitału (*sudden stops and reversals*). Fruceri i inni (2011) wskazują, że w 60% epizodów znacznego napływu kapitału<sup>33</sup> (na 268 badanych w latach 1970-2007) kończyło się nagłym jego zatrzymaniem (*sudden stops*). Jeden na dziesięć epizodów kończył się kryzysem bankowym bądź walutowym.

Rosnące powiązania między globalnymi rynkami finansowymi oraz wzrost znaczenia czynników zewnętrznych jako determinant mobilności kapitału sprawia, że wzrasta ryzyko wystąpienia efektu zarażenia (*contagion effect*), rozumianego jako transmisja kryzysu między krajami (głównie na skutek dostosowań w strukturze portfeli inwestorów instytucjonalnych). Wówczas nawet w nieuzasadnionych fundamentalnymi czynnikami przypadkach może nastąpić odwrót kapitału od kraju lub grupy krajów (Gelos 2011). Ryzyko zarażenia jest potencjalnie większe w przypadku krajów o wysokim zadłużeniu zewnętrznym, w szczególności krótkoterminowym. Bekaert i in. (2011) wskazują na podstawie oceny czynników wpływających na proces zarażania na rynkach akcji w okresie kryzysu, że większą podatnością na niestabilność charakteryzują się kraje o słabych fundamentach gospodarczych, wysokim ryzyku oraz niskiej jakości instytucji.

Negatywne konsekwencje nadmiernej mobilności kapitału odczuwają również gospodarki rozwinięte. Z tych względów pojawiają się propozycje ograniczenia przepływu kapitału między krajami poprzez zmniejszenie globalnej podaży pieniądza - ramka 2.2.

#### **Ramka 2.2. Podatek Tobina jako narzędzie ograniczające przepływy kapitału w gospodarce światowej**

W 1978 r. James Tobin (Korinek, 2011, s. 3) zaproponował wprowadzenie podatku od transakcji walutowych. Nawet jego niski poziom powinien znacznie zmniejszyć wolumen kapitału spekulacyjnego i ograniczyć negatywne zjawiska spowodowane jego przepływami. Magud, Reinhart i Rogoff (2011) modyfikują ten postulat proponując wprowadzenie podatku od transakcji kapitałowych jako narzędzia mogącego zmniejszyć wolumen krótkoterminowych przepływów między krajami. Z drugiej strony, jak

<sup>33</sup> Znaczne napływy kapitału definiowane są jako napływy powyżej trendu dla każdego kraju.

wskazuje Związek Banków Polskich (2011) transakcje zakupu i sprzedaży papierów wartościowych mają charakter nie tylko spekulacyjny, ale bardzo często także zabezpieczający przed ryzykiem, wobec czego nałożenie podatku może zmniejszyć również ilość transakcji zabezpieczających i zwiększyć ryzyko podmiotów działających na rynku finansowym oraz zmniejszyć płynność rynku ograniczając obydwa rodzaje transakcji.

W perspektywie globalnej wprowadzenie podatku przez pojedyncze gospodarki spowoduje, że ich rynki finansowe staną się mniej atrakcyjne dla inwestorów, którzy będą lokować środki w krajach nie stosujących podatku. Ponadto, opodatkowanie przepływów finansowych może spowodować zakłócenia w systemie finansowym poprzez błędną alokację zasobów, jeśli główną motywacją uczestników rynku będzie uniknięcie podatku (arbitraż regulacyjny). W następstwie kryzysu finansowego i gospodarczego zapoczątkowanego w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. i jego skutków dla europejskiego systemu bankowego wprowadzenie podatku od transakcji finansowych (*financial transaction tax*) zaproponowała w 2011 r. Komisja Europejska. Jego zwolennikami są Francja i Niemcy, z kolei będąca ważnym światowym centrum finansowym Wielka Brytania jest przeciwna, jeśli nie będzie to miało charakteru globalnego (ponieważ zmniejszy konkurencyjność brytyjskiego City względem rynków, gdzie podatek nie zostanie wprowadzony).

### 2.3. Instrumenty oddziaływania na przepływy

Zgodnie ze stanowiskiem MFW (Ostry i in., 2010) kraj doświadczający znacznej mobilności kapitału krótkoterminowego w ramach polityki gospodarczej ma do dyspozycji **narzędzia polityki makroekonomicznej** omówione w rozdz. 2.3.1 oraz środki zarządzania przepływami kapitału (nazywane CFM – *Capital Flow Management measures*) w formie **działań makroostrożnościowych oraz ograniczeń dewizowych** omówionych w rozdz. 2.3.2.

MFW (2011a) wskazuje, że polityka makroekonomiczna powinna stanowić tzw. pierwszą linię obrony (*the first line of defense*) w warunkach nadzwyczajnej mobilności kapitału. Drugą linię obrony przed nadmiernym napływem kapitału powinny stanowić ostrożnościowe instrumenty zarządzania przepływami kapitału, natomiast trzecią i zarazem najbardziej restrykcyjną, instrumenty dyskryminujące ze względu na rezydencję (ograniczenia dewizowe). MFW zastrzega, że dopuszcza stosowanie ograniczeń dewizowych, jeśli mają charakter tymczasowy i są stosowane w gospodarkach funkcjonujących blisko swojego potencjału, dysponujących adekwatnym poziomem rezerw walutowych i walutą nieprzejawiającą niedowartościowania, a napływ kapitału wydaje się mieć charakter przejściowy.

#### 2.3.1. Instrumenty polityki makroekonomicznej

Reakcje państw na napływ kapitału mogą być różne, co wynika zarówno ze specyfiki gospodarek, ich systemów finansowych, przyjętej strategii polityki pieniężnej i kursowej, jak i natury napływającego kapitału (np. kapitał długoterminowy a krótkoterminowy). Po stronie polityki makroekonomicznej można wyróżnić następujące strategie odpowiedzi na przepływy kapitału: dopuszczenie do aprecjacji bądź deprecjacji kursu walutowego, stabilizowanie kursu poprzez interwencje, jeśli nie zagraża to stabilności cen i konkurencyjności gospodarki oraz zastosowanie instrumentów polityki pieniężnej w postaci stóp procentowych i rezerw obowiązkowych oraz instrumentów polityki fiskalnej.

### **Stabilizacja kursu walutowego**

Wyzwania stojące przed krajem doświadczającym przepływu kapitału zmniejsza elastyczny kurs walutowy, który może hamować napływ kapitału krótkoterminowego związanego z transakcjami *carry trade* (BIS, 2010, s. 50). Ryzyko kursowe wynikające z płynności kursu może również zredukować długość epizodów napływu kapitału oraz zniechęcać do finansowania w walutach obcych (Fruceri i inni 2011). Ponadto może zmniejszać skalę transmisji zmian kursu do gospodarki (*exchange rate pass-through*) oraz skalę niedopasowania walutowej struktury aktywów i pasywów podmiotów gospodarczych (*currency mismatch*).

W przypadku napływu kapitału dopuszczenie do aprecjacji kursu walutowego jest wskazane, gdy jest on niedowartościowany<sup>34</sup>. Prowadzi to, *ceteris paribus*, do spadku cen krajowych, co może być sposobem na zmniejszenie presji inflacyjnej. W okresie odpływu kapitału deprecjacja kursu jest dopuszczalna w sytuacji jego przewartościowania i wielkości zadłużenia zewnętrznego, które nie powoduje znacznego wzrostu kosztów jego obsługi.

Dążąc do stabilizacji kursu walutowego, bank centralny może podejmować interwencje walutowe, polegające na sprzedaży bądź zakupie waluty krajowej za waluty zagraniczne. W pierwszym przypadku wpływa to na akumulację rezerw dewizowych, a w drugim na ich zmniejszenie. Motywy i skuteczność interwencji walutowych prezentuje ramka 2.3.

Gdy władze monetarne chcą zniwelować wpływ operacji walutowych na krajową podaż pieniądza (i inflację), mogą dokonywać przeciwstawnych transakcji na rynku aktywów krajowych i zagranicznych, czyli sterylizowanych interwencji na rynku walutowym (Krugman, Obstfeld, 2007, s. 238). Przykładami państw wykorzystujących sterylizowane interwencje walutowe wobec napływu kapitału są Brazylia, Peru (MFW, 2011, s. 26) oraz Chiny (BIS, 2009, s. 8). Interwencje powinny być sterylizowane w przypadku istnienia obaw co do zbyt szybkiego tempa wzrostu gospodarczego i wysokiej inflacji. Sterylizacja napływu kapitału oznacza jednak ponoszenie przez bank centralny kosztów, gdy oprocentowanie zobowiązań banku centralnego zaciąganych

---

<sup>34</sup> Jednocześnie oczekiwania aprecjacji kursu walutowego mogą powodować wzrost napływu kapitału, wyeksponowanie waluty jako celu transakcji spekulacyjnej *carry trade* i narażenie kursu na wysoką zmienność.

przy sterylizacji płynności krajowej jest wyższe od stopy zwrotu osiągananej z aktywów rezerwowych. Ponadto, ponieważ sterylizacja nie prowadzi do spadku krajowych stóp procentowych, podtrzymuje bodźce do napływu kapitału.

Według Moreno (2011) akumulacja rezerw w okresie kryzysu wynikała również ze względów ostrożnościowych. Ponadto wysoki poziom rezerw zmniejsza ryzyko ataku spekulacyjnego i niewypłacalności kraju<sup>35</sup>. Po upadku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. niektóre banki centralne dokonywały dostosowań w zakresie rezerw utrzymywanych ze względów ostrożnościowych (*precautionary holdings*). W latach 2008-2010 pokrycie krótkoterminowego długu zagranicznego rezerwami zagranicznymi spadło w Brazylii (z 364% do 253%), Chinach (z 1868% do 1092%), Indiach (338% do 227%), Malezji (402% do 365%) oraz wzrosło w Chile (z 113% do 123%), Meksyku (z 240% do 314%) oraz Peru (248% do 312%). Niektóre państwa, np. Chile zwiększyły swoje rezerwy zagraniczne w odpowiedzi na postrzegany wzrost ryzyka wobec perspektyw globalnych<sup>36</sup>.

Do negatywnych konsekwencji akumulacji rezerw należy zaliczyć koszty sterylizacji oraz straty wynikające ze zmian kursu walutowego (*valuation losses*). We wrześniu 2010 r. szacunkowe koszty 100% sterylizacji w niektórych państwach przekraczały 1% rocznego nominalnego PKB (3,9% w Algierii, 1,9% w Argentynie, 1,8% na Węgrzech, 1,4% w Chinach i w Brazylii, 1,2% w Indiach, 1,1% w Malezji i Rosji). W tym samym okresie szacunkowa strata wynikająca z 10% aprecjacji waluty krajowej wynosiła dla Hongkongu 12,2%, dla Singapuru 10,8%, dla Algierii 11,6%, dla Arabii Saudyjskiej 11% rocznego nominalnego PKB.

### **Ramka 2.3. Ocena motywów i skutków interwencji walutowych**

Adler i Tovar (2011) na podstawie analizy obejmującej 15 krajów rozwijających się w latach 2004-2010 wskazują, że interwencje mogą osłabiać skalę aprecjacji, jednak efekt ten zmniejsza się wraz ze wzrostem liberalizacji rachunku kapitałowego. Interwencje są bardziej skuteczne w przypadku przewartościowanych kursów walutowych. Jako motywy podejmowania interwencji w przypadku Kolumbii wskazano na zmniejszenie skali aprecjacji, w przypadku Chile i Meksyku w niektórych momentach wskazywano na akumulację rezerw. Żaden z banków nie wskazywał określonego, docelowego poziomu kursu, jaki chciałby utrzymać dzięki interwencjom. Około 1/3 banków centralnych kierowała się określoną regułą prowadzącą do uruchomienia interwencji. Na przykład w krajach Ameryki Łacińskiej dominowała reguła kursowa, która oznacza, że bank centralny podejmuje interwencje w przypadku, kiedy kurs odchyła się o określoną wartość od wcześniej zadeklarowanego poziomu. Nie potwierdzono skuteczności

<sup>35</sup> Do najczęściej stosowanych współczynników oceny poziomu rezerw należą relacja poziomu rezerw do wielkości miesięcznego importu oraz pokrycie zadłużenia zagranicznego rezerwami dewizowymi. Rozróżnia się tu dwie miary: pierwsza odnosi się do zadłużenia krótkoterminowego, druga do całości zadłużenia zagranicznego.

<sup>36</sup> 3 stycznia 2011 r. Bank Centralny Chile ogłosił plan zakupu dewiz, podkreślając ryzyka odnośnie perspektyw globalnych, takich jak eskalacja napięć finansowych w Europie, trwale wysokie stopy bezrobocia w państwach rozwiniętych oraz dostosowania w niektórych krajach rozwijających się, doświadczających presji inflacyjnej.

interwencji w zależności od tego czy są one prowadzone według wcześniej zadeklarowanej reguły, czy też mają charakter dyskrejonalny. Przejrzystość interwencji (upublicznianie danych na ich temat w okresie tygodnia od ich dokonania) wydawała się osłabiać ich efekt.

Pontines i Rajan (2011) oceniając interwencje w 6 krajach azjatyckich (2000 – lipiec 2007) sugerują, że kraje te w większym stopniu wykazują obawy przed aprecjacją niż deprecjacją walut. Jednocześnie w działaniach stabilizujących waluty w większym stopniu opierają się na nominalnym kursie względem partnerów handlowych niż bilateralnym kursie względem USD.

Iwatsubo i Kawanishi (2011) wskazują, że interwencje komunikowane przez banki centralne mogą być bardziej skuteczne w okresach znacznej zmienności kursów i braku pełnej informacji na temat fundamentów gospodarek. Interwencja banku centralnego może być wówczas postrzegana jako ujawnienie rynkowi części informacji przez bank centralny na temat uzasadnionego fundamentalnie poziomu kursu (kanał sygnalizacyjny).

Rossini i in. (2011) wskazują na podstawie interwencji banku Peru w okresie kryzysu lat 2007-2010, że głównym celem interwencji było ograniczenie zmienności kursu i akumulacja rezerw. Interwencjom na rynku walutowym towarzyszyły jednocześnie dodatkowe działania ograniczające napływ kapitału m.in. w postaci zwiększenia minimalnych rezerw dla nierezydentów celem wydłużenia horyzontu inwestycji.

Berganza i Broto (2011) potwierdzają na panelu 37 krajów (19 krajów nie realizujących strategii IT (celu inflacyjnego) i 18 stosujących), że interwencje prowadzone w reżimie bezpośredniego celu inflacyjnego mogą pełnić użyteczną rolę w stabilizowaniu wahań kursów, co potwierdza argument na rzecz elastycznego podejścia do strategii celu inflacyjnego (*flexible IT*).

Edwards (2011) na podstawie analizy zachowań kursów krajów Ameryki Południowej i krajów Azji na przestrzeni 35 lat wskazuje m.in., że z punktu widzenia stabilności cen i konkurencyjności eksportu usprawiedliwione są interwencje, nawet w przypadku elastycznych reżimów kursowych.

### **Dostosowania polityki pieniężnej**

Relacja stóp zwrotu od instrumentów finansowych wyrażonych w różnych walutach jest najważniejszym (i najbardziej zmiennym) czynnikiem kształtującym przepływy kapitałowe. Gdy inwestorzy zagraniczni oczekują, że stopy procentowe w danym kraju będą na tyle wysokie, że skompensują rentowność alternatywnych lokat w innych krajach, biorąc pod uwagę zmianę kursu walutowego oraz ryzyko inwestycyjne, dokonują inwestycji w tym państwie. Wówczas kapitał przepływa z krajów o niskich stopach procentowych do państw o wysokich stopach procentowych.

W rzeczywistości wpływ zmian stóp procentowych na przepływy kapitału nie jest jednoznaczny. Z jednej strony, obniżenie krótkoterminowych stóp procentowych, co

z punktu widzenia dążenia do średniookresowej stabilizacji inflacji oraz ze względów komunikacyjnych jest zazwyczaj dokonywane przez banki centralne w warunkach ujemnej luki popytowej i niskiej inflacji, może zredukować napływ kapitału do danego kraju. Przykładami krajów, które w obliczu fali napływu kapitału zapoczątkowanego w połowie 2009 r. obniżyły stopy procentowe są Republika Południowej Afryki oraz Turcja (MFW, 2011, s. 26). Z drugiej strony, wyższe stopy procentowe, *ceteris paribus*, podnosząc koszty finansowania podmiotów gospodarczych, pogarszają perspektywy inwestycyjne sektora prywatnego, a zatem mogą redukować napływ kapitału na rynek akcji. Wzrost krótkoterminowych stóp procentowych może również zmniejszać napływ kapitału na rynek dłużnych papierów wartościowych o długich okresach zapadalności, przesuując preferencje inwestorów na pieniądź gotówkowy oraz obligacje o krótkim terminie zapadalności.

Innym instrumentem polityki monetarnej wykorzystywanym do wpływania na ilość pieniądza na rynku jest stopa rezerw obowiązkowych. Jej stosowanie może odnosić efekt sygnałny. Przykładami wykorzystania tego narzędzia jest podniesienie stopy rezerw obowiązkowych od depozytów w Brazylii (grudzień 2010), Indonezji (listopad 2010), Peru (czerwiec, lipiec 2010) (MFW, 2011, s. 37 - 38) oraz w Chinach (np. w okresie styczeń 2010-czerwiec 2011 – por. Ma, Xiandong, Xi, 2011, s. 3).

### **Dostosowania polityki fiskalnej**

Sposobem na ograniczenie napływu kapitału może być również zacieśnianie polityki fiskalnej. Jednak zmniejszenie zapotrzebowania na finansowanie ze strony rządu jako instrument osłabienia napływu kapitału może nie zadziałać zgodnie z zamierzeniami. Z jednej strony konsolidacja fiskalna poprzez spadek emisji obligacji rządowych może wiązać się ze spadkiem napływu kapitału. Z drugiej, wzrost wiarygodności kraju może stymulować napływ kapitału. Dlatego też z punktu widzenia stabilizowania przepływów kapitału oraz podatności gospodarki na jego negatywne konsekwencje większe znaczenie może mieć antycykliczność polityki fiskalnej. Zwiększa to stabilność finansów publicznych i zmniejsza ryzyko, że polityka fiskalna stanie się źródłem szoku finansowego (jak obecnie w wielu krajach strefy euro). Ponadto, polityka podatkowa może stanowić instrument zapobiegania bądź zmniejszania skali boomów kredytowych.

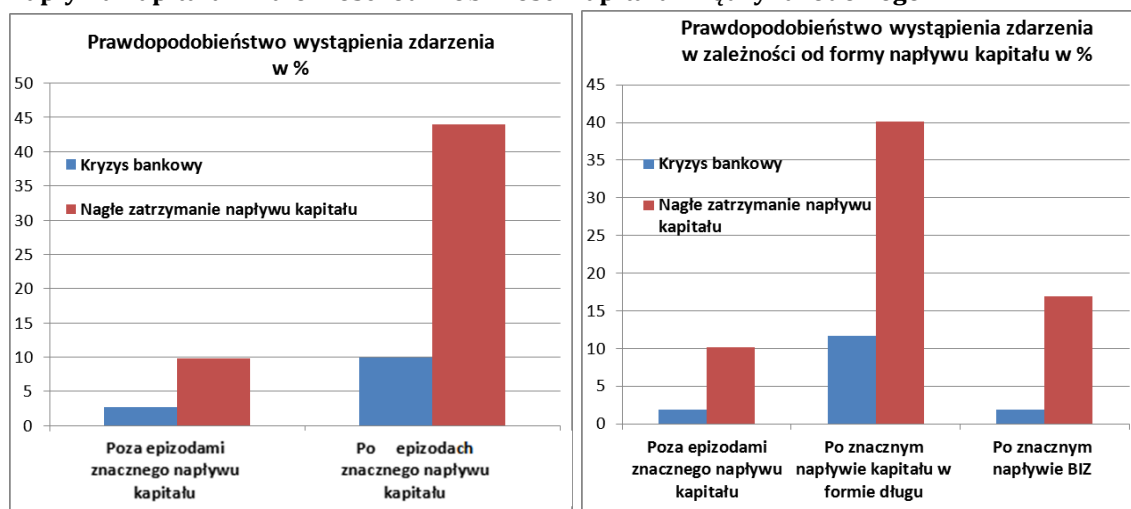
### **Polityka strukturalna**

W kształtowaniu korzystnej dla rozwoju ekonomicznego kraju struktury przepływu kapitału istotne znaczenie przypisuje się polityce gospodarczej, której horyzont oddziaływania ma charakter średnio i długookresowy. Badania wskazują, że liberalizacja obrotów kapitałowych może mieć pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy kiedy towarzyszy jej wysoka jakość instytucji krajowych i głęboki oraz rozwinięty system finansowy (Obsfeld 2008). Meller (2011) na podstawie danych z 62 krajów w

okresie 1980-2007 wskazuje, że w krajach o niskim ryzyku finansowym<sup>37</sup> napływy kapitału mają charakter antycykliczny i łagodzą wahania PKB, podczas gdy kraje o podwyższonym ryzyku finansowym absorbowały kapitał międzynarodowy procyklicznie, co nasilało wahania wzrostu. Wynika to z faktu, że nawet w obliczu załamania krajowego finansowania na skutek szoku, rynki finansowe są skłonne finansować przedsiębiorstwa o relatywnie dobrych perspektywach. W krajach o wysokim ryzyku niewypłacalności bądź niestabilności kursów mobilność kapitału sprzyja procyklicznemu oddziaływaniu na gospodarkę. Oznacza to, że napływ, jak i odpływ kapitału mogą powodować odmienne skutki ekonomiczne w krajach o różnym stopniu ryzyka.

Furceri i inni (2011 b) wskazują na istotną rolę polityki strukturalnej jako czynnika pozwalającego ograniczyć wrażliwość gospodarki na nadmierne i zwrotne przepływy kapitału. Jednym z elementów polityki strukturalnej może być bardziej prokonkurencyjne środowisko w postaci liberalizacji rynku pracy i produktów, któremu towarzyszy zazwyczaj większy udział BIZ. Ich wrażliwość na nagłe zatrzymanie napływu jest znacznie mniejsza niż w przypadku napływu kapitału w formie długu (obligacji i innych inwestycji) – por. wykres 2.1. Jednocześnie Ostry i in. (2010) zwracają uwagę, że kapitał w formie BIZ w sektorze finansowym może być bardziej niestabilny i prowadzić do boomów kredytowych.

**Wykres 2.1. Prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu bankowego i nagłego zatrzymania napływu kapitału w zależności od mobilności kapitału międzynarodowego**



Źródło: Furceri 2011.

### 2.3.2. Środki zarządzania przepływami finansowymi

Z punktu widzenia mobilności kapitału można wymienić dwie kategorie ograniczeń, tworzących grupę instrumentów klasyfikowanych przez MFW jako środki

<sup>37</sup> Ryzyko finansowe danego kraju jest zdefiniowane jako zdolność kraju do obsługi swojego zadłużenia (prywatnego i publicznego) i zapewnienia stabilności waluty.

zarządzania przepływami finansowymi (CFM – *Capital Flow Management measures* (Moghadam, 2011, s. 6) <sup>38,39</sup>:

1. **Środki ostrożnościowe** (*prudential measures*), które są nakierowane na kształtowanie popytu i podaży na kapitał na krajowym rynku finansowym (są stosowane bez rozróżnienia na rezydentów i nierezydentów). Z jednej strony pozwalają one na większą kontrolę nad kształtowaniem się skali zadłużenia podmiotów krajowych, a z drugiej na zwiększanie stabilności systemu finansowego. Środki ostrożnościowe dzieli się na:

- **odnoszące się do transakcji w walutach obcych** (*FX- related prudential measures*) – instrumenty dyskryminujące ze względu na walutę transakcji – np. ograniczenia otwartych pozycji banków w stosunku do ich kapitału własnego, ograniczenia kredytowania w walutach obcych, zróżnicowane stopy rezerw obowiązkowych w zależności od waluty zobowiązania. Wyodrębnienie i poddanie restrykcjom transakcji w walutach obcych wynika z potencjalnie znacznej wrażliwości systemu finansowego krajów rozwijających się na ryzyko kursowe z uwagi na relatywnie dużą rolę zadłużenia w walutach obcych,
- **pozostałe środki ostrożnościowe** (*other prudential measures*) – instrumenty, których zadaniem jest promowanie stabilności szeroko pojętego systemu finansowego i płatniczego (Clement, 2010, s. 62), wprowadzane, by *ex-ante* hamować narastanie ryzyka w systemie finansowym jako całości zanim nastąpi kryzys (Korinek, 2011, s. 2, Moreno, 2010, s. 1). Należą do nich środki mające służyć poprawie bilansów instytucji finansowych, regulujące jakość kredytu i dynamikę akcji kredytowej - np. wskaźniki LTV (*loan-to-value*), DTI (*debt-to-income*), antycykliczne wymogi kapitałowe, regulacje płynnościowe, rezerwy obowiązkowe, opodatkowanie kredytów, zwiększenie wymaganych zabezpieczeń kredytów w określonych sektorach, wymogi kapitałowe, regulacje ograniczające niedopasowanie pasywów i aktywów instytucji finansowych ze względu na zapadalność lub walutę, etc.

2. **Ograniczenia dewizowe** (*capital controls*), których głównym celem jest zmniejszenie dostępu kapitału międzynarodowego do krajowego rynku finansowego za pomocą regulacji utrudniających napływ bądź odpływ kapitału. Ograniczenia

---

<sup>38</sup> Por. również Epstein, Grabel i Jomo (2008, p. 144), stosujący określenie techniki zarządzania kapitałem (*capital management techniques*) oraz Ostry i in., (2011, ss. 10-11).

<sup>39</sup> Ze względu na zastosowanie i mechanizmy działania instrumenty zarządzania przepływami kapitałowymi można również podzielić według innych klasyfikacji (Epstein, Grabel i Jomo, 2007; Ocampo, Kregel i Griffith-Jones, 2007; Gallagher, 2011), które nie mają charakteru wykluczającego:

- odnoszące się do napływu bądź odpływu kapitału,
- dynamiczne (wprowadzane lub dostosowywane w odpowiedzi na zmieniające się uwarunkowania ekonomiczne – np. w przypadku gwałtownego napływu kapitału krótkoterminowego) i statyczne (stałe względem zmieniających się okoliczności – np. restrykcje dotyczące wymienialności waluty),
- cenowe (np. opodatkowanie napływu lub odpływu kapitału) lub ilościowe (np. restrykcje ograniczające niedopasowanie struktury walutowej aktywów i pasywów, czy okres minimalnego okresu pozostania napływającego kapitału w kraju) kapitału.



dewizowe dyskryminują strony transakcji ze względu na kraj rezydencji<sup>40</sup> i zalicza się do nich np. wymóg nieoprocentowanych depozytów obowiązkowych nakładanych na kapitał zagraniczny, wymogi licencyjne dla podmiotów zagranicznych czy opodatkowanie kapitału napływającego do kraju. Konsekwencją wprowadzenia ograniczeń jest zmniejszona podaż kapitału na krajowym rynku finansowym lub zmniejszenie, a nawet uniemożliwienie transferu kapitału za granicę.

Powyższy podział nie ma jednak charakteru bezwzględny, ponieważ ograniczenia dewizowe również mogą mieć charakter ostrożnościowy i wpływać na zwiększanie stabilności systemu finansowego (Epstein, Grabel i Jomo, 2008; G20, 2011, Lim i in., 2011). Analiza Lim i in. (2011, s. 32) wskazuje na przykładzie Brazylii, Korei Płd. i Turcji, że środki ograniczające przepływ kapitału, wprowadzane przez kraje rozwijające się od drugiej połowy 2010 r. mogą być uznane jednocześnie za ograniczenia dewizowe, ponieważ ich celem jest kształtowanie strumienia napływającego kapitału, jak również za środki o charakterze makroostrożnościowym, ponieważ mają za zadanie ograniczyć wynikające z napływu kapitału narastające ryzyko dla systemu finansowego w tych gospodarkach<sup>41</sup>.

Badania przeprowadzone przez Gallaghera (2011) oraz Maguda, Reinhart i Rogoffa (2011) wskazują, że najczęstsze zastosowanie znajdują instrumenty zarządzania przepływami kapitału przedstawione w tabeli 2.1.

---

<sup>40</sup> Nie istnieje jednoznaczna, powszechnie uznana definicja ograniczeń dewizowych. Są za nie uznawane zarówno środki mające charakter dyskryminujący ze względu na kraj rezydencji (zamieszkania, pobytu, siedziby) stron transakcji, jak również szerzej - środki mające wpłynąć na mobilność kapitału między krajami (więcej na ten temat patrz: Ostry i in., 2011, s. 11).

<sup>41</sup> Wprowadzenie przez Brazylię ograniczenia dewizowego w postaci obowiązkowego dla banków nieoprocentowanego depozytu od krótkich pozycji w walutach obcych na rynku spot w styczniu 2011 r. miało na celu zminimalizować potencjalne szoki dla sektora wynikłe z gwałtownej zmiany kursu walutowego. Podobny cel przyświecał w październiku 2009 r. implementacji podatku IOF na zakup akcji i obligacji krajowych przez nierezydentów. Oba rodzaje instrumentów miały więc na celu zachowanie stabilności systemu finansowego w Brazylii (aspekt ostrożnościowy). Z kolei w Korei, wprowadzony w sierpniu 2011 r. ze względów makroostrożnościowych podatek na zobowiązania banków w walutach obcych (poza depozytami) miał charakter degresywny, wzrastający dla instrumentów o krótszych okresach zapadalności. Jednakże jego konstrukcja powinna *stricte* wpłynąć na ograniczenie napływu kapitału krótkoterminowego.

Również wprowadzone w Turcji w IV kw. 2010 r. obowiązkowe nieoprocentowane depozyty od zobowiązań banków w lirze i w walutach obcych miało charakter zarówno ostrożnościowy, jak i ograniczający napływ kapitału.

**Tabela 2.1. Instrumenty zarządzania przepływami kapitału**

Rodzaj instrumentu	Sfera oddziaływania			
	Napływ	Odpływ	Krajowy rynek finansowy	
			Podaż	Popyt
Ograniczenia dla rezydentów mające przeciwdziałać niedopasowaniu struktury walutowej aktywów i pasywów, np. możliwość finansowania zewnętrznego z zagranicy: - jedynie na cele inwestycyjne lub finansowanie handlu zagranicznego, - tylko w przypadku posiadania rezerw w walutach obcych	+			+
Ograniczenia dla nie-rezydentów na zaciąganie kredytów w walucie krajowej.		+	+	
Wymóg złożenia w banku centralnym nieoprocentowanego depozytu, będącego odsetkiem napływającego kapitału, dotyczy głównie kapitału krótkoterminowego.	+	+	+	
Instrument ten jest często stosowany łącznie z wymogiem minimalnego okresu inwestycji zagranicznej w danym kraju. Wycofanie kapitału przed upływem minimalnego okresu może powodować utratę części depozytu.	+	+	+	
Opodatkowanie napływu kapitału lub zysków z kapitału - wysokość podatków może decydować o atrakcyjności lokowania w określone aktywa. Podatki mogą mieć charakter degresywny względem okresu na jaki lokowany jest kapitał oraz dyskryminować ze względu na rodzaj aktywów.	+	+	+	
Administracyjny wymóg uzyskania zgody na przeprowadzenie transakcji	+	+	+	+
Zakaz przeprowadzania transakcji - najostrzejszy instrument uniemożliwiający mobilność kapitału. Oznacza, co najmniej częściową utratę atrybutu zewnętrznej wymienialności przez krajowy pieniądź.	+	+	+	+

Uwaga: + oznacza, że instrument ma bezpośredni wpływ na daną kategorię

Źródło: opracowano na podstawie Gallagher (2011) i Magud, Reinhart i Rogoff (2011).

### 2.3.3. Ocena efektywności instrumentów

Na podstawie analizy przypadku trzech państw (Chiny, Indie, Malezja) Epstein, Grabel i Jomo (2007) zauważają, że zarówno nakładanie ograniczeń na napływ, jak i odpływ kapitału może mieć korzystne skutki dla stabilności systemu finansowego i wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwijających się (por. tabela 2.2.)

**Tabela 2.2. Korzyści wynikające z zarządzania przepływem kapitału (instrumenty CFM) w gospodarkach rozwijających się**

Sfera oddziaływania regulacji	Korzyści związane z regulowaniem:	
	odpływu kapitału	napływu kapitału
Pomoc w zarządzaniu kursem walutowym i utrzymaniem jego stabilności np.: - poprzez zmniejszenie podaży waluty lokalnej na rynkach offshore, redukujące możliwości spekulacji walutą krajową przez nierezydentów, - poprzez ograniczanie napływu kapitału w celu zmniejszenia ryzyka przewartościowania kursu walutowego i narastania baniek spekulacyjnych w kontekście celu inflacyjnego,	+	+
Kontrola zadłużenia zagranicznego i bilansów instytucji finansowych i niefinansowych (np. poprzez ograniczenie popytu na kredyty w walutach obcych)	+	+
Zarządzanie strukturą i wielkością inwestycji, mogące stanowić wsparcie dla polityki gospodarczej państwa poprzez produktywne wykorzystanie oszczędności	+	+
Pomoc w uniknięciu kosztownych sterylizacji, które mogą zaburzyć strukturę bilansu banku centralnego		+
Podtrzymanie konkurencyjności eksportu i zatrudnienia	+	+

Źródło: opracowano na podstawie Epstein, Grabel i Jomo (2007).

Ocena skuteczności ograniczeń dewizowych i środków ostrożnościowych zależy jednak od uwarunkowań danej gospodarki. Ostry i in. (2011) stwierdzają, że w krajach, gdzie rozwiązania instytucjonalne w zakresie regulacji ostrożnościowych nie są rozwinięte, a rynek finansowy charakteryzuje się niskim stopniem rozwoju, ograniczenia dewizowe mogą być efektywniejsze jako narzędzie zarządzania przepływami kapitału. Środki tego typu najczęściej mają zastosowanie na rynku obligacji, rzadziej w odniesieniu do bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z kolei w gospodarkach o sprawnie działającym, rozwiniętym rynku finansowym środki ostrożnościowe mogą być jedynym dostępnym narzędziem CFM (ze względu na restrykcje co do wykorzystania ograniczeń dewizowych w różnych ugrupowaniach gospodarczych jak Unia Europejska czy OECD).

O trudności w ocenie efektywności ograniczeń dewizowych świadczy wielokrotnie analizowany w literaturze po 2009 r. przypadek Brazylii, która w celu zmniejszenia napływu kapitału wprowadziła ograniczenie dewizowe w postaci podatku od inwestycji na rynku obligacji i akcji (IOF). Z jednej strony badania przytaczane przez Maguda, Reinhart i Rogoffa (2011) nie potwierdzają jego skuteczności w żadnym z analizowanych obszarów<sup>42</sup>, z drugiej strony ocena dokonana przez MFW w Global Financial Stability Report z września 2010 r. (MFW, 2010) wskazuje na skuteczność tego środka w zatrzymaniu wzrostu wartości waluty względem dolara i zmianie struktury napływającego kapitału. Z kolei Gallagher (2011) wskazuje, że podatek w Brazylii stał się skuteczny dopiero po jego dwukrotnym podwyższeniu z 2% do 4%, a następnie do

<sup>42</sup> Ograniczenie wielkości napływu kapitału motywowane ograniczeniem skali aprecjacji waluty krajowej, zróżnicowanie struktury napływu kapitału (aby zminimalizować ryzyko wystąpienia *sudden stops*), wzmocnienie polityki monetarnej.

6% (w październiku 2010 r. – rok po tym jak przywrócono podatek w wysokości 2%)<sup>43,44</sup>. Wyniki powyższych badań pozwalają zatem stwierdzić, że ocena skuteczności danego środka nie daje jednoznacznych wyników.

### Ograniczenia dewizowe

Mimo dość długiej praktyki wykorzystywania tego typu narzędzi, ich skuteczność nie została jednoznacznie potwierdzona. Dokonane przez Maguda, Reinhart i Rogoffa (2011) zestawienie wyników badań dotyczących efektywności nakładania ograniczeń dewizowych w latach 90. przedstawia tabela 2.3. Wynika z niej, że zastosowanie tego samego środka w różnych gospodarkach może przynosić różne efekty. Restrykcje nakładane na napływający z zagranicy kapitał przynosiły najlepsze efekty w oddziaływaniu na jego strukturę (wydłużenie horyzontu inwestycji) oraz we wzmacnianiu autonomii krajowej polityki pieniężnej. Nie udało się natomiast stwierdzić jaki jest rzeczywisty efekt wprowadzenia ograniczeń dewizowych na wolumen napływającego kapitału i zmniejszenie presji na kurs walutowy.

Tabela 2.3. Ocena efektywności ograniczeń dewizowych w wybranych krajach

	Zmniejszenie wielkości przepływu kapitału?	Zmiana struktury przepływów?	Zmniejszenie presji na kurs walutowy?	Czy polityka pieniężna stała się bardziej niezależna?
<b>NAPŁYW KAPITAŁU</b>				
<b>Brazylia (1994 i 1993-1997)</b>	Trudno stwierdzić	Trudno stwierdzić	Nie	Trudno stwierdzić
<b>Chile (1985-1999)</b>	Trudno stwierdzić	Tak	Trudno stwierdzić	Tak
<b>Kolumbia (1990-1995 i 1993-1998)</b>	Trudno stwierdzić	Trudno stwierdzić	Trudno stwierdzić	Tak
<b>Czechy (1995)</b>	Nie	Tak	-	-
<b>Malezja (1989)</b>	Tak	Tak	-	-
<b>Malezja (1994)</b>	Tak	Tak	Tak	Tak
<b>Tajlandia (1995-1997)</b>	Tak	Tak	Tak	Tak
<b>Analiza grup krajów (lata 90.)</b>	Tak	Tak	Tak	Nie
<b>ODPŁYW KAPITAŁU</b>				
<b>Malezja (1998)</b>	-	-	Trudno stwierdzić	Tak
<b>Hiszpania (1992 i 1995-1999)</b>	Trudno stwierdzić	-	Trudno stwierdzić	Trudno stwierdzić
<b>Tajlandia (1997-1998)</b>	Tak	-	Tak	Tak

Uwaga: "-" oznacza, że badanie nie dotyczyło danego obszaru, Źródło: Magud, Reinhart, Rogoff (2011).

<sup>43</sup> Nałożenie podatku na daną kategorię kapitału niesie ryzyko, że uczestnicy rynku wybiorą inny, nieobarczony restrykcjami instrument. W przypadku Brazylii inwestorzy nabywali m.in. nieopodatkowane ADR (American Depositary Receipt) brazylijskich spółek notowanych w USA, które również zostały obciążone 1,5% podatkiem. W styczniu 2011 r. brazylijskie instytucje finansowe zostały obciążone kolejnym obostrzeniem – obowiązkiem złożenia depozytów od krótkich pozycji w dolarze amerykańskim. Czynnikiem, który może osłabiać skuteczność działań interwencyjnych w Brazylii może być relatywnie dobrze rozwinięty rynek derywatów finansowych umożliwiających omijanie restrykcji (Calvarho i Garcia, 2008).

<sup>44</sup> O ograniczonej skuteczności opodatkowania napływającego kapitału w Brazylii może również świadczyć fakt, że rozszerzono go o zagraniczne kredyty firm krajowych. 6-procentowy podatek IOF dotyczył początkowo zagranicznych kredytów o zapadalności do dwóch lat. Na początku marca 2012 r. opodatkowano również kredyty 3 letnie, a w połowie marca o zapadalności do 5 lat. Brazylijski rząd rozważa również ponowne wprowadzenie podatku od zagranicznych inwestycji w krajowe akcje, który został zniesiony w grudniu 2011 r., kiedy na skutek wzrostu globalnej awersji do ryzyka kapitał odpływał z rynków rozwijających się.

Habermeier i in. (2011) analizują skuteczność ograniczeń dewizowych w Brazylii (podatek od inwestycji portfelowych w walutach obcych w 2008 r.), Tajlandii i Kolumbii (wymóg utrzymywania nieoprocentowanych depozytów, odpowiednio w latach 2007-2008 i 2006-2008) i Korei (znoszenie ograniczeń odpływu kapitału w latach 2005-2008). Z ich badań wynika, że stosowanie ograniczeń dewizowych nie zawsze przynosiło oczekiwane skutki. Próba poszerzona do 13 gospodarek rozwijających się w latach 2000-2008 również jednoznacznie nie stwierdza ich skuteczności. W mniejszej próbie ograniczenia dewizowe wpłynęły na obniżenie napływu netto (Kolumbia i Tajlandia), zwiększyły niezależność polityki pieniężnej (Brazylia, Kolumbia i Tajlandia), natomiast nie zmniejszyły presji aprecjacyjnej w żadnym z krajów. Z kolei estymacje przeprowadzone dla większej grupy gospodarek pozwoliły stwierdzić, że ograniczenia dewizowe mogą redukować skalę napływu kapitału krótkoterminowego, a zarazem wydłużać okres, na jaki jest on lokowany.

### **Środki ostrożnościowe**

Zestawienie prezentujące częstotliwość wykorzystania poszczególnych instrumentów ostrożnościowych w 2007 r. przez kraje rozwijające się (Ostry i in., 2011) pokazuje, że najczęściej stosowanymi środkami odnoszącymi się do walut obcych w badanej grupie krajów były limity na otwarte pozycje instytucji finansowych oraz kredyty w walutach obcych. Spośród pozostałych środków ostrożnościowych najczęściej stosowano rezerwy obowiązkowe, wskaźniki LTV i ograniczenia kredytowania dla poszczególnych sektorów. Badania Quereshi i in. (2011) przeprowadzone dla 51 gospodarek rozwijających się w latach 1995-2008 dowodzą, że ograniczenia dewizowe i środki ostrożnościowe odnoszące się do transakcji w walutach obcych stosowane przed wybuchem kryzysu mogą pomóc w złagodzeniu jego skutków dla gospodarki. Przejawia się to szczególnie w zakresie zmniejszenia ryzyka, wynikającego ze struktury zobowiązań zewnętrznych oraz skali zadłużenia w walutach obcych<sup>45</sup>. Z kolei pozostałe środki ostrożnościowe mogą pomóc złagodzić narastanie krajowych boomów kredytowych<sup>46</sup>. Autorzy wykazują, że środki ostrożnościowe odnoszące się do walut obcych mogą zmniejszać wrażliwość gospodarki na kryzys, jeśli są jedynym stosowanym instrumentem zarządzania przepływami kapitału. Jednakże, jeśli są aplikowane wraz z ograniczeniami dewizowymi, ten drugi typ środków ma silniejsze działanie. Należy pamiętać, że środki ostrożnościowe mogą mieć zastosowanie tylko wobec przepływów w ramach instytucji finansowych objętych regulacjami, dlatego w przypadku zjawiska znacznego obchodzenia regulacji przez uczestników rynku, większą skuteczność mogą mieć ograniczenia dewizowe.

Z analizy stosowania ograniczeń dewizowych i środków ostrożnościowych w 13 gospodarkach rozwijających się w latach 2000-2008 (Habermeier i in., 2011) wynika, że środki ostrożnościowe były skuteczne w zmniejszaniu presji aprecjacyjnej (na waluty

---

<sup>45</sup> Wyniki badania Quereshi i in. (2011) sugerują, że ograniczenia dewizowe w napływie kapitału na rynek obligacji ograniczają udział instrumentów dłużnych w strukturze zobowiązań.

<sup>46</sup> Pozostałe środki ostrożnościowe (rezerwa obowiązkowa, limity koncentracji w sektorach) pomagają zmniejszyć dynamikę akcji kredytowej na rynku krajowym.

Chorwacji i Peru), zwiększenie niezależności polityki pieniężnej (Chorwacja, RPA, Tajlandia, Urugwaj i Wietnam), w ograniczeniu akcji kredytowej w większości krajów oraz zwiększaniu czasu lokowania kapitału w badanych gospodarkach. Jednoznaczna ocena efektywności zastosowanych środków jest trudna, jednak z przeprowadzonych estymacji wynika, że środki ostrożnościowe były bardziej skuteczne niż ograniczenia dewizowe.

Reasumując, jednoznaczna ocena czy dana kategoria instrumentów zarządzania przepływami kapitału jest skuteczna jest trudna ze względu na brak jednego sposobu jej analizowania. Ze względu na różną częstotliwość zbierania danych i różne standardy implementacji i egzekwowania wprowadzanych przepisów porównania między krajami są utrudnione. Makroekonomiczny efekt restrykcji zależy również od zakresu stosowanych instrumentów, stopnia rozwoju rynku finansowego w danym kraju oraz trwałości napływu kapitału. Przytoczone badania pozwalają stwierdzić, że stosowane przez kraje rozwijające się ograniczenia dewizowe nie są wystarczające, by trwale ograniczyć wielkość napływu bądź odpływu inwestycji, jednak pozwalają krajowym władzom na prowadzenie bardziej niezależnej polityki pieniężnej i wydłużanie horyzontu inwestycji na rynku krajowym w krótkim okresie. Z kolei środki ostrożnościowe zmniejszając ryzyko w systemie finansowym pozwalają na zwiększenie jego stabilności, wzmocnienie odporności gospodarki na szoki i łagodzenie ich skutków.

Niezależnie od charakteru stosowanych środków G20 (2011) podkreśla, że nie istnieje jedna, dobra dla wszystkich krajów strategia postępowania w przypadku wzmożonego napływu lub odpływu kapitału. Wdrożenie i wybór środków zarządzania przepływami kapitału powinno być rozpatrywane dla każdej gospodarki osobno, by odpowiedzieć na konkretne ryzyka w danym systemie. Jednocześnie, G20 zaleca stosowanie instrumentów, które będą miały charakter antycykliczny, co powinno zmniejszyć wrażliwość gospodarki na dotkliwe skutki nagłych zmian kierunku przepływu kapitału.

W zwiększeniu skuteczności zastosowania instrumentów zarządzania przepływami pomocne jest rozpoznanie motywów mobilności kapitału: zewnętrznych (*push*), tworzących podaż kapitału transferowanego z rynków międzynarodowych i wewnętrznych, tworzących popyt na kapitał na rynku wewnętrznym (*pull*). Jeśli w motywach przepływu kapitału dominują czynniki globalne ograniczenia dewizowe mogą być skuteczne w stabilizowaniu przepływów. Wzrost znaczenia czynników wewnętrznych przyciągających kapitał może wymagać większego zastosowania instrumentów oddziałujących na popyt i podaż kapitału na krajowym rynku finansowym. Doświadczenia kryzysu sugerują, że czynniki globalne decydują o przepływach w okresach znacznego wzrostu awersji do ryzyka. W okresie wzrostu apetytu na ryzyko czynniki globalne są istotne, ale wzrasta rola czynników lokalnych, przyciągających kapitał. Arbitralne rozróżnienie pomiędzy motywami *push* i *pull* jest trudne, ponieważ zarówno popyt i podaż wpływają na mobilność kapitału. Dlatego skuteczne zarządzanie przepływami kapitału powinno mieć charakter komplementarnego wykorzystania dostępnych instrumentów – por. tab. 2.4.

**Tabela 2.4. Ocena efektywności i dostępności instrumentów zarządzania przepływami kapitału (CFM)**

<b>Instrumenty/ zastosowanie</b>	<b>Polityka makroekonomiczna - <i>the first line of defence</i></b>	<b>Środki ostrożnościowe - <i>the second line of defence</i></b>	<b>Ograniczenia dewizowe - <i>the third line of defence</i></b>
<b>Świat</b>	+	+	+
<b>Kraje UE</b>	+/-	+	-
<b>Skuteczność</b>	Ograniczona koniecznością realizacji innych celów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencjalnie duża, głównie w warunkach rozwiniętych i zintegrowanych rynków finansowych i dużej roli czynników <i>pull</i></li> <li>• Antycykliczne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencjalnie duża w warunkach dominującej roli czynników typu <i>push</i></li> <li>• Stosowane doraźnie</li> </ul>

„+” – oznacza możliwość zastosowania instrumentów, „-” oznacza brak możliwości zastosowania, „+/-” w przypadku UE oznacza możliwość zastosowania instrumentów polityki makroekonomicznej, ale podlegają one ograniczeniom i koordynacji (w największym stopniu w krajach strefy euro).

Źródło: Opracowanie własne.

## **2.4. Implikacje dla Polski**

Dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania jest potrzebny gospodarce uczestniczącej w procesie doganiania. Literatura sugeruje, że w przeciwieństwie do innych grup krajów rozwijających się, nowe kraje członkowskie UE charakteryzowały się w okresie przedkryzysowym napływem kapitału zgodnym z neoklasycznym modelem wzrostu, gdzie kapitał powinien płynąć od bogatych do biednych (Herrman i Winkler, 2008). Przypisuje się to niespotykanej nigdzie indziej w światowym systemie gospodarczym skali integracji handlowej, finansowej i instytucjonalnej w ramach UE. Sprzyjało to, również w Polsce, restrukturyzacji gospodarki i wzrostowi PKB.

Niemniej jednak znaczna mobilność kapitału może powodować negatywne konsekwencje związane zarówno z gwałtownym napływem, jak i jego odpływem, prowadząc do wzrostu zmienności kursu, trudności w prowadzeniu polityki pieniężnej czy ryzyka wystąpienia niestabilnych boomów (*boom and bust cycle*). Mimo relatywnie dobrych uwarunkowań makroekonomicznych, w tym znacznej odporności gospodarki na kryzys, na tle innych największych gospodarek klasyfikowanych przez IIF jako kraje wschodzącej Europy<sup>47</sup>, zależność od zewnętrznych źródeł finansowania może być źródłem ryzyka dla polskiej gospodarki.

W tym kontekście możliwe jest zdefiniowanie przynajmniej dwóch głównych grup zagrożeń związanych z podwyższoną zmiennością przepływów kapitału.

Po pierwsze, nadmierny napływ kapitału może skutkować zbyt łatwym dostępem do finansowania (zarówno pod względem kosztu, jak i pozacenowych warunków pozyskania finansowania). Może to z kolei prowadzić do nadmiernej presji popytowej w

<sup>47</sup> Bułgaria, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia, Rosja, Turcja, Ukraina.

gospodarce oraz powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów (w szczególności na rynku nieruchomości). W konsekwencji możliwe jest zaburzenie procesu alokacji zasobów w gospodarce (np. w postaci nadmiernej i nieefektywnej aktywności inwestycyjnej) oraz wzrost szeroko rozumianego ryzyka systemowego (np. w związku z narastaniem nierównowag na rynku mieszkaniowym).

Po drugie, gwałtowne ograniczenie napływu (lub nawet odpływ) kapitału, niezależnie od tego, czy wcześniejszy napływ kapitału oceniany był jako nadmierny, czy zgodny z makroekonomicznymi czynnikami fundamentalnymi<sup>48</sup> może spowodować wzrost wartości zadłużenia zewnętrznego gospodarki na skutek deprecjacji waluty krajowej i znacznie ograniczyć popyt wewnętrzny, doprowadzając co najmniej do spowolnienia wzrostu PKB.

Ze względu na dużą siłę oddziaływania obydwu grup zagrożeń na gospodarkę krajową warto ocenić czy władze publiczne dysponują narzędziami, które mogą ograniczyć ryzyka oraz kiedy powinny zdecydować się na ich wykorzystanie.

MFW (2012) szacuje potrzeby finansowania zewnętrznego brutto Polski w 2012 r. na ok. 30% PKB, z czego 11% PKB to potrzeby pożyczkowe rządu. Według danych IIF, na 30 największych gospodarek rozwijających się Polska będzie szóstym krajem pod względem napływu kapitału zagranicznego w roku 2012. Skala finansowania zewnętrznego, jak i jego struktura zwiększają wrażliwość Polski na globalną awersję do ryzyka oraz negatywne konsekwencje eskalacji problemów zadłużeniowych i finansowych w innych państwach europejskich (MFW, 2012). Wynika to m.in. z faktu, że 30% obligacji polskiego rządu jest w posiadaniu nierezydentów, zagraniczne zobowiązania netto sektora bankowego wynoszą 12% PKB a ok. 66% aktywów polskiego systemu bankowego jest w posiadaniu banków zagranicznych (głównie ze strefy euro). Ponadto, zadłużenie gospodarstw domowych w walutach obcych wynosi ok. 14% PKB).

Powyższe uwarunkowania polskiej gospodarki skłaniają do rozważań, jakie działania można podjąć w celu ograniczenia negatywnych skutków przepływów kapitału międzynarodowego w Polsce. Swoboda przepływu kapitału stanowi integralny element jednolitego rynku wewnętrznego UE i obejmuje zarówno swobodę przepływu kapitału, jak i płatności. Obok koordynacji polityki makroekonomicznej jest ona niezbędnym warunkiem sprawnego funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej. W jej ramach obowiązuje zakaz dyskryminacji ze względu na obywatelstwo, miejsce zamieszkania czy siedziby oraz zakaz stosowania ograniczeń, które uniemożliwiają, utrudniają i zniechęcają inwestorów z innych państw UE (Barcz i in., 2012, Barcz, 2011). Dlatego Polska i pozostałe państwa członkowskie nie mogą stosować ograniczeń dewizowych, które dyskryminują strony transakcji ze względu na kraj rezydencji<sup>49</sup>. Z tego względu Polska spośród dostępnych instrumentów stabilizujących skutki

---

<sup>48</sup> W pierwszym przypadku intensywność niekorzystnych zjawisk może okazać się większa.

<sup>49</sup> W przypadku Polski, negocjacje akcesyjne dotyczące swobody przepływu kapitału zakończono 31 grudnia 2002 r. W ich wyniku nastąpiła pełna liberalizacja przepływów kapitałowych zgodnie z prawem wspólnotowym. Okresy przejściowe ustanowiono jedynie dla obszaru nabywania nieruchomości przez cudzoziemców (Janicka, 2011, s. 374).



nadmiernej zmienności kapitału może stosować instrumenty polityki makroekonomicznej oraz ostrożnościowej.

W przypadku Polski można zidentyfikować kilka istotnych kanałów napływu kapitału zagranicznego. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne oraz transfery związane z członkostwem w UE ze względu na swój stabilny charakter nie będą przedmiotem dalszych szczegółowych rozważań. Można natomiast spodziewać się, że ewentualne narzędzia polityki władz publicznych będą nakierowane przede wszystkim na przepływy kapitału portfelowego oraz finansowania bankowego. O ile jednak przepływy kapitału portfelowego związane z rynkami wtórnymi aktywów finansowych (głównie obligacji skarbowych oraz akcji) mają potencjalny wpływ głównie na dynamikę cen instrumentów finansowych, o tyle przepływy finansujące sektor bankowy w większym stopniu wpływają na procesy zachodzące w realnej sferze gospodarki.

Z uwagi na niedobór oszczędności krajowych można spodziewać się, że dynamika akcji kredytowej będzie w znacznym stopniu kształtowana przez zdolność krajowego sektora bankowego do pozyskiwania finansowania zagranicznego. Dlatego konstrukcja narzędzi zarządzania ekspozycją na mogące się pojawić ryzyka powinna uwzględnić następujące scenariusze.

**Po pierwsze, zmniejszenie napływu bądź odpływ kapitału** na skutek czynników związanych z poziomem międzynarodowych stóp procentowych, awersji do ryzyka oraz nowych regulacji płynnościowych. Przebieg poprzednich, jak i obecnego kryzysu wskazuje, że kapitał bankowy może być tak samo niestabilny jak kapitał portfelowy i ulegać procesowi zarażania (Sula i Willet, 2009, OECD 2012). Zależność krajowych banków od kapitału płynącego ze spółek matek poddanych intensywnemu procesowi delewarowania zwiększa ryzyko spadku napływu bądź nawet odpływu kapitału.

Skuteczność krajowych instrumentów zmniejszających skalę tego procesu jest ograniczona. Dotychczasowe działania KNF w zakresie monitorowania przepływów transgranicznych czy też sugerowania rozwiązań w zakresie polityki dywidendowej banków są ważnym elementem kształtowania transgranicznych przepływów kapitału bankowego w Polsce. Ponadto, istotne może być stymulowanie większej współpracy międzynarodowej i koordynacji działań nadzorczych w gronie krajów UE. Mimo że kraje UE nie mają możliwości wykorzystania ograniczeń dewizowych, dzięki silniejszej integracji gospodarczej i instytucjonalnej niż w przypadku Azji i Ameryki Łacińskiej, mogą podejmować działania w ramach umów i porozumień multilateralnych jak Inicjatywa Wiedeńska i Inicjatywa Wiedeńska 2.0. Może to sprzyjać bardziej skoordynowanym działaniom w zakresie implementacji instrumentów ostrożnościowych oraz zmniejszać ryzyko nadmiernej zmienności przepływów. Ponadto, ważne jest tworzenie mechanizmów zapewniających płynność w warunkach szoków na rynkach finansowych (np. linii kredytowych w instytucjach międzynarodowych czy bankach centralnych).

**Po drugie, napływ kapitału w warunkach podwyższonego apetytu na ryzyko** ze strony inwestorów zagranicznych finansujących krajowe banki może prowadzić do niedoszacowania ryzyka i nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. Instrumentami przeciwdziałania takim niekorzystnym procesom mogłyby być regulacje o charakterze

makroostrożnościowym ograniczające popyt na kredyt. Z kolei regulacje odnoszące się do wymogów płynnościowych i kapitałowych w stosunku do banków powinny mieć wpływ na podaż pieniądza w gospodarce.

Władze krajowe mogą jednak napotkać na przeszkody w reagowaniu na groźbę nadmiernego wzrostu akcji kredytowej spowodowanego podwyższonym finansowaniem sektora bankowego. Przede wszystkim, ewentualne wykorzystanie instrumentów związanych z nakładaniem dodatkowych wymogów płynnościowych oraz kapitałowych możliwe jest w sytuacji, gdy lokalne władze nadzorcze dysponują swobodą parametryzacji takich instrumentów. Istnieje jednak ryzyko, że swoboda ta może zostać ograniczona. Po pierwsze, obecnie diskutowane projekty dyrektywy CRD IV odchodzą od zawartej w Bazylei III zasady minimalnej harmonizacji, wprowadzając w zamian zasadę maksymalnej harmonizacji, co stanowi ograniczenie swobody działań władz krajowych w stosunku do decyzji podejmowanych na poziomie unijnym. Po drugie, część z proponowanych w UE nowych postanowień dotyczących nadzoru bankowego nad grupami kapitałowymi przenosi znaczny zakres uprawnień decyzyjnych na poziom nadzorców podmiotów dominujących, kosztem nadzorców w krajach goszczących – czyli kosztem krajów takich jak Polska. Po trzecie, możliwość prowadzenia działalności bankowej w UE na podstawie *jednolitego paszportu* (tzn. licencji wydanej przez dowolny kraj UE) otwiera możliwość realizacji części transakcji przez międzynarodowe grupy kapitałowe w postaci działalności transgranicznej bez konieczności uzyskania zgody nadzoru kraju goszczącego.

Osobną, wciąż otwartą kwestią jest możliwość przeciwdziałania przez władze krajowe nierównowagom zewnętrznym w kontekście wprowadzonej w grudniu 2011 r. procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP). W ramach MIP poszczególne kraje mają podlegać corocznej ocenie w celu stwierdzenia, czy nie występują w ich gospodarkach nierównowagi wewnętrzne bądź zewnętrzne. W przypadku zidentyfikowania takich nierównowag, kraj może otrzymać zalecenia odnośnie koniecznych działań dostosowawczych wymaganych przez Komisję Europejską (KE). Zaburzenia równowagi makroekonomicznej mogą być spowodowane przez nadmierne przepływy kapitału, wobec czego KE będzie zmuszona rozstrzygnąć konflikt pomiędzy potencjalnie sprzecznymi w krótkim okresie celami. Z jednej strony zachowania zasad jednolitego rynku europejskiego i swobody przepływów kapitału, z drugiej merytorycznej zasadności zastosowania instrumentów przywracających równowagę gospodarki, w tym wypadku ograniczających swobodę przepływów kapitału. Wystąpienie takiej sytuacji może zredefiniować zakres instrumentów dostępnych w poszczególnych krajach.

Obok działań w zakresie polityki makroostrożnościowej do potencjalnie dostępnych instrumentów reagowania na przepływy kapitału można zaliczyć następujące:

- **płynny kurs walutowy.** Z jednej strony, elastyczny kurs walutowy zwiększając ryzyko walutowe może ograniczać skalę napływu kapitału a jego aprecjacja może zmniejszać presję inflacyjną. Z drugiej strony, płynność kursu wiąże się z jego zmiennością, która może utrudniać prowadzenie polityki pieniężnej i działalności

gospodarczej. Zmienność kursu może również prowadzić do negatywnych konsekwencji dla bilansów sektora prywatnego związanych z zadłużeniem w walutach obcych.

Polski złoty charakteryzuje się dużą zmiennością na tle walut rynków krajów rozwijających się. W znacznej mierze wynika ona z relatywnie dużego i płynnego rynku walutowego i finansowego. Z tego względu w okresach znacznych odchyień kursu od poziomu równowagi, kiedy istnieje zagrożenie dla stabilności cen i systemu finansowego oraz konkurencyjności gospodarki wskazane mogą być interwencje walutowe.

- **polityka makroekonomiczna.** Mimo że MFW zaleca wykorzystanie instrumentów makroekonomicznych jako tzw. pierwszej linii obrony wobec mobilności kapitału, ich użyteczność jest ograniczona realizacją innych celów gospodarczych. Prowadzenie restrykcyjnej polityki fiskalnej przy jednoczesnej ekspansywnej polityce pieniężnej może przyczyniać się do spadku napływu kapitału zagranicznego. Z kolei wysokie stopy procentowe oraz wzrost emisji obligacji rządowych mogą wiązać się z napływem oszczędności zagranicznych na rynek krajowy. Zakres wykorzystania polityki fiskalnej ogranicza fakt, że jej efekty uwidaczniają się z opóźnieniem, dlatego istotny dla stabilizowania przepływów kapitału może być sam jej antycykliczny charakter oraz zarządzanie terminową i walutową strukturą zadłużenia. Standardowe instrumenty polityki pieniężnej uniemożliwiają natomiast prowadzenie selektywnej polityki wobec określonych grup podmiotów lub sektorów w gospodarce.

Reasumując, główne ryzyka dla polskiego systemu finansowego mogą pochodzić z zewnątrz. Wśród czynników zmniejszających zagrożenia związane z nadmiernymi przepływami kapitału w przypadku polskiego systemu finansowego należy wymienić:

- relatywnie dobre uwarunkowania makroekonomiczne gospodarki, w tym szybki wzrost gospodarczy na tle krajów UE,
- wysoki poziom rezerw dewizowych oraz możliwość skorzystania z elastycznej linii kredytowej MFW (w sumie ok. 100 mld euro),
- relatywnie dobrą pozycję płynnościową sektora bankowego (UKNF, 2011),
- zdywersyfikowaną geograficznie strukturę obecności inwestorów zagranicznych w sektorze bankowym na tle krajów EŚW,
- podaż kapitału długoterminowego w postaci OFE i TFI.

## Podsumowanie

Analiza determinant przepływu kapitału w krajach rozwijających się została dokonana w podziale na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne. Do pierwszych należą globalna płynność oraz skłonność inwestorów do ryzyka. Drugą stanowią m.in. relatywnie dobre uwarunkowania makroekonomiczne krajów rozwijających się (stan finansów publicznych, salda na rachunkach obrotów bieżących) oraz wysokie stopy procentowe w tych państwach.

W wyniku analizy przepływu kapitału w latach 2000-2011 wyodrębniono trzy fazy: okres intensywnego wzrostu napływu kapitału prywatnego netto do krajów rozwijających się od 2002 r. do 2007 r., okres spadku jego napływu w latach 2008-2009 oraz ponownego wzrostu w latach 2010-2011. Na skutek rosnącej roli globalnych centrów finansowych oraz transgranicznych powiązań kapitałowych we wszystkich wyodrębnionych fazach ważną rolę odgrywały czynniki globalne. W szczególności w okresach wzmożonych przepływów kapitału (głównie odpływu) rola tych czynników wzrastała. Poza epizodami ponadprzeciętnie dużej mobilności kapitału w kształtowaniu jego przepływu ważną rolę odgrywały czynniki lokalne.

Dokonany przegląd czynników kształtujących międzynarodowe przepływy kapitału pozwala sądzić, że w krótkim okresie przepływy kapitału między krajami będą prawdopodobnie determinowane przez globalną płynność i awersję do ryzyka, natomiast w długim przez uwarunkowania makroekonomiczne poszczególnych krajów czy też regionów. Ponieważ czynniki przyciągające kapitał na rynki rozwijające się mają na ogół charakter strukturalny, uwarunkowany perspektywami szybszego wzrostu gospodarczego niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych, można oczekiwać kontynuacji napływu kapitału do krajów rozwijających się. Ponadto, kryzys podkreślił problemy modelu rozwoju krajów rozwiniętych i poprawił relatywną ocenę fundamentów makroekonomicznych gospodarek rozwijających się. Niemniej z uwagi na silne powiązania gospodarcze i finansowe ze strefą euro oraz nieco gorsze uwarunkowania makroekonomiczne, perspektywy krajów EŚW w zakresie napływu kapitału są w krótkim okresie gorsze niż pozostałych krajów rozwijających się.

Obserwowany wzrost globalnej płynności ma poważne implikacje dla ryzyka stabilności finansowej krajów przyjmujących kapitał. Jego napływ decyduje o dużej zmienności kursów walutowych (utrudniając prowadzenie polityki pieniężnej), zwiększa ryzyko występowania boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych oraz nagłego odpływu kapitału. Ponadto potencjalna konieczność przyszłego zacieśnienia polityki pieniężnej w krajach wysoko rozwiniętych może uruchomić mechanizm przynajmniej częściowego powrotu kapitału do globalnych centrów finansowych, choć jak wspomniano powyżej, w dłuższej perspektywie należy spodziewać się, że kapitał nadal będzie przepływał z krajów rozwiniętych do rozwijających się.

Z powyższych względów w latach 2009–2011 wiele krajów podjęło działania na rzecz ograniczenia przepływów kapitału. Z punktu widzenia narzędzi wykorzystywanych do zarządzania przepływami kapitału instytucje międzynarodowe zalecają przede wszystkim prowadzenie polityki gospodarczej zapewniającej stabilność

makroekonomiczną i stabilność krajowego systemu finansowego. Wskazują przy tym, że stosowanie ograniczeń dewizowych powinno być rozwiązaniem tymczasowym i nie powinno pełnić roli substytutu właściwej polityki gospodarczej, gdyż może mieć negatywne konsekwencje prowadząc do dysfunkcji rynku w alokacji zasobów. Istotną rolę w stabilizowaniu skutków napływu kapitału mogą odegrać antycykliczne instrumenty makroostrożnościowe oddziałujące na podaż i popyt kapitału na lokalnych rynkach finansowych. Skuteczność stosowanych rozwiązań zależy jednak od specyfiki lokalnych uwarunkowań gospodarczych oraz siły oddziaływania determinant przepływów w skali międzynarodowej. Podejmując działania na rzecz łagodzenia negatywnych skutków przepływu kapitału decydenci powinni mieć na uwadze komplementarność wykorzystywanych narzędzi polityki makroekonomicznej i ostrożnościowej, które z jednej strony mogą ograniczyć skalę napływu kapitału do gospodarki, a z drugiej zwiększyć jej odporność na ryzyka, jakie niesie za sobą nadmierna mobilność kapitału.

Oprócz polityki makroekonomicznej i działań regulacyjnych istotne są również działania strukturalne stymulujące napływ kapitału długoterminowego w postaci inwestycji bezpośrednich, które są zazwyczaj bardziej stabilne i produktywne dla gospodarki niż kapitał portfelowy. Również inicjatywy na rzecz rozwoju lokalnych rynków finansowych powinny zmniejszyć skalę finansowania zewnętrznego i ograniczyć zależność gospodarek rozwijających się od globalnych centrów finansowych.

Dokonana w powyższym tekście ocena pozwala wyznaczyć dalsze kierunki badań i analiz związanych m.in. z:

- identyfikacją kluczowych czynników wewnętrznych determinujących napływ kapitału do poszczególnych gospodarek rozwijających się,
- oceną wrażliwości poszczególnych form napływu kapitału na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne,
- oceną możliwości implementacji instrumentów zarządzania przepływami kapitałowymi, ze szczególnym uwzględnieniem problemu boomów kredytowych i nagłego odpływu kapitału,
- oceną możliwości kształtowania polityki makroekonomicznej i strukturalnej w kreowaniu optymalnej dla danego kraju struktury napływu kapitału.

## Bibliografia

1. Agosin M.,R., Huaita F., (2012), *Overreaction in capital flows to emerging markets: Booms and sudden stops*, Journal of International Money and Finance.
2. Alfaro L., Chanda A., Kameli-Ozkan Sayek S., (2004), *FDI and economic growth: the role of local financial markets*, Journal of International Economics, Volume 64.
3. Barcz J. (red) (2011), *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, Instytut Wydawniczy EuroPrawo, Warszawa.
4. Barcz J., Kawecka-Wyrzykowska E., Michałowska-Gorywoda K. (2012), *Integracja europejska w świetle Traktatu z Lizbony. Aspekty ekonomiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
5. Bayoumi T., Bui T., 2011, *Unforeseen events wait lurking: estimating policy spillovers from U.S. to foreign asset prices*, MFW Working Paper nr. 11/183, August.
6. Beakert G., Ehrmann M., Fratzscher M., Mehl A., (2011) *Global Crisis and Equity Market Contagion*, ECB Working Paper, No 1381
7. BIS (1986), *Recent innovations in international banking*, report prepared by a study group established by the central banks of the G10 countries, Basel, April (Cross Report).
8. BIS (2009), *Capital flows and emerging market economies*, Committee on the Global Financial System Papers, No 33, January.
9. BIS (2010), Annual report.
10. BIS, FSB, MFW (2011) *Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20*, 27 October 2011.
11. Brzoza-Brzezina M. (2011), *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C. H. Beck.
12. Clement P. (2010), *The term "macroprudential": origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March.
13. Forbes K.,J., Warnock F.,E. (2011) *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment*, NBER, MIT –Sloan Scholl of Management, University of Virginia.
14. Forster K., Vasardani M., Ca' Zorzi M. (2011), *Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*, ECB Occasional Paper Series nr 126, July.
15. Fratzscher M. (2011), *Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis*, ECB Working Paper, No 1364.
16. Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R., 2012, *Quantitative easing, portfolio choice and international capital flows*.
17. Furcer D., Guichard S., Rusticelli E. (2011c), *Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency*.
18. Ghosh A. R., Kim J., Qureshi M. S., Zalduendo J., (2012), *Surges*, IMF Working Paper.
19. Habermeier K., Kokenyne A., Baba C. (2011), *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows*, IMF Staff Discussion Note nr 11/14, August.
20. Hannoun H. (2011), *Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?*, Financial Stability Institute High-Level Meeting, Abu Dhabi, UEA, 26 October 2011.
21. He Q. (2006), *China's FDI Policy is undergoing important changes*, My China News Digest, 12 listopada 2006.

22. Herrmann S., Mihaljek D. (2010), *The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises*, BIS Working Papers, Nr. 315, July.
23. IIE (2012), *Capital Flows to Emerging Markets Economies*.
24. Institute of International Finance (2012), *Capital flows to emerging market economies*, January.
25. OECD (2012), *International Capital Mobility: Which Structural Policies Reduce Financial Fragility*.
26. Janicka M. (2008), *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, Bank i Kredyt, nr 3/2008, marzec, ss. 34-49.
27. Janicka M. (2010), *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
28. Joyce J. P., Noy I. (2005), *The IMF and the Liberalization of Capital Flows*, East-West Center Working Papers Economic Series nr 84, August.
29. Jurek M. (2011), *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
30. Kinoshita Y., (2011), *Sectoral Composition of Foreign Direct Investment and External Vulnerability in Eastern Europe*, IMF, WP 2011.
31. Kolasa M., Bijsterbosch M., (2010), *FDI and productivity convergence in Central and Eastern Europe: an industry level investigation*, Review World Economy 145.
32. Korinek A. (2011), *The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons*, MFW Working Paper nr 11/298, December.
33. Krugman P. R., Obstfeld M. (2007), *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka 2*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
34. Lim C., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X (2011), *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*, MFW Working Papers nr 11/238, October.
35. Lo Duca M., Peltonen T. (2011) *Macro-financial vulnerabilities and future financial stress - Assessing systemic risks and predicting systemic events*, Bank of Finland.
36. Magud N., Reinhart C.M. (2006), *Capital controls: an evaluation*, NBER Working Paper nr 11973, January.
37. Magud N., Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2011), *Reality – a portfolio balance approach*, NBER Working Paper 16806, February.
38. Meller B. (2011), *The two-sided effect of financial globalization on output volatility*, Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies No 07/2011, Deutsche Bundesbank.
39. MFW (2005), *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization*, Waszyngton.
40. MFW (2010), *Global Financial Stability Report. Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April.
41. MFW (2011a), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, February 14.
42. MFW (2011b), *World Economic Outlook*, April.
43. MFW (2011c), *Global Financial Stability Report*, September.
44. MFW (2011d), *IMF Develops Framework to Manage Capital Inflows*, IMF Survey online, April.
45. Mitra P., (2011) *Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter?*, IMF WP, 2011.

46. Moreno R. (2010), *Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging economies*, BIS Working Papers nr 336, January.
47. Moreno R. (2011), Foreign exchange market intervention in EMEs: implications for central banks w: BIS (2011), *The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations*, BIS Papers No. 57, October.
48. Obsfeld M. (2008), *International Finance and Growth in Developing Countries: What have we Learned?*, Commission of Growth and Development Working Paper No. 34.
49. Ostry J.D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D.B.S. (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, MFW Staff Position Note nr 10/04, February.
50. Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A. (2011), *Managing Capital Flows: What Tools to Use?*, IMF Staff Discussion Note nr 11/06, April.
51. Psalida L. E., Sun T. (2011), *Does G-4 liquidity spill over?*, IMF Working Paper, October.
52. Qureshi M.S., Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M. (2011), *Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies*, NBER Working Paper nr 17363, August.
53. Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton i Oxford.
54. Reinhart, C.M, Reinhart V.R., *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, NBER Working Papers nr 14321, 2008.
55. Shleifer A., Vinshny R.W., 2010, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, NBER.
56. Sławiński A. (2011), *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C. H. Beck.
57. Śliwiński P. (2011), *Przepływy kapitału międzynarodowego a wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1994–2008*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
58. Speller W., Thwaites G., Wright M. (2011), *The future of international capital flows*, Financial Stability Paper No. 12, Bank of England, December.
59. Sucharek L., Vasishtha G., (2010), *The Evolution of Capital Flows to Emerging Market Economics*, Bank of Canada Review, Winter 2009-2010.
60. Sula O. (2010), *Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets*, Open Economic Review, nr 21.
61. Sula O., Willet T.D. (2009), *The reversibility of different types of capital flows to emerging markets*, Emerging Market Review, nr 10.
62. Tillmann P., (2012), *Capital Inflows and Asset Prices: Evidence from Emerging Asia*, Joint Discussion Paper Series in Economics, Philips –University, Marburg.
63. UKNF (2011), *Raport o sytuacji banków w okresie I-IX 2011 r.*, Warszawa.
64. Vogel U., Winkler A. (2011), *Cross-border bank flows and foreign banks in the global financial crisis - is Eastern Europe different?*, presentation at 3<sup>rd</sup> EMG Conference on Emerging Markets Finance Cass Business School, London.
65. Williamson J. (2004), *The Washington Consensus as Policy Prescription for Development*, wykład na konferencję Banku Światowego z cyklu "Practitioners of Development" z dn. 13 stycznia 2004, IIE.
66. Wojtyna A. (2011), *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa.
67. Związek Banków Polskich (2011), *Financial Transaction Tax – stanowisko Związku Banków Polskich (wyciąg)*, <http://www.zbp.pl/site.php?s=MTMONTYONjU=>



OPRACOWANIE:

Gromiec Zuzanna  
Kuziemska Kamila  
Tchorek Grzegorz

Współpraca:  
Chmielewski Tomasz

## Załącznik 1

### Klasyfikacja krajów według MFW (World Economic Outlook)

#### **Europa Środkowa i Wschodnia**

Albania  
Bośnia i Hercegowina  
Bułgaria  
Chorwacja  
Węgry  
Kosowo  
Łotwa  
Litwa  
Macedonia  
Czarnogóra  
Polska  
Rumunia  
Serbia  
Turcja

#### **Wspólnota Niepodległych Państw**

Armenia  
Azerbejdżan  
Białoruś  
Gruzja  
Kazachstan  
Kirgizja  
Mołdawia  
Mongolia  
Rosja  
Tadżykistan  
Turkmenistan  
Ukraina  
Uzbekistan

#### **Kraje rozwijającej się Azji**

Afganistan  
Bangladesz  
Bhutan  
Brunei Darussalam  
Kambodża  
Chiny  
Fidżi  
Indie  
Indonezja  
Kiribati  
Laos  
Malezja  
Malediwy  
Myanmar  
Nepal  
Pakistan  
Papua Nowa Gwinea  
Filipiny  
Samoa  
Wyspy Solomona

Sri Lanka  
Tajlandia  
Timor Wschodni  
Tonga  
Tuvalu  
Vanuatu  
Wietnam

#### **Ameryka Łacińska i Karaiby**

Antigua i Barbuda  
Argentyna  
Bahamy  
Barbados  
Belize  
Boliwia  
Brazylia  
Chile  
Kolumbia  
Costa Rica  
Dominika  
Dominikana  
Ekwador  
El Salvador  
Grenada  
Gwatemala  
Gujana  
Haiti  
Honduras  
Jamajka  
Meksyk  
Nikaragua  
Panama  
Paragwaj  
Peru  
St. Kitts i Nevis  
St. Lucia  
St. Vincent i Grenadyny  
Surinam  
Trinidad i Tobago  
Urugwaj  
Wenezuela

#### **Bliski Wschód i Afryka Północna**

Algieria  
Bahrajn  
Dżibuti  
Egipt  
Iran  
Irak  
Jordania  
Kuwejt  
Liban

Libia  
Mauretania  
Maroko  
Oman  
Katar  
Arabia Saudyjska  
Sudan  
Syria  
Tunezja  
Zjednoczone Emiraty  
Arabskie  
Jemen

#### **Afryka Subsaharyjska**

Angol  
Benin  
Botswana  
Burkina Faso  
Burundi  
Kamerun  
Republika Zielonego  
Przylądka  
Republika  
Środkowoafrykańska  
Czad  
Komory  
Demokratyczna Republika  
Konga  
Republika Kongo  
Wybrzeże Kości Słoniowej  
Gwinea Równikowa  
Erytrea  
Etiopia  
Gabon  
Gambia  
Ghana  
Gwinea  
Gwinea Bissau  
Kenia  
Lesotho  
Liberia  
Madagaskar  
Malawi  
Mali  
Mauritius  
Mozambik  
Namibia  
Niger  
Nigeria  
Rwanda  
São Tomé i Príncipe  
Senegal  
Seszele  
Sierra Leone

Republika Południowej  
Afryki (RPA)  
Swaziland

Tanzania  
Togo  
Uganda

Zambia  
Zimbabwe

### **Klasyfikacja krajów według Institute of International Finance (IIF)**

#### **Wschodząca Europa**

Bułgaria  
Czechy  
Węgry  
Polska  
Rumunia  
Rosja  
Turcja  
Ukraina

#### **Wschodząca Azja**

Chiny  
Indie  
Indonezja  
Malezja  
Filipiny  
Korea Płd.  
Tajlandia

#### **Ameryka Łacińska**

Argentyna  
Brazylia  
Chile  
Kolumbia  
Ekwador  
Meksyk  
Peru  
Wenezuela

#### **Afryka/Bliski Wschód**

Egipt  
Liban  
Maroko  
Nigeria  
Arabia Saudyjska  
Republika Południowej Afryki (RPA)  
Zjednoczone Emiraty Arabski

