

**Iwo Augustyński**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **WPLYW ROZSZERZENIA UE W 2004 R. NA PRZEPLYW KAPITAŁÓW PORTFELOWYCH DO NOWYCH KRAJÓW CZŁONKOWSKICH**

### **1. Wstęp**

W ciągu dwóch minionych dziesięcioleci powiązania rynków finansowych na świecie stawały się coraz silniejsze. W rezultacie tego procesu owe rynki nabrały charakteru globalnego. Oznacza to, że w dokonywanych na nich transakcjach w coraz większym stopniu uczestniczą podmioty (głównie przedsiębiorstwa, banki oraz inne instytucje finansowe) działające na skalę międzynarodową. W konsekwencji na funkcjonowanie krajowych rynków finansowych oddziałuje wiele czynników zewnętrznych, na które poszczególne kraje nie mają praktycznie większego wpływu. Odnotowujemy również ciągły i coraz szybszy wzrost aktywów finansowych na świecie. Ich wartość wzrosła w 2006 r. do 167 bln dolarów (Global Fund Report 2007). Wzrost ten jest wyższy niż wzrost światowego PKB. Wielkość globalnych rynków finansowych mierzonych jako stosunek aktywów finansowych do PKB wynosi prawie 350%.

Większe rynki umożliwiają szerszy dostęp do kapitału, oferują lepsze ceny, ułatwiają zarządzanie ryzykiem. Jednak w niektórych przypadkach wzrost rynków finansowych jest wynikiem nadmiernego deficytu sektora państwowego lub złej wyceny papierów wartościowych. Również zbyt duża płynność rynków finansowych może być czynnikiem inflacyjnym.

W miarę wzrostu światowych rynków finansowych rosną również przepływy międzynarodowe i międzyregionalne. Inwestycje międzynarodowe dotyczą przede wszystkim krajów wysokorozwiniętych. Kraje strefy euro, USA oraz Wielka Brytania odpowiadają za 80% wzrostu globalnych przepływów kapitałowych w ostatnich dziesięciu latach. Przepływy do krajów rozwijających się rosły prawie dwukrotnie szybciej niż te do krajów rozwiniętych, sięgając 700 mld dolarów w 2006 r. Przepływy te stanowiły jednak mniej niż 10% globalnych. Dodatkowo odpływ kapitałów z rynków rozwijających się przekracza napływ. W efekcie kraje rozwijające się dostarczają kapitałów do krajów rozwiniętych.

Wśród krajów rozwijających się największy wzrost odnotowują kraje Europy Wschodniej<sup>1</sup> – 26% rocznie od 2000 r. (kraje azjatyckie 17%). Najważniejszym krajem w regionie jest Rosja z aktywami 1,6 bln dolarów (nieco mniej niż Indie). Pozostałe kraje regionu dysponują w sumie 1,4 bln dolarów aktywów, z tego przeszło połowę stanowią depozyty bankowe.

Artykuł ma na celu próbę weryfikacji dwóch związanych ze sobą hipotez badawczych. Po pierwsze, biorąc pod uwagę fakt, iż postkomunistyczne kraje członkowskie Unii Europejskiej postawiły sobie za cel przynależność do tej organizacji praktycznie zaraz po wprowadzeniu demokratycznego systemu rządów, należy stwierdzić że sam akt przyjęcia nowych członków bezpośrednio nie wpłynął na wzrost przepływu kapitałów do tych krajów. Po drugie proces przemian ekonomicznych, instytucjonalnych i prawnych prowadził do zwiększania się międzynarodowych przepływów portfelowych w badanej grupie państw w porównaniu z Bułgarią i Rumunią, które wstąpiły do Unii w późniejszym terminie.

## 2. Inwestycje portfelowe i ich determinanty

Inwestycje portfelowe obejmują inwestycje w udziałowe i w dłużne papiery wartościowe. Udziałowe papiery wartościowe obejmują wszystkie typy zbywalnych akcji i udziałów, w tym certyfikaty inwestycyjne (akcje) funduszy zbiorowego inwestowania. Obejmują również jednostki uczestnictwa w funduszach zbiorowego inwestowania i kwity depozytowe (np. ADR lub GDR). Dłużne papiery wartościowe obejmują wszystkie rodzaje długoterminowych i krótkoterminowych papierów dłużnych, w tym obligacje skarbowe, obligacje korporacyjne, bony skarbowe, krótkoterminowe korporacyjne papiery dłużne, zbywalne certyfikaty depozytowe. Do kategorii dłużnych papierów wartościowych zaliczane są również papiery dłużne z wbudowanymi pochodnymi instrumentami finansowymi (np. obligacje zamienne lub obligacje z możliwością wcześniejszego wykupu) [Najlepszy, Śliwiński, Sobański 2008].

W badaniach dotyczących krajów rozwijających się autorzy zazwyczaj biorą pod uwagę szeroki zasób zmiennych objaśniających, które z założenia są ważne dla przepływów portfelowych [Garibaldi i in. 2001; De Santis, Lührmann 2006; Jorion, Schwartz 1986; Claessens 1993]. Determinanty te można podzielić jednak na dwie podstawowe grupy: globalne (podażowe) oraz krajowe (popytowe). Relacje pomiędzy nimi są istotnym wskaźnikiem do podejmowania decyzji politycznych. Szczególnie wrażliwość przepływów portfelowych na czynniki zewnętrzne wskazuje na podatność gospodarek na procesy globalne. Jeśli ten związek jest silny, szoki na światowych rynkach finansowych będą wymagały odpowiedniego dostosowania polityki wewnętrznej – aby osiągnąć wyznaczone cele ekonomiczne. Jednocześnie

<sup>1</sup> Do grupy tej zalicza się: Bułgarię, Chorwację, Czechy, Słowację, Estonię, Litwę, Łotwę, Węgry, Polskę, Rumunię, Ukrainę i Rosję.

większa niezależność kraju od zmian na globalnych rynkach finansowych może wskazywać na silne fundamenty gospodarki krajowej.

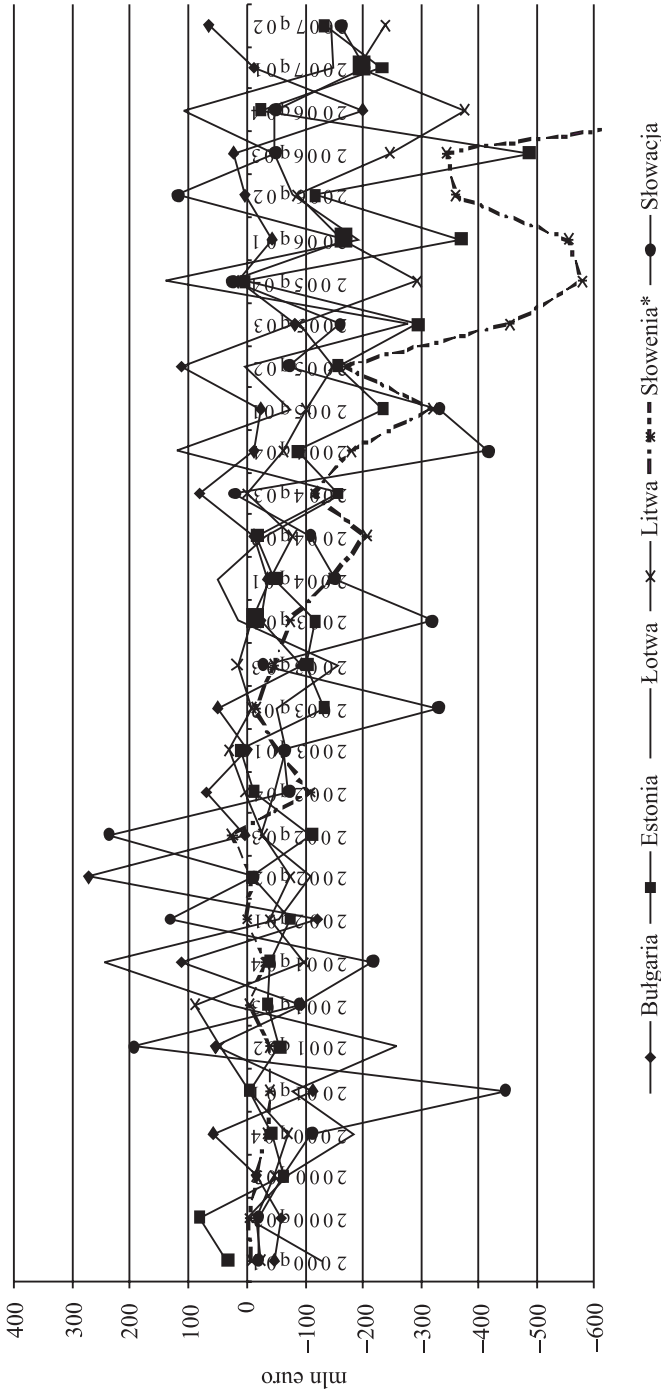
Wpływ czynników krajowych na przepływy kapitałowe kreowane przez rezydentów zostały opisane np. w pracy Powella i współautorów [Powell, Ratha, Mohapatra 2002]. Determinanty „wypływu” kapitału podzielili oni na trzy grupy: (1) klimat inwestycyjny, (2) dyskryminacja rezydentów wobec kapitału zagranicznego oraz (3) efekt dochodowy i integracji. Pierwszy czynnik jest związany między innymi z sytuacją makroekonomiczną w kraju, problemem korupcji i słabości instytucji państwowych. Drugi czynnik dotyczy przede wszystkim różnych preferencji dla kapitału zagranicznego. W przypadku ostatniego czynnika badania wskazują, iż im dany kraj jest bogatszy oraz bardziej zintegrowany z gospodarką światową, tym większe są transgraniczne przepływy kapitału generowane przez rezydentów. Autorzy cytowanej pracy zwracają jednak uwagę również na takie czynniki, jak rozwarstwienie dochodowe społeczeństwa.

Wzajemne relacje pomiędzy czynnikami „popytowymi” i „podażowymi” różnią się w zależności od kraju. Podczas gdy w krajach WNP czynniki krajowe okazały się być głównymi determinantami przepływu kapitału [Claessens, Oks, Polastris 1998], to w Ameryce Łacińskiej i w Azji oba te czynniki okazały się równie istotne w długim okresie w przypadku papierów udziałowych. Natomiast w krótkim okresie i w stosunku do obligacji czynniki globalne, w szczególności amerykańskie stopy procentowe, miały decydujące znaczenie [Taylor, Sarno 1997]. Autorzy użyli takich samych miesięcznych danych z przepływu kapitałów z USA do krajów Ameryki Łacińskiej i Azji, jak w badaniu Chuhana, Claessensa i Mamingi [1998]. Wyniki wskazały jednak, że w przypadku przepływów obligacji czynniki globalne odgrywały większą rolę.

### 3. Charakterystyka badanych krajów

W celu ułatwienia analizy podzielono badane państwa na dwie grupy według ich PKB. Do grupy pierwszej zaliczono Litwę, Łotwę, Estonię, Słowenię i Słowację oraz kraj odniesienia – Bułgarię. Do grupy drugiej zaliczono Węgry, Czechy, Polskę oraz jako kraj odniesienia – Rumunię. PKB w pierwszej grupie kształtował się w granicach od 8,692 mld euro w Estonii w 2003 r. do 54,856 mld euro na Słowacji w 2007 r. W drugiej grupie PKB był znacznie wyższy i wynosił od 74,579 mld euro na Węgrzech w 2003 r. do 308,638 mld euro w Polsce w 2007 r. Różnica między grupami jest przeszło dwukrotna. Wszystkie kraje odnotowywały coroczny wzrost PKB.

W analizie przepływów kapitałów portfelowych inwestowanych w aktywa w przypadku obu grup zwraca uwagę z jednej strony ich znaczna zmienność, a z drugiej – stosunkowo niewielka wartość (rys. 1). W pierwszej grupie wahania następują w przedziale od nadwyżki nieco ponad 200 mln euro do deficytu poniżej 500 mln euro. Wyjątek stanowi tutaj Słowenia, odnotowując w pierwszym kwartale 2007 r.



\*Słowenia 2007q1 – 1857 mln euro, 2007q2 – 991 mln euro.

Rys. 1. Przepływ netto kapitału portfelowego inwestowanego w aktywa w grupie pierwszej w latach 2000-2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, <http://ec.europa.eu/eurostat/>.

odpływ inwestycji portfelowych na poziomie 1,86 mld euro. Najbardziej prawdopodobną przyczyną tego wydarzenia było wejście Słowenii do strefy euro 1 stycznia 2007 roku.

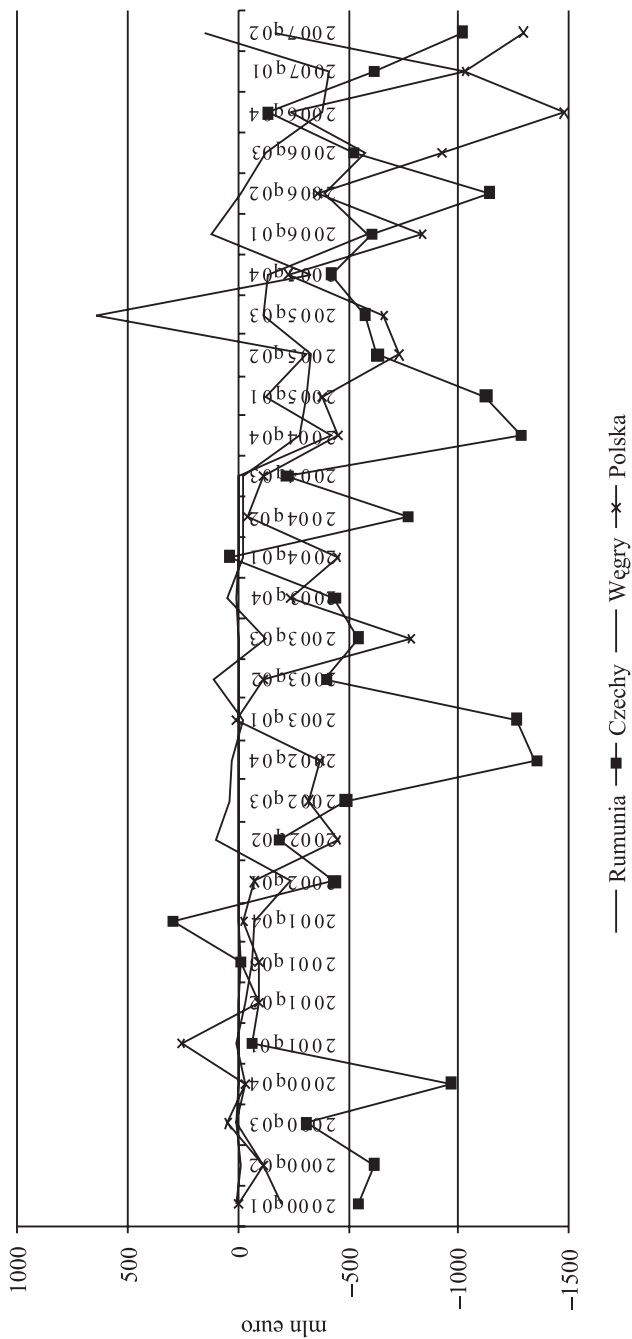
Nie ma również żadnego podobieństwa w przepływie inwestycji portfelowych w tej grupie państw. Jedynie w drugim kwartale 2006 r. wszystkie kraje odnotowały napływ tego rodzaju kapitału. W trzecim kwartale 2005 r. wszystkie kraje oprócz Litwy zwiększyły deficyt, odwrotna sytuacja miała miejsce w pierwszym kwartale roku 2005, kiedy to tylko Słowacja zmniejszyła swój deficyt. Poza tymi wyjątkami w pozostałym okresie sytuacja w minimum dwóch krajach wyglądała przeciwnie niż w pozostałych.

W grupie tej najmniejszą zmiennością charakteryzowały się przepływy do kraju stanowiącego punkt odniesienia w tej analizie, czyli do Bułgarii. Z wyjątkiem drugiego kwartału 2002 r. przepływy kapitału portfelowego w tym kraju nie przekroczyły 202 mln euro. Natomiast największe zmiany miały miejsce na Słowacji, gdzie do 2005 r. prawie w każdym kwartale kierunek zmian był przeciwny.

Grupa druga (rys. 2) charakteryzuje się znacznie większym wolumenem przepływu kapitału portfelowego lokowanego w aktywach. Największy napływ miał miejsce w trzecim kwartale 2005 r. w Rumunii i wyniósł 652 mln euro. Największy odpływ dotknął Polskę w ostatnim kwartale 2006 r. i osiągnął prawie 1,5 mld euro. Największą zmienność w przepływach odnotowały Czechy, natomiast najmniejszą – Rumunia, która do trzeciego kwartału 2004 r. praktycznie nie notowała przepływu kapitału portfelowego związanego z aktywami. Od drugiego kwartału 2004 r. wszystkie kraje w tej grupie z wyjątkiem Rumunii odnotowywały nasilający się z czasem odpływ kapitału portfelowego tego rodzaju. Również w tej grupie nie występuje korelacja pomiędzy przepływami portfelowymi.

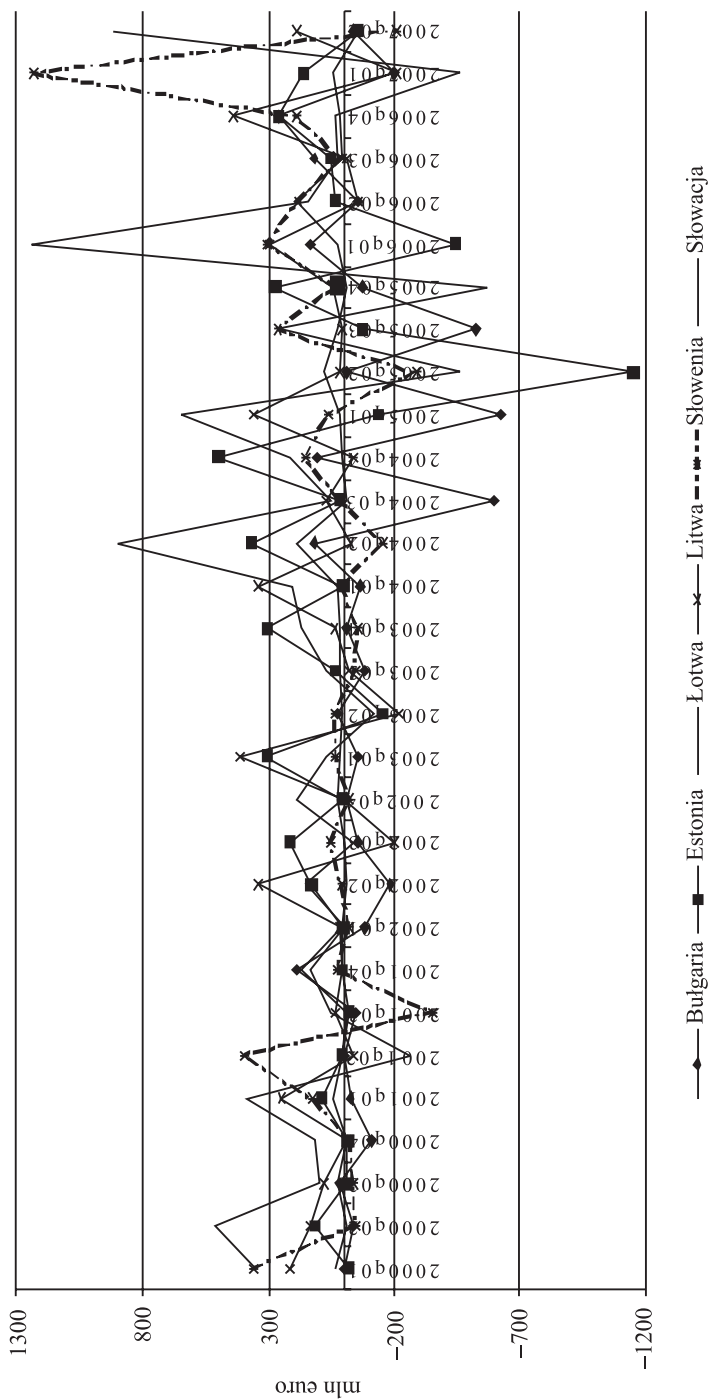
Zupełnie inaczej wygląda obraz inwestycji portfelowych związanych z pasywami. Przede wszystkim znacznie większy jest ich wolumen. Kwartalny napływ środków osiągnął poziom 6,127 mld euro w grupie drugiej oraz 1,24 mld w grupie pierwszej. Natomiast odpływ był mniejszy (zwłaszcza w grupie drugiej) i wyniósł maksymalnie 1,827 mld euro w Polsce oraz 1,151 euro w Estonii.

W pierwszej grupie (rys. 3) największa dynamika zmian w inwestycjach portfelowych w instrumenty dłużne w badanym okresie miała miejsce na Słowacji, a najmniejsza na Łotwie. Amplituda zmian tej grupie państw wyraźnie wzrosła po 2003 roku. Skokowy napływ kapitału miał miejsce przede wszystkim na Słowacji i w mniejszym stopniu w Estonii i w Słowenii. W Bułgarii natomiast odnotowano znaczne wahania i odpływ kapitału portfelowego w 2004 i 2005 roku. W drugim kwartale 2005 r., a więc tuż przed wejściem do UE, nastąpił gwałtowny odpływ kapitału portfelowego z instrumentów dłużnych w Estonii – zniwelował on niemal dotychczasowy napływ netto tego rodzaju kapitału. W Słowenii nagły napływ inwestycji portfelowych w instrumenty dłużne miał miejsce w momencie wejścia tego kraju do strefy euro.



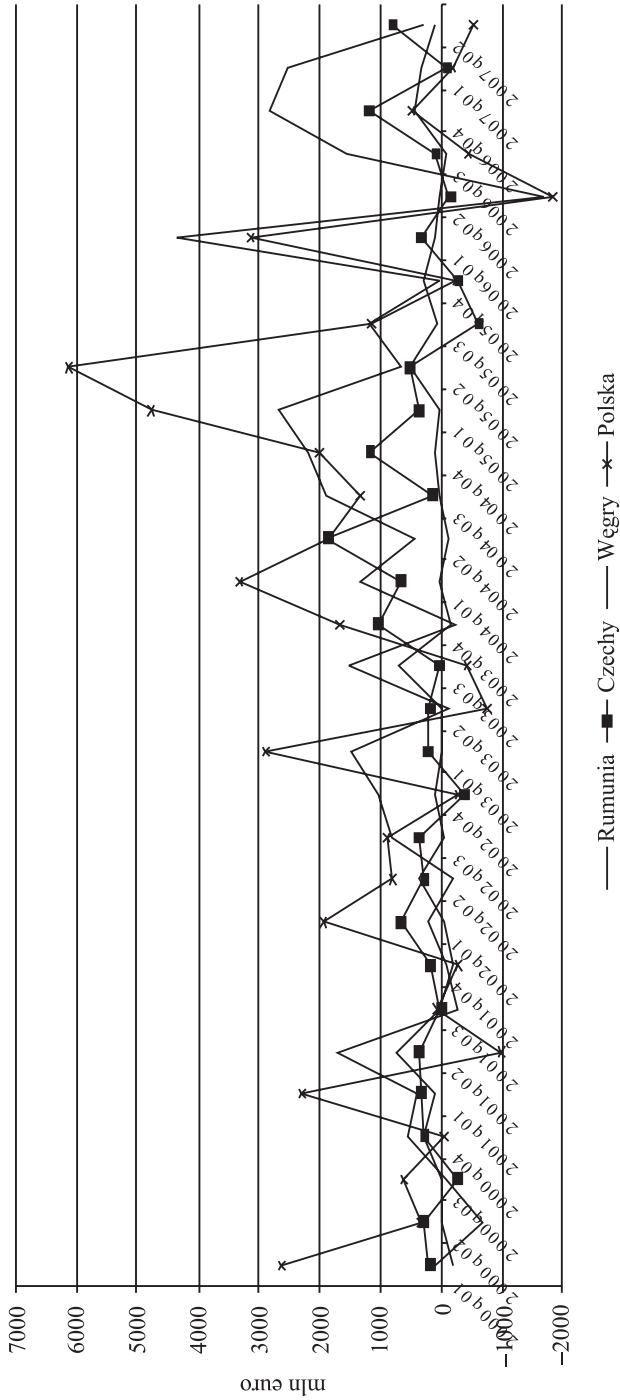
Rys. 2. Przepływ netto kapitału portfelowego inwestowanego w aktywa w grupie drugiej w latach 2000-2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, <http://ec.europa.eu/eurostat/>.



Rys. 3. Przepływ netto kapitału portfelowego inwestowanego w pasywa w grupie pierwszej w latach 2000-2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, <http://ec.europa.eu/eurostat/>.



Rys. 4. Przepływ netto kapitału portfelowego inwestowanego w pasywa w grupie drugiej w latach 2000-2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, <http://ec.europa.eu/eurostat/>.



W grupie drugiej (rys. 4) największy napływ dłużnego kapitału portfelowego odnotowano w Polsce (6,127 mld euro w drugim kwartale 2005 r.) oraz na Węgrzech (4,37 mld euro w pierwszym kwartale 2006 r.) Największy odpływ miał miejsce w tych samych krajach w trzecim kwartale 2006 r. i wyniósł przeszło 1,8 mld euro w Polsce i prawie 1,7 mld euro na Węgrzech. W efekcie największa amplituda zmian w przepływie inwestycji portfelowych w papiery dłużne miała miejsce w Polsce, natomiast najmniejsza – w Rumunii, gdzie nie wyszła poza przedział (+700 mln euro, –180 mln euro).

W pierwszym kwartale 2002 r. oraz w ostatnim kwartale 2006 r. we wszystkich krajach w tej grupie odnotowano napływ tego rodzaju kapitału portfelowego. W pierwszym kwartale 2003 r. oraz trzy lata później nastąpił znaczny napływ kapitału do Polski, na Węgry i do Czech. Jednocześnie odpływ kapitału portfelowego związanego z pasywami z państw tej grupy odnotowano dwukrotnie, po raz pierwszy w drugim kwartale 2006 r. (czyli zaraz po kwartale wzrostowym) oraz pół roku później w pierwszym kwartale 2007 roku. W pozostałych okresach kierunek i dynamika zmian nie wykazują podobieństw pomiędzy krajami w badanej grupie. Data rozszerzenia Unii Europejskiej nie przyniosła tutaj żadnych zmian.

#### 4. Wnioski

Na podstawie przytoczonych faktów można pozytywnie zweryfikować postawione w artykule hipotezy badawcze. Data 1 maja 2004 r. nie wpłynęła w żaden sposób na obraz przepływów kapitałowych w badanych krajach. Jedynie w pierwszej grupie (Bułgaria, Estonia, Łotwa, Litwa, Słowenia i Słowacja) po tej dacie można zaobserwować wzrost zmienności w przepływie kapitałów portfelowych inwestowanych w pasywa. Obserwacja ta nie znajduje jednak potwierdzenia w drugiej grupie państw, czyli w Rumunii, w Czechach, na Węgrzech i w Polsce.

Druga hipoteza badawcza, zakładająca większe przepływy kapitału portfelowego w krajach, które zostały członkami Unii Europejskiej w 2004 r., w porównaniu z Bułgarią i Rumunią, znajduje tylko częściowe potwierdzenie. Wielkość i zmienność przepływów kapitałowych w Bułgarii nie odbiega od wskaźników w innych krajach tej grupy. Natomiast Rumunia odnotowuje wyraźnie mniejszy wolumen, jak również zmienność przepływów w porównaniu z pozostałymi krajami grupy.

Niestety otwarte pozostają pytania dotyczące przyczyn opisanych w artykule zjawisk. Istotna jest przede wszystkim odpowiedź, które czynniki (popytowe czy podażowe) mają większy wpływ na obserwowane przepływy kapitału portfelowego. Wymaga to jednak przeprowadzenia analiz ekonometrycznych, na które brak miejsca w niniejszym artykule.

## Literatura

- Chuhan P., Claessens S., Mamingi N., *Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors*, „Journal of Development Economics” 1998, no. 55(2).
- Claessens S., *Equity portfolio investment in developing countries: a literature survey*, The World Bank 1993, <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1089.html> [12 lipca 2008].
- Claessens S., Oks D., Polastri R., *Capital flows to Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*. The World Bank 1998, <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1976.html> [10 lipca 2008].
- De Santis R.A., Lührmann M., *On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows – a global perspective*. European Central Bank 2006, <http://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20060651.html> [10 lipca 2008].
- Garibaldi P. i in., *What moves capital to transition economies?*, „IMF Staff Papers” 2001, no. 48(4), <http://ideas.repec.org/a/imf/imfstp/v48y2001i4p6.html> [12 lipca 2008].
- Jorion Ph., Schwartz E., *Integration vs. segmentation in the Canadian Stock Market*, „Journal of Finance” 1986, no. 41(3).
- Najlepszy E., Śliwiński P., Sobański K., *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Powell A., Ratha D., Mohapatra S., *Capital inflows and capital outflows: measurement, determinants, consequences*, Universidad Torcuato Di Tella 2002, <http://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/veinticinco.html> [10 lipca 2008].
- Taylor M. P., Sarno L., *Capital flows to developing countries: long- and short-term determinants*, „World Bank Economic Review” 1997, no.11(3).

## THE IMPACT OF EU ENLARGEMENT IN 2004 ON PORTFOLIO FLOWS INTO NEW MEMBER COUNTRIES

### Summary

The goal of this paper is to verify whether the date of joining the European Union (1st May 2004) had any influence on new member countries' portfolio flows. The second question was whether political, economic and institutional changes connected with accession process had a positive effect on growth of portfolio flows into these countries compared to Romania and Bulgaria.

The answer to the first question is negative. As one could assume, this date alone had no meaning to the portfolio flows. It was only one point in a long way of building working market economies in these countries. Only small countries such as Bulgaria, Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia observed bigger volatility in portfolio flows in liabilities.

The answer to the second question is positive only for Romania. Portfolio flows into Bulgaria behave the same way as flows into the member countries with similar GDP.