

Marta Ostrowska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

GLOBALNE PRZEPIŁYWY KAPITAŁOWE W CZASIE KRYZYSU. ZNACZENIE KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ W PRZEPIŁYWACH KAPITAŁU

Streszczenie: Podstawowym celem artykułu jest omówienie problematyki związanej z przepływami kapitałowymi do krajów charakteryzujących się niższym stopniem rozwoju gospodarczego oraz analiza wpływu załamania na rynkach światowych na globalne przepływy kapitałowe – w tym przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Globalne przepływy kapitałowe, będące jednym z przejawów daleko posuniętej globalizacji, liberalizacji i integracji światowych rynków finansowych, odgrywają istotną rolę w kształtowaniu procesów zachodzących w gospodarce światowej i mają wpływ na sytuację gospodarczą poszczególnych państw narodowych. W ostatnich latach nastąpiła zmiana pod względem geograficznej koncentracji BIZ – utrata znacznej przewagi pod względem napływu kapitału przez kraje wysoko rozwinięte na rzecz rozwijających się, uwidoczniła została zwłaszcza w czasie obecnego załamania gospodarczego. W niniejszym tekście poruszono także tematykę kontroli przepływów kapitałowych, stosowanej przez niektóre kraje w celu uniknięcia nierównowagi w bilansie płatniczym, zbytnej aprecjacji waluty, o której zaczyna się dyskusować szczególnie w czasie dekonjunktury. Wraz ze wzrostem znaczenia krajów rozwijających się we współczesnej gospodarce zwiększać się będzie również napływ kapitału w te rejony świata. Sprzyjać temu będzie postępująca konwergencja gospodarcza między dotychczas ubogimi krajami – głównie Azji i Ameryki Południowej i bogatymi – Europą i Stanami Zjednoczonymi. Praca została napisana w oparciu o przegląd literatury oraz analizę statystyczną danych ilościowych i analizę opisową danych jakościowych.

Słowa kluczowe: międzynarodowy przepływ kapitału, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, kraje rozwijające się, BRIC, kryzys gospodarczy.

1. Wstęp

Globalne przepływy kapitałowe, będące jednym z przejawów daleko posuniętej globalizacji, liberalizacji i integracji światowych rynków finansowych, odgrywają znaczącą rolę w kształtowaniu procesów zachodzących w gospodarce światowej i wpływają na sytuację poszczególnych państw narodowych. Zainteresowanie przepływami kapitału pojawia się zarówno w czasie dobrej koniunktury, jak i dekonjunktury. W ostatnich latach obserwuje się utratę hegemonii krajów wysoko rozwiniętych na rzecz wzrostu znaczenia krajów rozwijających się w światowych przepływach kapitału.

Głównym celem artykułu jest omówienie problematyki związanej z przepływami kapitałowymi do krajów charakteryzujących się niższym stopniem rozwoju gospodarczego oraz analiza wpływu załamania na rynkach światowych na globalne przepływy kapitałowe – w tym przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W niniejszym tekście poruszono także tematykę kontroli przepływów kapitałowych, stosowanej przez niektóre kraje w celu uniknięcia nierównowagi w bilansie płatniczym, zbytnej aprecjacji waluty, o której zaczyna się dyskutować szczególnie w czasie dekonunktury.

2. Globalne przepływy kapitału i ich znaczenie dla gospodarki przyjmującej

Globalne przepływy kapitału to wszelkie transakcje kapitałowe dokonywane między podmiotami krajowymi i zagranicznymi, kształtującymi pozycję inwestycyjną netto danego kraju. Międzynarodowe przepływy kapitałowe z reguły wiążą się ze wzrostem poziomu dobrobytu ekonomicznego zarówno eksporterów, jak i importerów kapitału. Szczególnie ważną rolę odgrywają w gospodarkach słabiej rozwiniętych, charakteryzujących się niedostatkiem kapitału. Napływ inwestycji umożliwia bardziej efektywną alokację i jednocześnie zwiększenie zasobów kapitału, co przekłada się na tempo wzrostu i rozwoju gospodarczego. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą mieć również korzystny wpływ na *terms of trade* (np. poprawa warunków *terms of trade* w wyniku wzrostu eksportu i substytucji importu dobrami krajowymi)¹, wymianę handlową i saldo bilansu handlowego oraz płatniczego².

Mogą mieć one jednak także negatywne konsekwencje dla gospodarki je przyjmującej. Poważnym problemem jest ryzyko wystąpienia bańki spekulacyjnej wskutek napływu kapitału. Może się ona przejawiać w postaci znacznego wzrostu cen i obniżenia płynności niektórych aktywów (zwykle nieruchomości). Masowy napływ kapitału prowadzi do zmian w podaży pieniądza i w konsekwencji powoduje presję na ceny i kurs walutowy, co może wpłynąć destabilizująco na bilans płatniczy. Może dojść także do zwiększenia ekspozycji na szoki zewnętrzne oraz zmniejszenia stopnia suwerenności w zakresie polityki monetarnej³. Wraz z liberalizacją wzrasta ryzyko transmisji zakłóceń, a także ryzyko związane z działaniami o charakterze spekulacyjnym ze strony inwestorów krótkoterminowych poszukujących wysokich

¹ P. Krugman dowiódł, że międzynarodowy transfer kapitału pogarsza *terms of trade* kraju wysyłającego, zaś poprawia *terms of trade* kraju przyjmującego kapitał. Większość ekonomistów opowiada się za tą wersją.

² *Program wspierania inwestycji o istotnym znaczeniu dla polskiej gospodarki na lata 2011-2020*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa, listopad 2010, s. 4.

³ M. Ralhan, *Determinants of capital flows: a cross-country analysis*, University of Victoria, Department of Economics 2006, s. 2.

zysków⁴. Zbytne uzależnienie od napływu kapitału, zwłaszcza od inwestycji portfelowych⁵, jest dla gospodarki groźne, jako że kraj staje się podatny na wstrząsy związane z zachowaniem „kapryśnych” uczestników rynków finansowych. Jest to szeroko dyskutowane w literaturze pod pojęciem *sudden stops* (*gwałtowne przerwanie napływu kapitału*)⁶.

Zmienna natura rynków kapitałowych gospodarek wschodzących sprawia, że pojawienie się nowych informacji o kraju przyjmującym, korzystnych, prawdziwych bądź nie może istotnie wpłynąć na przepływy kapitałowe, prowadząc do zmiany ich wielkości, a nawet nagłego ich zatrzymania⁷. W ostatnich dwóch dekadach mieliśmy do czynienia z dwiema falami napływów kapitału na rynki wschodzące. Pierwsza z nich miała miejsce w 1997 r., poprzedziła kryzys azjatycki, druga natomiast kryzys finansowy z lat 2007-2009. Ponadto w pierwszych latach XXI wieku wystąpiła wielka fala integracji finansowej oraz dwie mniejsze – prowadzące do kryzysu azjatyckiego i kryzysu *dot.com* w USA. Zakończyły się one wraz z rozpoczęciem globalnego kryzysu finansowego.

3. Strumień bezpośrednich inwestycji zagranicznych a wahania koniunkturalne

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ), jeden z ważniejszych typów przepływów kapitałowych, są inwestycjami silnie zależnymi od koniunktury gospodarczej, ale również ją kształtującymi. Zawirowania na rynku globalnym oddziałują niekorzystnie na przepływy kapitału. Wahania koniunkturalne wpływają zarówno na wielkość i charakter, jak i na kierunki przepływów strumieni BIZ.

Można wskazać na dwie główne grupy przyczyn, na skutek których w czasie kryzysu dochodzi do spadku wielkości strumieni BIZ. Po pierwsze – przyczyny obiektywne: motyw finansowy, brak źródeł finansowania inwestycji, zarówno zewnętrznych, jaki wewnętrznych. Trudno dostępne kredyty – rygorystyczne wymagania banków, jakie należy spełnić, aby otrzymać kredyt

⁴ H. Żywiecka, *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Warszawa 2002, s. 3.

⁵ Globalizacja rynków finansowych w przypadku tego rodzaju inwestycji może powodować utratę dobrobytu, jak zauważa J.E. Stiglitz; zob. J.E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, New York, Norton, 2002.

⁶ Sytuacja, kiedy napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące nagle zostaje wstrzymany. Inne pojęcie to *sudden flight*, czyli sytuacja, kiedy krajowi inwestorzy przesyłają duże kwoty kapitału za granicę. K.J. Forbes, F.E. Warnock, *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrench*, 2011. Szerzej na ten temat piszą: G.A. Calvo, C. Reinhart, *When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options*, MPRA Paper 6982, 2000; A.D. Rottenberg, F.E. Warnock, *Sudden flight and true sudden stops*, NBER Working Paper no. 12726, 2006; J. Byrne, N. Fiess, *International Capital Flows to Emerging and Developing countries: National and Global Determinants*, Glasgow 2011.

⁷ G. Felices, B. Orskaug, *Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: A maximum-likelihood disequilibrium approach*, Bank of England, Working Paper no. 354, November 2008, s. 5.

i wysoki koszt kapitału, sprawiają, że kredyt staje się dużym obciążeniem w warunkach niepewności co do przyszłych zysków. Niski poziom lub brak zysków z działalności gospodarczej spowodowany spadkiem sprzedaży na skutek zmniejszenia się popytu sprawia, że firmy dysponują środkami na realizowanie projektów i ekspansję zagraniczną. Ograniczenie płynności finansowej większości korporacji transnarodowych (KTN), a także trudności w dostępie do kredytów osłabiły zdolność do finansowania inwestycji. Także obniżenie tempa wzrostu gospodarczego, z którym związane są przepływy kapitałowe, negatywnie wpłynęło na przepływy BIZ. Załamanie koniunktury sprawiło, że niepewność co do przyszłych zysków zniechęciła przedsiębiorstwa do podejmowania inwestycji i spowodowała wycofanie się z projektów obarczonych znacznym ryzykiem. Niski poziom lub brak zysków z działalności gospodarczej spowodowany spadkiem sprzedaży na skutek zmniejszenia się popytu sprawia bowiem, że firmy dysponują środkami na realizowanie projektów i ekspansję zagraniczną.

Po drugie – przyczyny subiektywne: motyw psychologiczny. Niepewność i niestabilność otoczenia sprawiają, że przedsiębiorstwa wykazują mniejszą skłonność do podejmowania inwestycji. Jest to podyktowane dużym ryzykiem inwestycji, niskimi oczekiwaniami co do stopy zwrotu i obawą nie tylko przed brakiem zysków, ale i przed utratą zgromadzonych zasobów finansowych. W warunkach załamania gospodarczego inwestorów cechuje awersja do ryzyka.

4. Determinanty globalnych przepływów kapitałowych do krajów rozwijających się

W celu prognozowania i zapobiegania gwałtownym odpływom kapitału czy też wystąpieniu *sudden stops* w dobie kryzysu warto szukać odpowiedzi na następujące pytania: Jakie czynniki wpływają na fakt, że kapitał napływa do danej gospodarki? Co warunkuje wielkość i zmienność w czasie przepływów kapitałowych, dlaczego kapitał odpływa z krajów rozwiniętych i napływa do krajów rozwijających się? Zidentyfikowanie głównych czynników determinujących przepływy kapitałowe powoduje uniknięcie lub zminimalizowanie kosztów występowania zakłóceń w przepływach kapitałowych, jakie mogą wystąpić, gdy na rynkach finansowych pojawia się widmo kryzysu.

W literaturze przedmiotu do analizy tego zjawiska stosowane jest dość często podejście *push and pull* – którego podstawą jest określenie czynników sprzyjających napływowi kapitału i go przyciągających⁸. Czynniki przyciągające odnoszą

⁸ P.-R. Agénor, *The surge in capital flows: analysis of 'pull' and 'push' factors*, "International Journal of Finance and Economics" 1998, vol. 3, s. 39-57, A. Mody, M. Taylor, J. Kim, *Modelling economic fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets*, "International Journal of Finance and Economics" 2001, vol. 6, s. 201-216; G. Ferrucci, V. Herzberg, F. Soussa, A. Taylor, *Understanding capital flows to emerging market economies*, *Financial Stability Review*, Bank of England, 2004, s. 89-97.

się do krajowych parametrów⁹, czynniki sprzyjające – do sił zewnętrznych, które są poza kontrolą państwa¹⁰. Stosując podział na czynniki typu *push* i *pull*, można dokonać klasyfikacji determinantów napływu kapitału do krajów rozwijających się (tab. 1).

Tabela 1. Determinanty napływu kapitału

	Czynniki cykliczne	Czynniki strukturalne
Czynniki typu <i>push</i>	<ul style="list-style-type: none"> – niska stopa procentowa w KWR – niska globalna awersja do ryzyka – niezrównoważone bilanse płatnicze KWR 	<ul style="list-style-type: none"> – zdywersyfikowana globalnie struktura inwestycji portfelowych – niski potencjał wzrostu KWR
Czynniki typu <i>pull</i>	<ul style="list-style-type: none"> – wysokie ceny surowców – wysokie stopy procentowe w kraju przyjmującym – niska inflacja w kraju przyjmującym 	<ul style="list-style-type: none"> – bliskie równowagi bilanse płatnicze krajów rozwijających się – wysoki potencjał wzrostu krajów rozwijających się – wysoki stopień otwartości gospodarek krajów rozwijających się

Źródło: *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Strategy, Policy, and Review Department, Międzynarodowy Fundusz Walutowy 2011, s. 17.

Z badań przeprowadzonych przez Mody’ego i Taylora wynika, że istnieje dodatnia zależność między napływem kapitału do krajów rozwijających się a ratingiem kredytowym i wzrostem światowego PKB oraz ujemna relacja – między napływem a spreadami w dochodowości aktywów w USA i resztą świata¹¹.

Ważnymi determinantami przepływów kapitału do krajów rozwijających się i do gospodarek wschodzących są czynniki globalne. Calvo i in.¹² oraz Reinhart i Reinhart¹³ przypisują znaczenie cenom surowców, stopom procentowym oraz wzrostowi gospodarczemu największych gospodarek świata. Lucas¹⁴ natomiast sugeruje, że to różnice w kapitale ludzkim są ważnym czynnikiem determinującym kierunki

⁹ Na przykład poziom PKB, poziom zadłużenia, sytuacja w bilansie płatniczym, polityka makroekonomiczna. Z analizy przeprowadzonej przez takich autorów, jak A. Mody, M. Taylor, J. Kim (wyd. cyt., s. 201-206) wynika, że czynniki takie jak indeks cen konsumpcyjnych, kredyty krajowe, indeks produkcji przemysłowej, krajowa stopa procentowa, ocena zdolności kredytowej, krajowych indeks giełdowy miały duże znaczenie w przyciąganiu przepływów kapitału do badanych krajów.

¹⁰ G. Felices, B. Orskaug, wyd. cyt., s. 5.

¹¹ Tamże, s. 21-22.

¹² G. Calvo, L. Leiderman, C.M. Reinhart, *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors*, IMF Staff Papers 1993, vol. 40, s. 108-151.

¹³ C.M. Reinhart, V.R. Reinhart, *Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present*, NBER Working Papers no. 14321, 2008.

¹⁴ R.E. Lucas, *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* "American Economic Review" 1990, vol. 80, s. 92-96.

napływu kapitału. Alfaro, Kalemli-Ozcan i Volosovych¹⁵ udowodnili empirycznie, że istotnym elementem wpływającym na stopień przepływów kapitału jest jakość instytucji w kraju goszczącym.

J. Byrne oraz N. Fiess wykorzystali do badania czynników wpływających na przepływy kapitału kwartalne dane z lat 1993-2009 dla gospodarek 78 krajów. Posługując się danymi panelowymi, zidentyfikowali istnienie wspólnych elementów w danych dotyczących napływu kapitału. Wykorzystali oni podejście PANIC¹⁶ do zidentyfikowania, czy wspólne elementy i czy element idiosynkratyczny (nieposiadający elementów wspólnych) charakteryzują się trendem stochastycznym. Następnie określili, co oddziałuje na wspólny element i czy rozwój gospodarczy w USA i krajach uprzemysłowionych jest ważny dla globalnych przepływów kapitałowych. W dalszej kolejności zbadali, w jakim stopniu poszczególne kraje są związane wspólnym czynnikiem, opierając się na ich cechach instytucjonalnych, otwartości finansowej i jakości kapitału ludzkiego. Ostatecznie, znając zmienność przepływów kapitałowych, mogli określić ich skutki oraz odpowiedzieć na pytanie, czy występuje podobieństwo w zmienności przepływów kapitałowych wśród badanych krajów¹⁷.

Reinhart i Reinhart¹⁸ poszukiwali związków między przepływami kapitałowymi oraz dwiema miarami aktywności gospodarczej – PKB w krajach wysoko rozwiniętych (KWR)¹⁹ i indeksem cen surowców niepaliwowych. Zauważają oni istotny statystycznie i pozytywny (negatywny) związek między cenami surowców (wzrostem gospodarczym) i napływami kapitału w latach 1967-2006. Frankel²⁰ dostrzega powiązania między wysokimi cenami surowców i niskimi stopami procentowymi, a Reinhart i Reinhart rozważają wpływ krótkoterminowych stóp procentowych na przepływy kapitałowe. Ponadto spadek rentowności w krajach uprzemysłowionych prowadzi do wzrostu strumieni przepływów do gospodarek wschodzących, jako że inwestorzy poszukują wyższych stóp zwrotu.

Następnym czynnikiem warunkującym napływ kapitału do biedniejszej gospodarki może być niepewność w kraju bogatszym. Popularną miarą niepewności w Stanach Zjednoczonych jest indeks VIX²¹ – określa on poziom niepewności, pesymizmu, ryzyka.

Kolejnymi determinantami decydującymi o napływie kapitału są jakość kapitału ludzkiego i instytucji, co sugerują Lucas i North. Głównym problemem jest tu *pa-*

¹⁵ L. Alfaro, S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych, *Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation*, "Review of Economics and Statistics" 2008, vol. 90(2), s. 347-368.

¹⁶ PANIC – ang. *Panel Analysis of Nonstationarity in Idiosyncratic and Common Components*.

¹⁷ J. Byrne, N. Fiess, wyd. cyt., s. 4.

¹⁸ C.M. Reinhart, V.R. Reinhart, wyd. cyt.

¹⁹ Spowolnienie we wzroście gospodarczym w KWR powoduje ekspansję w przepływach kapitału do gospodarek wschodzących, w poszukiwaniu wyższej dochodowości.

²⁰ J.A. Frankel, *The effect of monetary policy on real commodity prices*, Asset Prices and Monetary Policy, ed. J.Y. Campbell, University of Chicago, NBER Working Paper no. 12713, 2008.

²¹ Wzrost indeksu VIX prowadzi do spadku indeksu giełdowego S&P500.

radoks Lucasa – dlaczego kapitał nie przepływa od krajów bogatych do biednych, pomimo znacznych różnic w poziomie MPK, np. jeśli porówna się Indie i Stany Zjednoczone. Paradoks Lucasa stanowi jednak zaprzeczenie faktu, że inwestycje poszukują jak najwyższej stopy MPK. Według niego, jakość kapitału ludzkiego może zredukować różnice w stopach zwrotu. North i Alfaro uważają natomiast, że wyjaśnieniem paradoksu Lucasa jest niska jakość instytucji. Wzrost jakości instytucji można wiązać ze wzrostem napływu kapitału do danej gospodarki.

Tabela 2. Czynniki wpływające na przepływy kapitału – podsumowanie

Cykliczne	Strukturalne
Jakość polityki makroekonomicznej ^a	
Zmienność stóp procentowych ^b	Jakość kapitału ludzkiego ^c
Globalna awersja do ryzyka ^d	Wydajność pracy
Popyt globalny	System kursowy ^e
Ceny aktywów finansowych	Stopień rozwoju rynku finansowego ^f
Ceny surowców ^g	Elastyczność rynku finansowego w krajach wysoko rozwiniętych
Stan koniunktury globalnej ^h	Jakość instytucji ⁱ
Poziom krajowych oszczędności ^j	Obecność i poziom restrykcji dotyczących kontroli przepływów kapitału ^k
Aktualna sytuacja polityczna w kraju przyjmującym kapitał	System prawny
Poziom inflacji	Pojawianie się nowych możliwości do inwestowania za granicą, ograniczenie występowania zjawiska <i>home bias</i> ^l
Poziom aprecjacji waluty	Rozmiar i płynność rynku krajowego

^a M.R. Agosin, *Capital flows and macroeconomic policy in emerging economies*, Inter-American Development Bank 2006; G. Calvo, *Capital Inflows, Liquidity and Bubbles*, Columbia University 2011, s. 2-3; ^b C.M. Reinhart, V.R. Reinhart, wyd. cyt.; ^c R.E. Lucas, wyd. cyt., s. 92-96; ^d E. Clark, O. Jokung, *Risk Aversion, Wealth and International Capital Flows*, Review of International Economics, January 1998, <http://ssrn.com/abstract=62388>; ^e N. Jadhav, *Exchange Rate Regime And Capital Flows: The Indian Experience*, Bank of England 2005, http://www.drarendrajadhav.info/drnjadhav_web_files/speeches/Exchange%20Rate%20Regime%20Capital%20Flow.pdf; ^f Hagen von J., Zhang H., *Financial Development and International Capital Flows*, 2007, http://www.mysmu.edu/faculty/hpzhang/pdfs/Zhang_FDICF.pdf, s. 28; ^g C.M. Reinhart, V.R. Reinhart, wyd. cyt.; ^h *Global Economic Turmoil Having Dramatic Effects on Capital Flows to Developing Countries*, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22216950~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>; ⁱ D.C. North, *Economic performance through time*, "American Economic Review" 1994, vol. 84(3), s. 359-368; ^j M. Feldstein, Ch. Horioka, *Domestic saving and international capital flows*, "Economic Journal" 1980, vol. 90 (358), s. 314-329; ^k Szerzej na temat efektywności kontroli przepływów kapitałowych zob. w: J. Jongwanich, M.S. Gochoco-Bautista, J.-W. Lee, *When are capital controls effective? Evidence from Malaysia and Thailand*, ADB Economics Working Paper Series, 03.2011, s. 4; ^l Lokowanie środków w akcje krajowych firm.

Źródło: opracowanie własne.

Z badań przeprowadzonych przez Byrne'a i Fiessa²² wynika, że zależność przepływów kapitałowych od poszczególnych determinantów zmienia się wraz z tym, czy rozpatrujemy zagregowane, czy zdezagregowane przepływy kapitału. Zagregowane przepływy wykazują zależność od cen surowców. Ponadto istnieje negatywna korelacja zagregowanych przepływów i długoterminowych stóp procentowych. Patrząc od strony zdezagregowanych przepływów, dostrzec można, że determinantą przepływów bankowych są długoterminowe stopy procentowe w krajach wysoko rozwiniętych (autorzy badali tę zależność na przykładzie USA). Banki chętnie pożyczają kapitał krajom rozwijającym się, jeżeli występują tam niższe stopy zwrotu z obligacji długoterminowych (niskie ryzyko kraju) i te kraje charakteryzują się niskimi kosztami obsługi długu. Przepływy kapitału z obligacji są zależne od długoterminowych stóp procentowych, natomiast w przypadku przepływów kapitału z akcji duże znaczenie mają ceny surowców.

Byrne i Fiess szukali także czynników determinujących napływ kapitału do poszczególnych krajów. Rozważali wpływ: jakości kapitału ludzkiego (poziom edukacji osób w wieku 25 lat i więcej), jakości instytucji (wartość wskaźnika z *International Country Risk Guide*²³) oraz otwartości finansowej (wskaźnik oparty na rachunku transakcji kapitałowych i stopniu kontroli kapitału²⁴). Sprawdzali oni, które z nich mają realny wpływ na przepływy kapitału. Statystycznie istotna, wbrew oczekiwaniom, okazała się jedynie jakość kapitału ludzkiego.

Podsumowując rozważania na temat determinantów przepływu kapitału, w tab. 2 wyodrębniono dwie grupy czynników: cykliczne i strukturalne.

5. Przepływ kapitału w obliczu kryzysu

Globalny kryzys finansowy i gospodarczy, zapoczątkowany na przełomie 2007 i 2008 r., był najpoważniejszą zapaścią światowej gospodarki od czasów wielkiego kryzysu z 1929 r. Miał on negatywny wpływ zarówno na sektor finansowy, jak i na sferę realną gospodarki, czego dowodem jest znaczny spadek przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych na świecie. W 2007 r., po 4 latach nieprzerwanego wzrostu, globalne przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych osiągnęły rekordowy poziom 2 bln USD. Wraz ze światowym załamaniem gospodarczym doszło do spadku cen aktywów finansowych oraz zaufania ze strony konsumentów, a produkcja również zaczęła spadać. Dostęp do kredytów został utrudniony, a handel światowy i przepływy BIZ zaczęły się kurczyć. W 2008 r. wartość globalnych przepływów spadła o 16%, a rok później jeszcze o ponad 40%. W obliczu kryzysu wiele firm, w tym korporacji transnarodowych, zostało zmuszonych do zrewidowa-

²² J. Byrne, N. Fiess, wyd. cyt., s. 14-15.

²³ Wzrost wskaźnika oznacza poprawę otoczenia instytucjonalnego.

²⁴ M.D. Chinn, H. Ito, *A new measure of financial openness*, "Journal of Comparative Policy Analysis" 2008, vol. 10(3), s. 309-322.

nia planów globalnej ekspansji, przerwania lub zawieszenia projektów inwestycyjnych *greenfield*²⁵, zaniechania przeprowadzenia transgranicznych fuzji i przejęć. W 2008 r., po 5 latach intensywnego wzrostu, doszło do spadku tych transakcji o przeszło jedną trzecią, a w roku 2009 o dwie trzecie²⁶.

Na skutek kryzysu na przełomie 2008 i 2009 r. doszło do spadku (pod względem wartości) wszystkich komponentów napływu BIZ. Kapitał własny (inwestycje w akcje i udziały) zmniejszył się znacznie wraz ze spadkiem wartości i liczby transgranicznych fuzji i przejęć. Niższe zyski odnotowywane przez zagraniczne filie TNK odpowiadały za spadek odpływów BIZ z krajów wysoko rozwiniętych w wysokości 46%. Najbardziej w czasie kryzysu ucierpiały kredyty wewnątrz korporacyjne, ponieważ firmy dążyły głównie do spłat pożyczek z tytułu zaległych zobowiązań²⁷. Zmiany te były analogiczne do tych, które miały miejsce podczas kryzysu z 2001 r. Jednakże spadek wartości kapitału własnego był większy w porównaniu ze spadkami wartości reinwestowanych zysków czy pożyczek wewnątrz korporacyjnych.

5.1. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do krajów rozwijających się

Według danych UNCTAD, napływ kapitału na rynki wschodzące systematycznie wzrastał od roku 2003 i osiągnął największą wartość tuż przed rozpoczęciem kryzysu w 2007 r. (blisko 700 mld USD, rys. 1). W kolejnych latach wartość ta systematycznie malała, jednak w 2010 r. w porównaniu z rokiem 2009 wzrosła blisko dwukrotnie. Te pieniądze przyczyniają się do przyspieszania wzrostu gospodarczego, jednak rządy niektórych państw, m.in. Brazylii i Korei Południowej, dostrzegają też zagrożenia – wzrost ryzyka nadmiernego pożyczania, cen lokat inwestycyjnych oraz niestabilności finansowej²⁸.

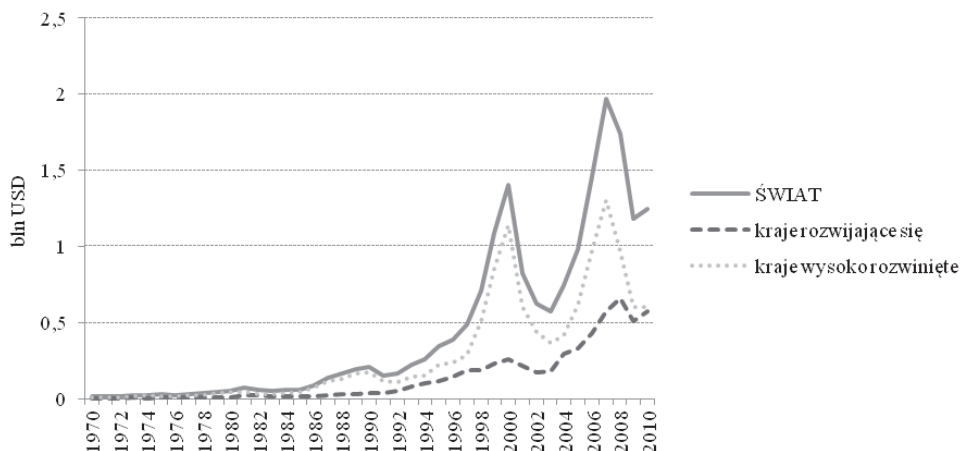
Kraje rozwijające się i gospodarki wschodzące poradziły sobie z kryzysem dużo lepiej niż kraje wysoko rozwinięte. Kiedy w 2008 r. napływ kapitału do krajów wysoko rozwiniętych zmniejszył się o blisko jedną trzecią, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do gospodarek wschodzących wzrósł o 14,8%. W 2009 r. odnotowano spadek ich napływu do krajów rozwijających się, jednak spadek ten był mniejszy (o 15,1 p.p.) niż ten, który nastąpił w krajach wysoko rozwiniętych. W 2010 r. nastąpiła poprawa dynamiki napływu BIZ w porównaniu z rokiem 2009 (z wyjątkiem krajów wysoko rozwiniętych). Napływ BIZ do krajów rozwijających się w 2010 r. przekroczył o 12,3% wartość napływu z roku 2009 (Brazylia –

²⁵ Spadek wartości o 23% w roku 2009 w porównaniu z rokiem 2008 oraz całkowitej liczby projektów o 15%. Obliczenia własne na podstawie danych UNCTAD: Annex table 19: Number of greenfield FDI projects, by sector/industry, 2003-2009.

²⁶ *Global FDI in decline due to the financial crisis and a further drop expected*, UNCTAD Investment Brief, 2009, no. 1, s. 1.

²⁷ World Investment Report 2009: *Transnational Corporation, Agricultural Production and Development*, s. 3-5.

²⁸ MFW: *Kapitał to też ryzyko*, 18.04.2011, <http://www.parkiet.com/artykul/1042173.html>, 14.09.2011.



Rys. 1. Napływ kapitału do krajów rozwijających się i wysoko rozwiniętych na tle światowych napływów BIZ w latach 1970-2010

Źródło: UnctadStat, baza danych UNCTAD, <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>.

po spadku 42% w 2009 r. wzrost o 86% w 2010 r., Chiny – wzrost o 11,3% (2010), Indie – spadek i wzrost o 30% (2010), Rosja – wzrost o 12% w 2010 r. po spadku 50% w 2009 r.). Ponadto, w ujęciu wartościowym, w 2010 r. gospodarki wschodzące przyciągnęły prawie połowę światowych napływów BIZ (tab. 3).

Tabela 3. Dynamika napływu BIZ do krajów rozwijających się i krajów wysoko rozwiniętych w latach 2006-2010 (w%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kraje rozwijające się	29,2	33,4	14,8	-22,4	12,3
Kraje wysoko rozwinięte	57,9	33,6	-26,2	-37,5	-0,2
ŚWIAT	48,8	34,8	-11,5	-32,1	4,9

Źródło: UnctadStat, baza danych UNCTAD, <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>.

Z uwagi na to, że kryzys rozpoczął się w krajach zachodnich, a wzrost gospodarczy jest najważniejszym wyznacznikiem bezpośrednich inwestycji zagranicznych, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do i z krajów wysoko rozwiniętych zmniejszył się najbardziej.

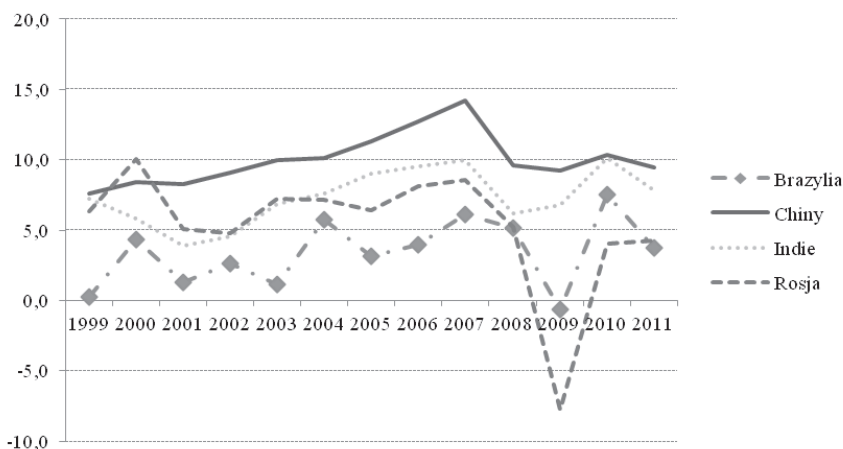
Tabela 4. Dynamika PKB w latach 2006-2011 (w %)

	2006	2007	2008	2009	2010*	2011**
Kraje rozwijające się	8,2	8,9	6,0	2,8	7,3	6,4
Kraje wysoko rozwinięte	3,1	2,8	0,1	-3,7	3,1	1,6
ŚWIAT	5,3	5,4	2,8	-0,7	5,1	4,0

* Szacunki wstępne; ** Prognoza.

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, IMF Outlook Database, 2010.

W ciągu ostatnich 5 lat, jeszcze przed rozpoczęciem się kryzysu, światowa gospodarka zaczęła wyhamowywać. Globalne tempo wzrostu PKB w latach 2006-2009 zmniejszyło się z przeszło 5% w roku 2006 do $-0,7\%$ w roku 2009 (tab. 4). W 2010 r. pojawiły się wyraźne symptomy ożywienia. W analizowanym okresie dodatnią kontrybucją w światowym PKB odznaczyły się gospodarki krajów rozwijających się. To głównie dzięki nim możliwa była kompensacja niskiego (a nawet ujemnego) wzrostu PKB w krajach wysoko rozwiniętych. Niektóre z gospodarek wschodzących, zaliczanych do grupy krajów BRIC, jak Chiny czy Indie, rosły od 2006 do 2010 r. w tempie odpowiednio 11,2 i 8,5% rocznie²⁹. Także Rosja i Brazylia, które w 2009 r. przeżyły poważne załamanie, zaczęły rosnać kilkakrotnie szybciej niż światowa gospodarka (rys. 2).



Rys. 2. Wzrost gospodarczy w krajach BRIC

Źródło: baza danych OECD, <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.

Czynnik wzrostu gospodarczego niewątpliwie przyczynił się do sukcesu gospodarek BRIC – warto podkreślić fakt, że w latach 2009-2010 dynamika wartości napływu kapitału netto do krajów grupy BRIC (302 mld USD w 2009 r.; 405 mld USD w 2010 r.) przekroczyła 3-krotnie³⁰ dynamikę wartości napływu kapitału netto odnotowaną w pozostałych krajach rozwijających się i gospodarkach wschodzących (207 mld USD w 2009 r.; 230 mld USD w 2010 r.).

Dla gospodarek wschodzących bezpośrednie inwestycje zagraniczne były ważnym stabilizatorem w początkowej fazie kryzysu. Podczas gdy napływy z inwestycji portfelowych oraz środki z kredytów bankowych się zmniejszyły, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrósł, choć w wolniejszym tempie niż

²⁹ Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

³⁰ Bank Światowy.

w latach poprzednich. Wskutek rozpowszechniania się recesji na rynki wschodzące w drugiej połowie 2008 r. zarówno odpływ, jak i napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych zaczął się zmniejszać, a w 2009 r. kryzys w przepływach BIZ przybrał prawdziwie globalny charakter. Oprócz spadku liczby (i wartości transakcji) fuzji i przejęć spadła także wartość inwestycji typu *greenfield*³¹, które są ważnym komponentem bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rynkach wschodzących. W 2010 r. przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych powoli zaczęły się zwiększać, głównie za sprawą napływu kapitału do krajów azjatyckich i południowoamerykańskich³².

Do niektórych gospodarek rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich (głównie Chiny i Indie), w ostatnich latach, tj. od roku 2005, napłynęły znaczne zasoby kapitału, powodując presję na wzrost kursów ich walut, a także na wzrost cen aktywów finansowych³³. Banki centralne mogły wybrać jedno z trzech rozwiązań, aby ograniczyć skutki spowodowane napływem pieniądza do gospodarki. Pierwsze z nich – to pozwolić na aprecjację waluty. Zmniejsza to presję inflacyjną, ale sprawia, że przemysł krajowy staje się mniej konkurencyjny, a kurs walutowy niestabilny. Drugie rozwiązanie to sterylizacja napływów kapitału, tj. ograniczenie wpływu sytuacji w bilansie płatniczym na podaż pieniądza w kraju. Trzecia możliwość to podjęcie środków administracyjnych, takich jak podnoszenie poziomu rezerw obowiązkowych i ograniczanie ekspansji kredytowej celem zmniejszenia wpływu przepływów kapitałowych na inflację³⁴.

5.2. Kontrola przepływów kapitału i jej efektywność

W obliczu kryzysu, zmniejszonej awersji do ryzyka i wskutek efektu *carry trade*³⁵ powróciła dyskusja, czy i w jakim stopniu warto stosować kontrolę przepływu kapitału, a także odnoszących się do niej środków ostrożnościowych (*prudential measures*). W literaturze³⁶ wyróżnia się 6 głównych powodów, dla których kraje decydują się na wprowadzenie kontroli w przepływach kapitału:

³¹ Spadek o ok. 15% od roku 2008 do 2009.

³² L. Skovgaard Paulsen, G.C. Haufbauer, *Foreign Direct Investment In Times of Crisis*, Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics, Washington 2011, s. 3.

³³ S. Kim, D. Yong Yang, *The impact of capital inflows on asset prices in emerging asian economies: Is too much money chasing too little good?*, "Open Economies Review" 2011, s. 293-314.

³⁴ M. Al-Jasser, A. Banafe, *Capital flows and financial assets in emerging markets: determinants, consequences and challenges for central banks*, BIS Papers no. 44, s. 423.

³⁵ Polega na pożyczaniu kapitału w kraju oferującym niskie oprocentowanie kredytu i inwestowanie pożyczonych funduszy w innym kraju, oferującym wyższą rentowność inwestycji. D. Gabor, *Paradigm shift? A critique of the IMF's new approach to capital controls*, Bristol Business School, 2011, s. 6-7, <http://carecon.org.uk/DPs/1109.pdf>.

³⁶ N. Magud, C.M. Reinhart, *Capital controls: An evaluation*, Working Paper 1193, Cambridge 2006, MA:NBER; J.A. Ocampo, J.G. Palma, *The Role of Preventive Capital Account Regulations*, [w:] J.A. Ocampo, J. Stiglitz, *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press,

- obawa przed aprecjacją³⁷ – gwałtowny wzrost napływu kapitału powoduje presję na walutę i oddziałuje niekorzystnie na konkurencyjność eksportu;
- obawa przed „gorącym pieniądzem” (*hot money*) – napływ krótkoterminowego kapitału może powodować zakłócenia destabilizujące gospodarkę i wzrost ryzyka związanego z gwałtownym jego odpływem;
- obawa przed dużymi napływami – mogą one powodować zakłócenia w systemie finansowym, nawet jeśli nie jest to napływ „gorącego pieniądza”;
- obawa przed utratą autonomii w zakresie polityki monetarnej – tzw. trójkąt niemożności – w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych nie można jednocześnie kontrolować kursu walutowego i prowadzić autonomicznej polityki pieniężnej. Tak więc, aby zapobiec aprecjacji kursu i móc prowadzić autonomiczną politykę monetarną, należy dopuścić do całkowitej mobilności kapitału;
- obawa przed bankami spekulacyjnymi – napływ znacznych zasobów kapitału może powodować niezrównoważony wzrost cen aktywów;
- obawa przed odpływem kapitału – zwłaszcza w czasie kryzysu³⁸.

Tabela 5. Kontrola oraz sposoby zarządzania przepływami kapitałowymi³⁹

Napływy	Odpływy
Ograniczenia w transakcjach walutowych – pożyczki zagraniczne dostępne jedynie na cele inwestycyjne i finansowanie operacji w handlu zagranicznym	Ograniczenia w zaciąganiu pożyczek w kraju dla cudzoziemców
Nieodpłatna rezerwa obowiązkowa – pewien odsetek krótkoterminowego kapitału napływającego do gospodarki musi być utrzymywany jako depozyt w walucie krajowej przez określony czas	Podatki, ograniczenia w odpływach kapitału
Opodatkowanie napływów kapitału	Obowiązkowe akceptacje przez określone organy transakcji kapitałowych
Wymóg minimalnego czasu, na jaki kapitał napływa do gospodarki	Zakaz eksportu kapitału
Obowiązkowe akceptacje przez określone organy transakcji kapitałowych	
Zakaz importu kapitału	

Źródło: *International Finance and Development*, ed. J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones, Zed Books, 2007; G. Epstein, I. Grabel, K.S. Jomo, *Capital Management Techniques in Developing Countries*, [w:] J.A. Ocampo, J. Stiglitz, *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University, New York 2008.

New York 2008; G.A. Epstein, *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar Press, Cheltenham 2005.

³⁷ F.E. Warnock, *Doubts About Capital Controls*, Council on Foreign Relations, New York, 2011, s. 7.

³⁸ I. Massa, *Capital controls in a global economy: In search of a coordinated truce*, Overseas Development Institute, 03.2011, s. 1.

³⁹ K.P. Gallagher, *Policy space to prevent and mitigate financial crises in trade and investment agreements*, G-24 Discussion Paper Series No. 58, UNCTAD May 2010, s. 3, <http://www.g24.org/Publications/Dpseries/58.pdf>.

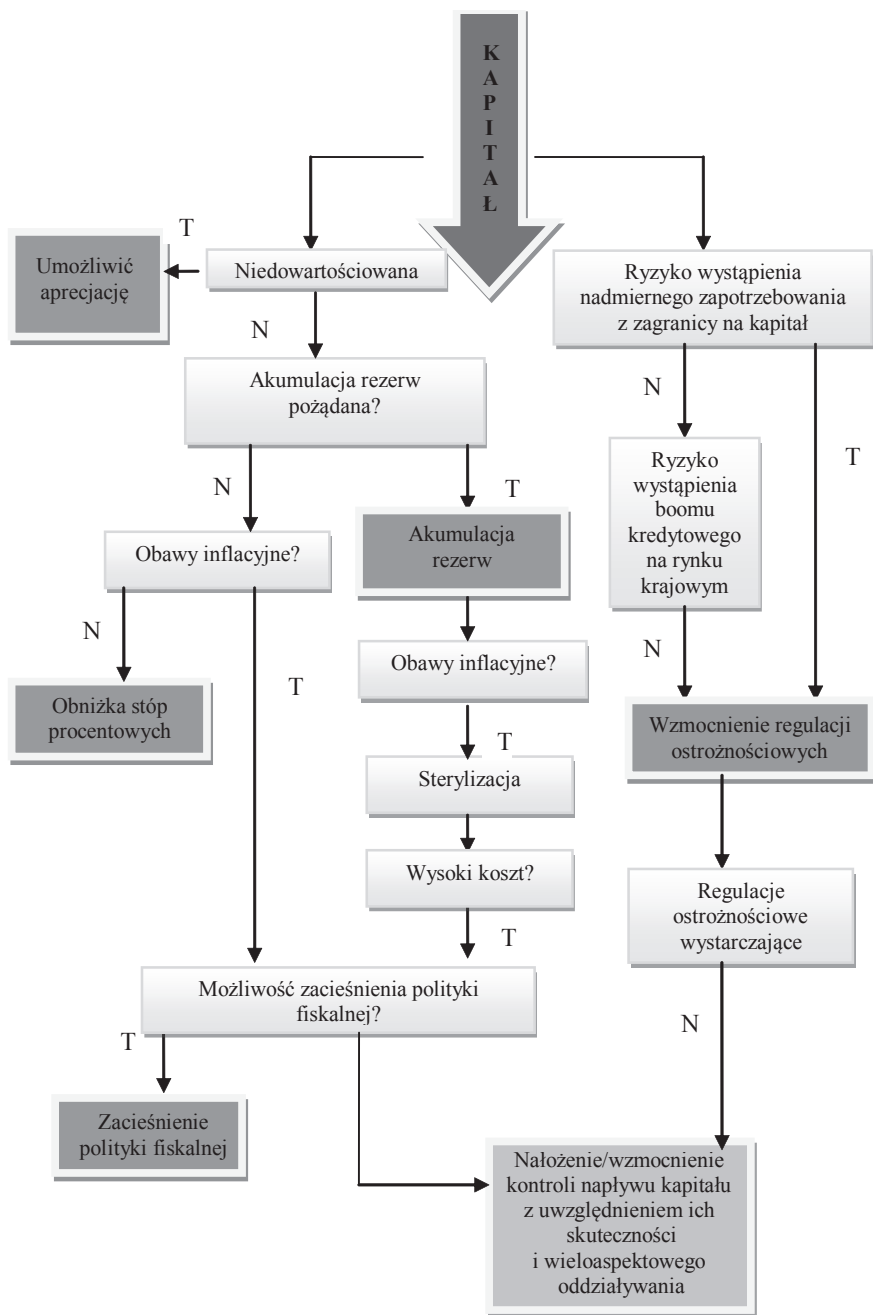
Ostatnia fala napływu kapitału do gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się spowodowała sporą aprecjację ich walut, np. real brazylijski umocnił się od 2009 r. w stosunku do dolara amerykańskiego o 38%. Słaby dolar i niskie stopy procentowe w USA spowodowały napływ taniego pieniądza na inne rynki. W rezultacie wiele krajów zdecydowało się na zaostrzenie lub wprowadzenie różnych form kontroli przepływów kapitału: np. w Brazylii zwiększono o 2% stawkę opodatkowania inwestycji zagranicznych w obligacje o stałej stopie dochodu, podczas gdy w Tajlandii wprowadzono podatek od zysków kapitałowych inwestorów zagranicznych w wysokości 15%. W 2008 r. Kolumbia podwyższyła z 40 do 50% rezerwę obowiązkową dla inwestycji portfelowych. W Indonezji natomiast zostały wprowadzone ograniczenia ilościowe w napływie kapitału (krótkoterminowe pożyczki zagraniczne w 2010 r. mogły stanowić jedynie 30% kapitału) oraz wymagania odnośnie do rezerwy obowiązkowej. Inne kraje, jak np. Rosja, rozważają wprowadzenie środków kontroli przepływu kapitału celem zapobiegania możliwej w przyszłości aprecjacji waluty⁴⁰.

Tabela 6. Ocena efektywności kontroli przepływów kapitału w wybranych krajach

	Zmniejszenie wielkości przepływu kapitału?	Zmiana struktury przepływów?	Zmniejszenie presji na kurs walutowy?	Czy polityka pieniężna stała się bardziej niezależna?
KONTROLA NAPŁYWÓW				
Brazylia	trudno stwierdzić	tak	nie	trudno stwierdzić
Chile	trudno stwierdzić	tak	trudno stwierdzić	tak
Kolumbia (1993)	tak	tak	tak	tak
Kolumbia (2007)	nie	tak		
Czechy	nie	tak		
Malezja (1989)	tak	tak		
Malezja (1994)	tak	tak	tak	tak
Tajlandia	tak	tak	tak	tak
Chorwacja		tak		
KONTROLA ODPLYWÓW				
Malezja (1998)			trudno stwierdzić	tak
Hiszpania	trudno stwierdzić		trudno stwierdzić	
Tajlandia	tak		tak	tak
Analiza wielu krajów	tak	tak	tak	nie

Źródło: N. Magud, C.M. Reinhart, *Capital controls: An evaluation*, NBER Working Paper 11973, Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research 2006, s. 24.

⁴⁰ I. Massa, *Capital controls in a global economy: In search of a coordinated truce*, Overseas Development Institute, 03.2011, s. 1.



Rys. 3. Jak sobie radzić ze znacznym napływem kapitału? Rozważania makroekonomiczne i ostrożnościowe

Źródło: J.D. Ostry i in., *Capital flows: The role of controls*, IMF Staff Position Note 2010, s. 7.

Popularnym sposobem kontroli napływów kapitału jest opodatkowanie krótkoterminowych inwestycji. Efektywność⁴¹ tego środka jest dyskusyjna. Jego wprowadzenie jest niełatwe, a sektor prywatny zwykle znajdzie sposób na ominięcie regulacji⁴². Trudno jednak określić realny poziom efektywności stosowania kontroli przepływów kapitału, gdyż nie istnieje jeden sposób jej analizowania. Skuteczność badań nad efektywnością kontroli warunkuje szereg czynników: częstotliwość zbierania danych, różnice między poszczególnymi krajami we wprowadzaniu, egzekwowaniu i obecności w prawie krajowym regulacji dotyczących przepływów kapitałowych oraz częstotliwość zmian w systemie kontroli⁴³.

Badania empiryczne⁴⁴ dowodzą, że wprowadzenie kontroli przepływów kapitału⁴⁵ może wpływać na ich wielkość oraz strukturę, czas pozostawiania kapitału w gospodarce, w mniejszym stopniu na obniżanie presji na kurs walutowy i w niewielkim stopniu przyczynia się do poprawy stopnia niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Na rys. 3 przedstawiono schemat postępowania w przypadku nadmiernych napływów kapitału do kraju przyjmującego.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy uznaje restrykcje odnośnie do przepływu kapitału za narzędzia służące do zarządzania przepływami kapitałowymi, pod warunkiem że zostaną wprowadzone czasowo, gospodarka danego kraju znajduje się na poziomie zbliżonym do potencjału, poziom rezerw jest odpowiedni, a kurs walutowy nie jest niedowartościowany⁴⁶. Należy podkreślić, że obecnie w zglobalizowanym świecie decyzje podejmowane na poziomie jednego kraju mają wpływ na inne kraje.

Kraj, decydując się na wprowadzenie kontroli przepływów kapitału, musi mieć na uwadze, że inne kraje mogą podążać za jego przykładem, powodując globalne ożywienie i zwiększając globalną nierównowagę⁴⁷. Konieczna jest koordynacja działań i kooperacja między krajami rozwijającymi się w ustalaniu restrykcji w zakresie przepływu kapitału, aby zapobiegać jego przekierowaniu do innych gospodarek⁴⁸.

⁴¹ Miarą efektywności kontroli kapitału jest osiągnięcie specyficznych celów, np. ograniczenie wielkości napływów kapitału celem zapobiegania aprecjacji waluty, zróżnicowanie struktury napływów kapitału (aby zminimalizować ryzyko wystąpienia *sudden stops*) czy też wzmocnienie polityki monetarnej, szerzej na ten temat: K. Habermeier, A. Kokenyne, Ch. Baba, *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies In Managing Large Inflows*, IMF Staff Discussion Note, 5.08.2011, s. 5-19.

⁴² G. Calvo, wyd. cyt., s. 6.

⁴³ K. Habermeier, A. Kokenyne, Ch. Baba, wyd. cyt., s. 9-10.

⁴⁴ Tamże, s. 5-19. W opracowaniu analizowano kontrolę kapitału w takich krajach, jak Brazylia, Tajlandia, Kolumbia, Malezja.

⁴⁵ Kontrola wielkości oraz struktury napływów i odpływów.

⁴⁶ J.D. Ostry i in., wyd. cyt.

⁴⁷ I. Massa, wyd. cyt., s. 2.

⁴⁸ G. Calvo, wyd. cyt., s. 7.

6. Podsumowanie

Napływ kapitału w postaci inwestycji do krajów cierpiących na jego niedobór jest bardzo istotny dla ich dalszego rozwoju gospodarczego. Niemniej jednak nie należy zapominać, że kraj nie powinien za wszelką cenę dążyć do uzależnienia się od jego napływu, ponieważ kapitał, jak dowodzi literatura przedmiotu, nie jest dany gospodarce raz na zawsze. Istnieje bowiem ryzyko, że w czasie dekonjunktury kapitał przestanie napływać – może nawet zacząć odpływać, a w czasie dobrej koniunktury nadmierny napływ pieniądza do gospodarki spowoduje jej przegrzanie.

W ostatniej dekadzie rośnie znaczenie krajów rozwijających się w gospodarce światowej. Rośnie też wartość przepływów kapitałowych między krajami wysoko rozwiniętymi a gospodarkami wschodzącymi i zwiększa się rola tych drugich w światowym rynku finansowym. Gospodarki wschodzące w 2012 r. nadal będą atrakcyjne dla zagranicznych inwestorów. Chiny (nieprzerwanie od 2007 r. zajmują I miejsce), Indie (skok o 1 pozycję w porównaniu z wcześniejszą edycją rankingu) i Brazylia to państwa najwyższej sklasyfikowane w rankingu firmy konsultingowej AT Kearney, *FDI Confidence Index*. Raport przygotowywany przez tę firmę szacuje przyszłe oczekiwania co do napływów BIZ do danej gospodarki, mierząc wpływ takich czynników, jak polityczne, ekonomiczne i regulacyjne uwarunkowania względem BIZ. Chiny są postrzegane lepiej przez 34% zagranicznych inwestorów, Indie przez 37%, a Brazylia przez 46% w porównaniu z edycją z roku 2010. Ważnym czynnikiem sprzyjającym napływowi inwestycji do krajów rozwijających się jest rozrastająca się klasa średnia ze zwiększającymi się zarobkami, co sprawia, że rośnie siła nabywcza i popyt wewnętrzny mieszkańców stymulowany przez migrację do miast. Pomimo załamania gospodarczego, w 2010 r. tylko do Chin trafiło ponad 105 mld USD z tytułu BIZ, niemal tyle samo co w 2008 r. – dotychczas rekordowym pod względem napływu inwestycji bezpośrednich. Świadczy to o wzroście zaufania do krajów rozwijających się oraz o tym, że ich szanse na zajmowanie znaczącej pozycji na arenie światowej ciągle rosną.

Literatura

- Agénor P.-R., *The surge in capital flows: analysis of 'pull' and 'push' factors*, "International Journal of Finance and Economics" 1998, vol. 3.
- Agosin M.R., *Capital flows and macroeconomic policy in emerging economies*, Inter-American Development Bank, 2006.
- Alfaro L, Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., *Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation*, "Review of Economics and Statistics" 2008, vol. 90(2).
- Al-Jasser M., Banafé A., *Capital flows and financial assets in emerging markets: determinants, consequences and challenges for central banks*, BIS Papers no. 44, 2008.

- Byrne J., Fiess N., *International Capital Flows to Emerging and Developing countries: National and Global Determinants*, Glasgow 2011.
- Calvo G.A., *Capital Inflows, Liquidity and Bubbles*, Columbia University 2011.
- Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C.M., *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors*, IMF Staff Papers 1993, vol. 40.
- Calvo G.A., Reinhart C., *When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options*, MPRA Paper 6982, 2000.
- Chinn M.D., Ito H., *A new measure of financial openness*, "Journal of Comparative Policy Analysis", 2008, vol. 10(3).
- Clark E., Jokung O., *Risk Aversion, Wealth and International Capital Flows*, Review of International Economics, January 1998, <http://ssrn.com/abstract=62388>.
- Epstein G., Grabel I., Jomo K.S., *Capital Management Techniques in Developing Countries*, [w:] J.A. Ocampo, J. Stiglitz, *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University, New York 2008.
- Epstein G.A., *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar Press, Cheltenham 2005.
- Feldstein M., Horioka Ch., *Domestic saving and international capital flows*, "Economic Journal" 1980, vol. 90(358).
- Felices G., Orskaug B., *Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: A maximum-likelihood disequilibrium approach*, Bank of England, Working Paper no. 354, November 2008.
- Ferrucci G., Herzberg V., Soussa F., Taylor A., *Understanding capital flows to emerging market economies. Financial Stability Review*, Bank of England 2004.
- Forbes K.J., Warnock F.E., *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrench*, 2011.
- Frankel J.A., *The effect of monetary policy on real commodity prices*, Asset Prices and Monetary Policy, ed. J.Y. Campbell, University of Chicago, NBER Working Paper no. 12713, 2008.
- Gabor D., *Paradigm shift? A critique of the IMF's new approach to capital controls*, Bristol Business School 2011, <http://carecon.org.uk/DPs/1109.pdf>.
- Gallagher K.P., *Policy space to prevent and mitigate financial crises in trade and investment agreements*, G-24 Discussion Paper Series no. 58, UNCTAD, May 2010, <http://www.g24.org/Publications/Dpseries/58.pdf>.
- Global Economic Turmoil Having Dramatic Effects on Capital Flows to Developing Countries*, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22216950~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>.
- Global FDI in decline due to the financial crisis and a further drop expected*, UNCTAD Investment Brief 2009, no. 1.
- Habermeier K., Kokenyne A., Baba Ch., *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies In Managing Large Inflows*, IMF Staff Discussion Note, 5.08.2011.
- Hagen von J., Zhang H., *Financial Development and International Capital Flows*, 2007, http://www.mysmu.edu/faculty/hpzhang/pdfs/Zhang_FDICF.pdf.
- International Finance and Development*, ed. J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones, Zed Books 2007.
- Jadhav N., *Exchange Rate Regime And Capital Flows: The Indian Experience*, Bank of England 2005, http://www.drnarendrajadhav.info/drnjadhav_web_files/speeches/Exchange%20Rate%20Regime%20Capital%20Flow.pdf.
- Jongwanich J., Gochoco-Bautista M.S., Lee J.-W., *When are capital controls effective? Evidence from Malaysia and Thailand*, ADB Economics Working Paper Series, 03.2011.
- Kim S., Yong Yang D., *The impact of capital inflows on asset prices in emerging asian economies: Is too much money chasing too little good?*, "Open Economies Review", 2011.

- Lucas R.E., *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* "American Economic Review" 1990, vol. 80.
- Magud N., Reinhart C.M., *Capital controls: An evaluation*, NBER Working Paper 11973, Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research 2006.
- Massa I., *Capital controls in a global economy: In search of a coordinated truce*, Overseas Development Institute, 03.2011, s. 1.
- MFW: Kapital to też ryzyko*, 18.04.2011, <http://www.parkiet.com/artukul/1042173.html>, 14.09.2011
- Mody A., Taylor M., Kim J., *Modelling economic fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets*, "International Journal of Finance and Economics" 2001, vol. 6.
- North D.C., *Economic performance through time*, "American Economic Review" 1994, vol. 84(3).
- Ocampo J. A., Palma J.G., *The Role of Preventive Capital Account Regulations*, [w:] J.A. Ocampo, J. Stiglitz, *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press, New York 2008.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi S., Reinhart B.S., *Capital inflows: The role of controls*, IMF Staff Position Note, SPN 10/04, Washington, 02.2010.
- Program wspierania inwestycji o istotnym znaczeniu dla polskiej gospodarki na lata 2011-2020*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa, listopad 2010.
- Ralhan M., *Determinants of capital flows: A cross-country analysis*, University of Victoria, Department of Economics 2006.
- Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Strategy, Policy, and Review Department, Międzynarodowy Fundusz Walutowy 2011.
- Reinhart C.M., Reinhart V.R., *Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present*, NBER Working Papers no.14321, 2008.
- Rottenberg A.D., Warnock F.E., *Sudden flight and true sudden stops*, NBER Working Paper no. 12726, 2006.
- Skovgaard Paulsen L., Haufbauer G.C., *Foreign Direct Investment In Times of Crisis*. Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics, Washington, 2011.
- Stiglitz J.E., *Globalization and Its Discontents*, New York, Norton, 2002.
- Warnock F.E., *Doubts About Capital Controls*, Council on Foreign Relations, New York 2011.
- World Investment Report 2009: *Transnational Corporation, Agricultural Production and Development*.
- Żywiecka H., *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Warszawa 2002.

GLOBAL CAPITAL FLOWS IN THE TIME OF THE CRISIS. THE SIGNIFICANCE OF DEVELOPING COUNTRIES IN CAPITAL FLOWS

Summary: The main goal of this article is to discuss the issues associated with global capital flows to countries at the low level of economic development, as well as to analyze the impact of global economic crisis on capital flows – especially on the foreign direct investments (FDI). International capital flows, being one of the signs of advanced globalization, liberalization and international financial market integration processes, play a key role in forming phenomena that are taking place in global economy and influence the economic situation of every country. During the last years, we could observe a change in geographical concentration of FDI – the loss of the considerable majority in terms of an inflow of capital through the developed

countries in favor of developing ones, which is especially visible during the current economic breakdown. The text also presents a problem of the control of capital flows, applied by some countries in order to avoid the imbalance in the balance of payments, excessive appreciation of currency, what we start to discuss particularly during the economic slump. The growing role of developing countries in economy will contribute to the increase of capital inflows to these regions. A progressive economic convergence will be supporting it among so far poor countries – mainly from Asia and South America – and the rich European countries and the United States. This paper was written basing on the literature review and a statistical analysis of quantitative data and descriptive analysis of qualitative data.

Key words: international capital flow, foreign direct investment (FDI), developing countries, BRIC, economic crisis.