

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

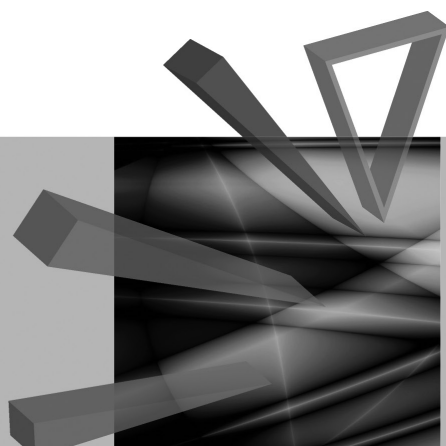
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

315

Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie

Tom 2



Redaktorzy naukowi

Jan Rymarczyk

Małgorzata Domiter

Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Barbara Majewska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-404-2 (tom 2)

ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Magdalena Nawrot, Marta Ostrowska, Nikolett Siklosi , Wpływ integracji w ramach strefy euro na konkurencyjność gospodarki narodowej w ujęciu międzynarodowym w kontekście kryzysu	11
Michał Nowicki , Konkurencyjność Unii Europejskiej a kryzys zadłużeniowy strefy euro	22
Alina Nychyk , Problem rozszerzenia Unii Europejskiej na przykładzie Ukrainy	32
Anna Odrobina , Alianse technologiczne w międzynarodowej współpracy badawczo-rozwojowej	41
Paweł Pasierbiak , Ekonomiczne efekty utworzenia strefy wolnego handlu między Unią Europejską i Koreą Południową	52
Sławomir Pastuszka , Wpływ kryzysu gospodarczego na rozwój nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej	63
Karolina Pawlak, Katarzyna Kita , Stan i perspektywy rozwoju handlu zagranicznego produktami rolno-spożywczymi UE i NAFTA	75
Bożena Pera , Wymiana handlowa towarami zaawansowanymi technologicznie w krajach Unii Europejskiej w okresie dekonjunkury gospodarczej (2007-2012)	87
Agnieszka Piasecka-Głuszak , Korzyści z wdrożenia <i>lean management</i> w polskich przedsiębiorstwach w dobie kryzysu – wyniki badań ankietowych.....	99
Waldemar Pierzchlewski , Koncepcje zarządzania formą walki z kryzysem w przedsiębiorstwie	112
Eugeniusz M. Pluciński , Idea wielu prędkości integracji europejskiej – mit czy konieczność? Wybrane aspekty w kontekście zarządzania kryzysem w Eurolandzie	118
Katarzyna Puchalska , Innowacyjność regionu a nakłady na działalność innowacyjną podmiotów z kapitałem zagranicznym.....	131
Lukasz Puślecki , Strategiczne aliane technologiczne w sektorze biofarmaceutycznym – aliane otwartych innowacji	141
Zdzisław W. Puślecki , O niestabilności cen żywności na współczesnym rynku globalnym	150
Magdalena Rudnicka , Globalne tendencje w handlu usługami	162
Piotr Rybicki , Integracja lokalnych rynków gospodarczych w odniesieniu do instytucji klastra gospodarczego	172
Jan Rymarczyk , Internacjonalizacja i globalizacja giełd papierów wartościowych.....	181

Jerzy Rymarczyk , Antykryzysowe działania Europejskiego Banku Centralnego.....	201
Paweł Sekuła , Analiza determinant bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Europie.....	211
Anna Skoczylas , Zewnętrzne determinanty innowacji w Polsce	221
Joanna Skrzypczyńska , Przyczyny braku kompromisu w Rundzie Rozwoju WTO	229
Przemysław Skulski , Wykorzystanie reklamy na międzynarodowym rynku uzbrojenia	237
Tadeusz Sporek , Znaczenie Indii i Chin w globalnej gospodarce.....	252
Ewelina Stachurska-Rak , Argentyński kryzys gospodarczy – scheda peronizmu	260
Michał Staszków , Parki naukowo-technologiczne - miejsce wsparcia innowacyjnego biznesu.....	269
Beata Stępień , Zarządzanie wartością dla klienta w przedsiębiorstwach polskich i międzynarodowych – teoria a wyniki badań empirycznych	278
Agnieszka Szańca , Rola międzynarodowego zarządzania zasobami ludzkimi w projektach wielokulturowych	289
Barbara Szymoniuk , Procesy integracyjne przedsiębiorstw w klastrach w warunkach spowolnienia gospodarczego.....	299
Alina Szypulewska-Porczyńska , Delegowanie pracowników w UE: zasady i analiza empiryczna	308
Paweł Śliwiński , Struktura rachunku finansowego w bilansie płatniczym a zaburzenia na rynku walutowym w Polsce w okresie 2000-2012	319
Bogdan Ślusarz, Aleksandra Mitela-Grzybek , Polityka regionalna Unii Europejskiej i jej wpływ na kształtowanie zrównoważonego rozwoju regionu lubuskiego.....	329
Jowita Świerczyńska, Klemens Budzowski , Instytucja upoważnionego przedsiębiorcy w Unii Europejskiej.....	340
Maciej Walkowski , Dylematy Polski związane z potencjalnym uczestnictwem w europejskim projekcie unii bankowej	351
Zbigniew Wiktor , Wpływ światowego kryzysu na gospodarkę i politykę Chin. Czy można mówić o kryzysie w Chinach?	364
Marta Winiewicz-Bosy , Wpływ kryzysu na wyścigi konne na świecie.....	377
Eugeniusz Wojciechowski, Aldona Podgórnjak-Krzykacz , Jakość rządzenia w warunkach kryzysu	390
Marek Wróblewski , Aktywność pożyczkowa MFW wobec globalnego kryzysu finansowego.....	401
Waldemar Zadworny , Ocena efektywności systemu zarządzania środowiskowego według normy ISO 14001 w przedsiębiorstwach województwa lubelskiego.....	413
Dominika Zenka-Podlaszewska , Rola zarządzania ryzykiem oraz przejrzystości w łańcuchach dostaw w złożonych warunkach gospodarowania.....	425

Wojciech Zysk , Międzynarodowe obroty usługowe w latach 2004-2011	435
Katarzyna Żukrowska , Czynniki integrujące i dezintegrujące rynki regionalne i globalne podczas dekonjunktury na przykładzie kryzysu 2008+ ...	446
Anna Żyła , Charakterystyka azjatyckiego modelu rozwoju gospodarczego w świetle teorii oraz doświadczeń krajów zaliczanych do pierwszej i drugiej generacji „azjatyckich tygrysów”	459

Summaries

Magdalena Nawrot, Marta Ostrowska, Nikolett Siklosi , Impact of integration within the euro zone on the international competitiveness of the national economy in the context of the crisis	20
Michał Nowicki , Competitiveness of the European Union in the context of euro zone debt crisis	31
Alina Nychyk , The problem of the European Union enlargement on the example of Ukraine.....	40
Anna Odrobina , Technology alliance in international R&D cooperation.....	51
Paweł Pasierbiak , Economic effects of the European Union-South Korea free trade agreement.....	62
Sławomir Pastuszka , Impact of the economic crisis on the development of the new Member States of the European Union	74
Karolina Pawlak, Katarzyna Kita , State and growth prospects of foreign trade in agri-food products of the European Union and NAFTA	86
Bożena Pera , International trade of the European Union in high technology products during the economic downturn (2007-2012)	98
Agnieszka Piasecka-Głuszak , The benefits of implementing lean management in Polish enterprises in the era of crisis – survey results.....	111
Waldemar Pierzchlewski , Management conceptions as a form of a fight with a crisis in an enterprise	117
Eugeniusz M. Pluciński , The idea of “multi speed” of European integration: myth or necessity? Selected aspects in the context of the management of crisis within eurozone	130
Katarzyna Puchalska , Innovativeness of a region vs. expenditures on innovative activities of entities with foreign capital.....	140
Łukasz Puślecki , Strategic technology alliances in the biopharmaceutical industry – open innovation alliances	149
Zdzisław W. Puślecki , About the volatility of food prices in the modern global market	161
Magdalena Rudnicka , Global trends in services trade.....	171
Piotr Rybicki , Integration of local economic markets in relation to economic cluster institution	180

Jan Rymarczyk , Internationalization and globalization of stock exchanges ..	200
Jerzy Rymarczyk , Anti-crisis measures of the European Central Bank	210
Paweł Sekuła , An analysis of the determinants of foreign direct investment in Europe.....	220
Anna Skoczylas , International determinants of innovation in Poland.....	228
Joanna Skrzypczyńska , The reasons for the lack of compromise in the negotiations in the WTO Development Round	236
Przemysław Skulski , The use of advertisement on the international arms market	250
Tadeusz Sporek , The importance of India and China in the global economy.	259
Ewelina Stachurska-Rak , The economic crisis in Argentina – legacy of Peronism.....	268
Michał Staszaków , Science and technology parks – support for innovative business.....	277
Beata Stępień , Customer Value Management in Polish and international enterprises – the theory and empiric analysis outcome	288
Agnieszka Szańca , The role of international human resource management in multicultural projects	298
Barbara Szymoniuk , Integrational processes of enterprises in clusters in the conditions of economic downturn	307
Alina Szypulewska-Porczyńska , Posting of workers in the European Union: rules and empirical analysis.....	318
Paweł Śliwiński , Structure of financial account in the balance of payments and foreign exchange market disorders in Poland in the period from 2000 to 2012	328
Bogdan Ślusarz, Aleksandra Mitela-Grzybek , European Union regional policy and its impact on the sustainable development of the Lubuskie region	339
Jowita Świerczyńska, Klemens Budzowski , Authorised economic operator in the European Union	350
Maciej Walkowski , Polish dilemmas regarding a potential participation in the European banking union.....	363
Zbigniew Wiktor , The influence of the world crisis on the economy and policy of China. Is there a crisis in China?	376
Marta Wincewicz-Bosy , Impact of the crisis on horse racing in the world	389
Eugeniusz Wojciechowski, Aldona Podgórnjak-Krzykacz , The quality of governance in the conditions of the crisis.....	400
Marek Wróblewski , International Monetary Fund's lending activity towards the global financial crisis	412
Waldemar Zadworny , Assessment of effectiveness of Environmental Management System in accordance with ISO 14001 in enterprises of the Lublin Voivodeship.....	424

Dominika Zenka-Podlaszewska , The role of risk management and visibility in supply chains under complex economic conditions	434
Wojciech Zysk , International trade in services in the years 2004-2011	445
Katarzyna Żukrowska , Integrating and disintegrating factors of regional and global markets during the downturn of economy on the example of 2008+ crisis.....	458
Anna Żyła , Characteristics of the Asian model of economic development in the light of international relations theories and the economic experience of East Asian tigers	470

Paweł Śliwiński

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

STRUKTURA RACHUNKU FINANSOWEGO W BILANSIE PŁATNICZYM A ZABURZENIA NA RYNKU WALUTOWYM W POLSCE W OKRESIE 2000-2012

Streszczenie: Celem artykułu była empiryczna analiza wpływu występowania zaburzeń na rynku walutowym na zmiany w kompozycji przepływów kapitału w Polsce w latach 2000-2012. Generalnie można stwierdzić, że zaburzenia na rynku walutowym nie miały większego wpływu na inwestycje bezpośrednie. Przepływy kapitału portfelowego charakteryzowały się dużą niestabilnością. W odróżnieniu od dominujących w literaturze obserwacji, udziałowe inwestycje portfelowe były bardzo niestabilne, zachowaniem bardziej przypominały niestabilne inwestycje portfelowe w papiery dłużne niż dość stabilne inwestycje bezpośrednie. Natomiast pozostałe inwestycje pełniły funkcje amortyzatora szoków występujących na rynku kapitałowym, co wskazywałoby bardziej na ich długoterminowy aniżeli krótkoterminowy charakter.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału międzynarodowego, zaburzenia na rynku walutowym, bilans płatniczy.

1. Wstęp

W Polsce nieprzerwanie od 1996 roku występują deficyty na rachunku obrotów bieżących, finansowane poprzez dodatnie saldo rachunku finansowego i kapitałowego. Ogółem w latach 2000-2012 napłynęło netto do Polski 243,9 mld EUR, z czego najwięcej, bo 90,5 mld EUR w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz 73,9 mld EUR w formie inwestycji portfelowych i 45,1 mld EUR w formie pożyczek, kredytów i depozytów (pozostałe inwestycje). Szczegółowe dane na temat kształtowania się bilansu płatniczego Polski, w tym w szczególności na temat przepływów kapitałowych w rozbiciu na ich poszczególne komponenty, przedstawione są na stronie internetowej Narodowego Banku Polskiego¹. Analizując wielkości w ujęciu rocznym, można stwierdzić, że napływ kapitałów z zagranicy był dość stabilny. Miały jednak miejsce korekty wielkości napływającego kapitału, które miały

¹ http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilans_platniczy.html (15.03.2013).

generalnie krótkookresowy charakter. Nagłe i skokowe zmiany w natężeniu oraz kierunku przepływów kapitału międzynarodowego przyczyniały się do występowania zaburzeń na rynku walutowym w postaci nagłych zmian kursu walutowego. Analizując to zjawisko, trzeba mieć na uwadze występowanie zależności obustronnej, polegającej na tym, że również istotne zmiany w natężeniu i kierunku przepływów kapitału międzynarodowego miały miejsce w wyniku dużych zmian nominalnego kursu walutowego. Celem niniejszego artykułu jest empiryczna analiza wpływu występowania zaburzeń na rynku walutowym na zmiany w kompozycji przepływów kapitału w Polsce w latach 2000-2012. Aby przeprowadzić badanie, wyodrębniono okresy, w których miały miejsce istotne zaburzenia na rynku walutowym, oraz przeanalizowano wybrane pozycje bilansu płatniczego (natężenie i kierunki przepływów kapitałowych ujętych w rachunku finansowym) w okresie przed skokową zmianą kursu walutowego, w okresie, w którym taka zmiana miała miejsce, oraz w okresie bezpośrednio następującym po takim zaburzeniu.

2. Kompozycja rachunku finansowego a zmienność kursów walutowych

Struktura przepływów kapitałowych (rachunku finansowego) może mieć bardzo duże znaczenie dla gospodarki danego kraju; po pierwsze, ze względu na wpływ przepływów kapitałowych na wzrost gospodarczy² oraz, po drugie, z uwagi na wpływ struktury napływu kapitału na występowanie zmienności na rynkach walutowych (zaburzenia walutowe, kryzysy walutowe).

Wystąpienie zaburzeń na rynku walutowym (kryzysu walutowego) może się wiązać z pojawieniem się szeregu negatywnych zjawisk w gospodarce. Nagła zmiana kursu walutowego, szczególnie w przypadku obowiązywania uprzednio kursu sztywnego, może spowodować utratę reputacji polityki gospodarczej danego kraju, co może skutkować zmianą postrzegania ryzyka przez inwestorów krajowych i zagranicznych. Zwiększona zmienność kursu walutowego (oznaczająca zwiększenie się ryzyka kursowego) ma swoje odzwierciedlenie w zwiększających się kosztach pozyskania kapitału i utrudnionym dostępie do rynku kapitałowego przez podmioty krajowe. Gwałtowna deprecjacja/dewaaluacja waluty krajowej może również mieć wpływ na zwiększenie się presji inflacyjnej w gospodarce oraz na zmianę innych warunków gospodarowania.

Podczas występowania zaburzeń na rynkach walutowych (a szerzej podczas występowania kryzysu finansowego) należy zakładać znaczne ograniczenie podaży kapitałów na międzynarodowym rynku kapitałowym (na skutek m.in. zwiększenia się

² Tematyka ta opisana jest szczegółowo m.in. w: P. Śliwiński, *Przepływy kapitału międzynarodowego a wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1994-2008*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011.

ryzyka inwestycyjnego) oraz ograniczenie popytu na kapitał. Ograniczenie popytu na kapitał występuje w związku z obniżeniem się wydatków krajowych (w tym wydatków inwestycyjnych) i w związku ze zmianami kursów walutowych, które wpływają nawet na znaczne zmiany w kształtowaniu się salda rachunku obrotów bieżących.

Biorąc powyższe rozważania pod uwagę, należałoby zakładać istotny wpływ zaburzeń na rynku walutowym (i szerzej kryzysów walutowych i finansowych) na zmianę kierunku i siły przepływów kapitału transgranicznego pomiędzy krajami.

W literaturze ekonomicznej podkreśla się, że występują istotne różnice w zachowaniu się poszczególnych komponentów rachunku finansowego podczas zaburzeń na rynku walutowym. W wielu badaniach³ inwestycje bezpośrednie okazały się jak najbardziej stabilną kategorią przepływów kapitałowych. Okazuje się również, że udziałowy kapitał portfelowy odgrywa podobną rolę jak inwestycje bezpośrednie, stabilizując dotychczasowy kierunek przepływów kapitału, w odróżnieniu od dłużnego kapitału portfelowego. Zauważa się, że dłużny kapitał portfelowy, chociaż często zmienia kierunek i siłę przepływów, to jednak dość szybko powraca do wartości sprzed wystąpienia zaburzeń na rynku finansowym. Z kolei pozostałe inwestycje (kapitał dłużny) w sektorze bankowym oraz sektorze publicznym z reguły doświadczają znacznego obniżenia i pozostają obniżone przez dłuższy okres⁴.

Warto jednak wspomnieć, że istnieją w literaturze również poglądy, wsparte badaniami empirycznymi, podające w wątpliwość pogląd zakładający *a priori* większą stabilność kapitału długoterminowego w porównaniu z kapitałem krótkoterminowym, jak również mniejszą zmienność kapitału udziałowego w stosunku do kapitału dłużnego⁵.

3. Identyfikacja zaburzeń na rynku walutowym w Polsce w latach 2000-2012

Pojęcie zaburzeń na rynku walutowym nie jest jednoznaczne. Na potrzeby tego artykułu arbitralnie przyjęto, że występuje ono, gdy średniomiesięczny kurs EUR/PLN zmieniał się o więcej niż 5% w stosunku do średniomiesięcznego kursu z poprzed-

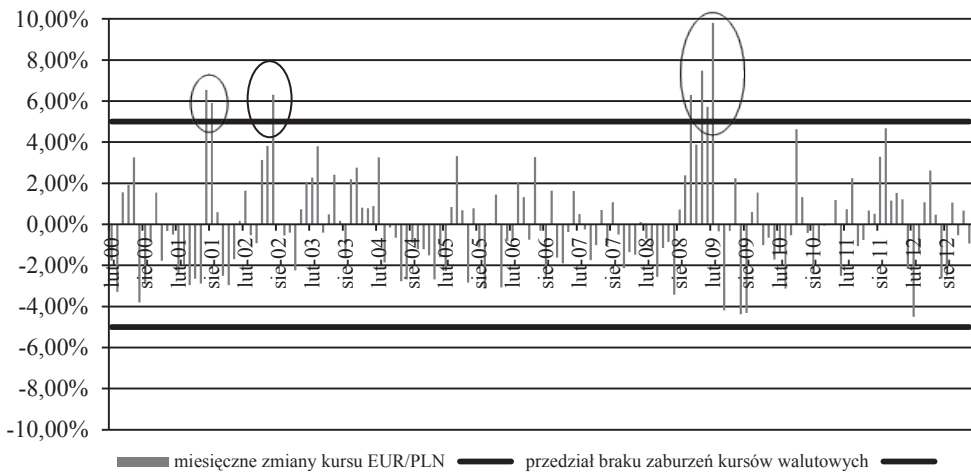
³ M.in.: P. Chuchan, G. Perez-Quiros, H. Popper, *International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ?*, Policy Research Working Paper 1669, World Bank 1996; L. Sarno, M.P. Taylor, *Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: an Empirical Investigation*, "Journal of Development Economics" 1999, vol. 59, no. 2, s. 337-364; R.E. Lipsey, *Foreign Direct Investors in Three Financial Crises*, NBER Working Paper no. 8084, National Bureau of Economics Research 2001; P. Śliwiński, wyd. cyt.

⁴ A. Levchenko, P. Mauro, *Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?*, WP/06/202, International Monetary Fund, 2002.

⁵ Np.: S. Claessens, M.P. Dooley, A. Warner, *Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?*, The World Bank Economic Review, Vol. 9, No. 1, 1995, s. 153-174; K. Rogoff, *International Institutions for Reducing Global Financial Instability*, "Journal of Economic Perspectives" 1999, vol. 13, s. 21-42.

niego miesiąca. Takie podejście nawiązuje pośrednio do definicji kryzysu walutowego, zaproponowanej przez Osbanda i Van Rijckeghema⁶. W swoich badaniach uznali oni, że krótkoterminowe, miesięczne obniżenie się kursu walutowego o więcej niż 10% można uznać za przejaw kryzysu walutowego⁷.

W okresie od 2000 do końca 2012 roku można było zauważyć siedem okresów miesięcznych, w których średniomiesięczny kurs EUR/PLN zmienił się o więcej niż 5% w stosunku do średniomiesięcznego kursu z poprzedniego miesiąca (rys. 1). Na podstawie analizy występowania wskazanych zmian kursu walutowego można wyszczególnić trzy epizody mające charakter zaburzeń na rynku walutowym.



Rys. 1. Średniomiesięczne zmiany kursu EUR/PLN oraz identyfikacja zaburzeń na rynku walutowym w Polsce w okresie 2000-2012.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych ze strony internetowej: <http://www.oanda.com/currency/average>.

Epizod 1: lipiec-sierpień 2001 roku. W tym okresie miała miejsce dość znacząca deprecjacja złotego, spowodowana nałożeniem się dwóch czynników: kryzysu budżetowego i politycznego w Polsce oraz wydarzeń w Ameryce Południowej, szczególnie w związku ze zbliżającym się kryzysem walutowym w Argentynie⁸. Na-

⁶ K. Osband, C. Van Rijckeghem, *Safety from Currency Crashes*, IMF Staff Papers, "Palgrave Macmillan Journals" 2000, vol. 47(2).

⁷ Przy jednoczesnym przekroczeniu przez poziom wskazanej skokowej deprecjacji średniej miesięcznej deprecjacji, która miała miejsce od 14 do 3 miesiąca przed wystąpieniem kryzysu walutowego powiększonej o podwójne odchylenie standardowe w okresie od 26 do 3 miesiąca przed jej wystąpieniem. Por.: tamże.

⁸ W lipcu 2001 roku agencje ratingowe informowały, że w „najbliższej przyszłości” Argentyna może stać się krajem niewypłacalnym. W rzeczywistości stało się to w grudniu 2001 roku.

głe załamanie złotego miało miejsce 6 lipca. W ciągu zaledwie kilku godzin złoty osłabił się w stosunku do dolara i euro o około 5% i był to największy jednodniowy spadek złotego w ciągu ostatnich kilku lat⁹. Takie zachowanie się kursu złotego związane było, po pierwsze, ze wzrostem niepokoju inwestorów, związanym z głosowaniem nad wotum nieufności dla ministra skarbu (kryzys polityczny), na co nałożyły się kłopoty budżetowe związane z większym niż oczekiwano deficytem w Polsce (kryzys budżetowy), po drugie, na początku lipca wystąpiło w Polsce zjawisko przenoszenia załamań na rynku walutowym pomiędzy krajami należącymi do grupy tzw. gospodarek wschodzących (m.in. impulsy kryzysowe z Brazylii, Argentyny i Turcji).

Epizod 2: lipiec 2002 roku. W lipcu 2002 roku kluczowe znaczenie dla kształtowania się wartości złotego miały wydarzenia związane ze zmianą na stanowisku ministra finansów¹⁰. Zagraniczni inwestorzy obawiali się wcześniejszych wypowiedzi kandydata na to stanowisko, G. Kołodki, który w swoim artykule z maja 2002 roku proponował zdewaluowanie złotego do poziomu 4,35 za euro, a następnie usztywnienie kursu na tym poziomie aż do momentu wejścia Polski do EMU. Niepokój inwestorów powiększył raport agencji ratingowej Standar & Poor's, która uznała, że średnioterminowa perspektywa fiskalna Polski stała się niepewna, po pierwsze, z uwagi na dymisję dotychczasowego ministra finansów, M. Belki, a po drugie, z powodu projektu budżetu na 2003 rok, który zakładał wyższy od oszacowanego wcześniej poziom deficytu budżetowego. W związku z tym agencja Standard & Poor's obniżyła w lipcu długoterminowy rating dla obligacji denominowanych w PLN z A+ do A. Warto zaznaczyć, że po wypowiedziach nowego ministra finansów, z których wynikało m.in., że nie będzie on zwiększał wydatków budżetowych oraz wprowadzał niekonwencjonalnych rozwiązań w polityce kursowej, rynki finansowe dość szybko się uspokoiły.

Epizod 3: październik 2002 – luty 2009 roku. W drugiej połowie 2008 roku i na początku 2009 wszystkie waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które charakteryzowały się kursem płynnym, dotknęła bardzo silna deprecjacja związana z eskalacją globalnego kryzysu finansowego, skutkująca wzrostem awersji do ryzyka i odpływem kapitału zagranicznego z tych krajów. Oprócz czynników globalnych w kierunku osłabienia złotego oddziaływały także informacje o pogarszaniu się salda na rachunku obrotów bieżących w Polsce oraz oczekiwania wskazujące na głębsze niż wcześniej zakładano spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2009 roku, w obliczu przybierającej na sile recesji w gospodarce światowej¹¹. Złoty był w lutym

⁹ K. Piech, *Trzy generacje kryzysów walutowych a obecna sytuacja gospodarcza Polski*, [w:] *Dobre i złe strony transformacji w Polsce*, red. J. Tarajkowski, S. Jankiewicz, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu nr 24, Poznań 2002, s. 93-106.

¹⁰ *Analiza miesięczna TMS – lipiec*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Polska-Analiza-miesieczna-TMS-Lipiec-468260.html>.

¹¹ *Raport o inflacji. Luty 2009*, Narodowy Bank Polski – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, luty 2009, s. 51.

2009 roku słabszy o ponad 30% wobec euro i prawie 50% wobec dolara w stosunku do lipca 2008 roku. W drugiej połowie lutego 2009 roku nastąpiło odwrócenie trendu deprecjacyjnego nominalnego kursu złotego, jak i innych walut regionu, względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. W kierunku aprecjacji złotego oddziaływały przede wszystkim czynniki globalne, w tym spadek awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, prowadzący do poprawy nastawienia uczestników rynku względem walut gospodarek wschodzących. Nie bez znaczenia była również oczekiwana poprawa salda rachunków bieżących, co postrzegane mogło być jako oznaka przywracania równowagi zewnętrznej¹².

4. Zmiany w kształtowaniu się nierównowag w bilansie płatniczym w okresach występowania zaburzeń na rynku walutowym w Polsce w latach 2000-2012

W tabeli 1 przedstawiono kształtowanie się średniomiesięcznych przepływów kapitałowych w trzech okresach: w kwartale bezpośrednio poprzedzającym wystąpienie zaburzenia na rynku walutowym, w okresie, w którym zaburzenie to miało miejsce, oraz w kwartale bezpośrednio po wygaśnięciu podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Analizując strumienie przepływów kapitałowych w poszczególnych epizodach walutowych, warto zwrócić uwagę na następujące zależności:

1. W epizodzie z 2001 roku można zauważyć spadek napływu netto kapitału do Polski zarówno w okresie znacznego osłabienia się złotego, jak i w okresie bezpośrednio po nim następującym. Trzeba zaznaczyć, że zachowanie się poszczególnych kategorii rachunku finansowego nawet znacznie się różniło. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie obniżyły się wprawdzie nieznacznie w okresie niepokojów na rynku walutowym, ale już w kolejnych miesiącach kontynuowały trend wznoszący. Natomiast inwestycje portfelowe w okresie bezpośrednio poprzedzającym skokową deprecjację złotego odpływały z Polski, będąc z pewnością czynnikiem wyprzedzającym wystąpienie zaburzenia na rynku walutowym. Co ciekawe, wraz z obniżeniem się wartości złotego kapitał portfelowy powrócił do Polski, jednak wraz ze wzmacnianiem się złotego znów dominował jego odpływ. Pozostałe inwestycje (kredyty i pożyczki) pozostały nieznacznie dodatnie w okresie zwiększenia się ryzyka kursowego, ale bezpośrednio po tym okresie miał miejsce odpływ tej formy kapitału z Polski. Wśród poszczególnych kategorii kredytów i pożyczek warto zauważyć podobne do inwestycji bezpośrednich zachowanie pożyczek i kredytów udzielanych przez nierezydentów sektorowi prywatnemu. Z kolei pozostałe inwestycje w sektorze bankowym charakteryzowały się zmianą kierunku przepływów w okresie pod-

¹² *Raport o inflacji. Czerwiec 2009*, Narodowy Bank Polski – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, czerwiec 2009, s. 50.

Tabela 1. Kształtowanie się średniomiesięcznych przepływów kapitałowych w kwartale bezpośrednio poprzedzającym wystąpienie zaburzenia na rynku walutowym, w okresie, w którym zaburzenie to miało miejsce, oraz w kwartale mającym miejsce bezpośrednio po wygaśnięciu podwyższonej zmienności na rynku walutowym

		Epizod 1 (2001)		Epizod 2 (2002)		Epizod 3 (2008-2009)	
		<i>mln EUR</i>	<i>zmiana</i>	<i>mln EUR</i>	<i>zmiana</i>	<i>mln EUR</i>	<i>zmiana</i>
Rachunek finansowy	kwartał przed (średnia miesięczna)	492,7	dana wyjściowa	279,3	dana wyjściowa	1017,7	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	155,0	-69%	1698,0	508%	1080,2	6%
	kwartał po (średnia miesięczna)	-324,0	zmiana kierunku	410,7	-76%	1340,3	24%
inwestycje bezpośrednie (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	345,7	dana wyjściowa	299,7	dana wyjściowa	253,3	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	253,5	-27%	299,0	0%	621,4	145%
	kwartał po (średnia miesięczna)	798,7	215%	219,3	-27%	80,7	-87%
Inwestycje portfelowe ogółem	kwartał przed (średnia miesięczna)	-363,6	dana wyjściowa	131,3	dana wyjściowa	382,0	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	113,5	zmiana kierunku	-124,0	zmiana kierunku	-693,4	zmiana kierunku
	kwartał po (średnia miesięczna)	-179,0	zmiana kierunku	-80,0	215%	705,7	zmiana kierunku
inwestycje portfelowe udziałowe (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	-26,3	dana wyjściowa	-103,7	dana wyjściowa	153,7	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	24,0	zmiana kierunku	-221,0	113%	-220,6	zmiana kierunku
	kwartał po (średnia miesięczna)	-55,0	zmiana kierunku	-66,7	-70%	-273,3	24%
inwestycje portfelowe dłużne (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	-337,3	dana wyjściowa	235,0	dana wyjściowa	228,3	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	89,5	zmiana kierunku	97,0	-59%	-472,8	zmiana kierunku
	kwartał po (średnia miesięczna)	-124,0	zmiana kierunku	-13,3	zmiana kierunku	979,0	zmiana kierunku
Pozostałe inwestycje ogółem	kwartał przed (średnia miesięczna)	357,3	dana wyjściowa	-59,0	dana wyjściowa	458,3	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	60,0	17%	1583,0	zmiana kierunku	1517,6	331%
	kwartał po (średnia miesięczna)	-1435,4	zmiana kierunku	366,6	23%	645,3	43%
pozostałe – sektor publiczny (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	-116,0	dana wyjściowa	-200,0	dana wyjściowa	-1559,7	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	-50,0	-57%	184,0	zmiana kierunku	-1 268,6	-19%
	kwartał po (średnia miesięczna)	-1 356,0	2612%	352,0	91%	83,0	zmiana kierunku
pozostałe – sektor bankowy (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	136,0	dana wyjściowa	21,3	dana wyjściowa	1831,3	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	-82,5	zmiana kierunku	1 298,0	5984%	2 302,2	26%
	kwartał po (średnia miesięczna)	-461,7	460%	73,3	-94%	509,3	-78%
pozostałe – sektor prywatny niebankowy (netto)	kwartał przed (średnia miesięczna)	337,3	dana wyjściowa	119,7	dana wyjściowa	186,7	dana wyjściowa
	epizod (średnia miesięczna)	192,5	-43%	101,0	-16%	484,0	159%
	kwartał po (średnia miesięczna)	382,3	99%	-58,7	zmiana kierunku	53,0	-89%

Źródło: obliczenia własne na podstawie bazy danych ze strony: http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilans_platniczy.html.

wyższego ryzyka na rynku walutowym oraz kontynuacją odpływu w okresie bezpośrednio następującym po tym okresie.

2. Krótkotrwały epizod 2002 roku charakteryzował się dużym obniżeniem się salda rachunku obrotów finansowych w kwartale bezpośrednio poprzedzającym znaczącą deprecjację złotego w stosunku do poprzedzających ten kwartał miesięcy 2002 roku (średniomiesięcznie z 987 do 279 mln euro). Jednak w miesiącu, w którym miała miejsce znaczna deprecjacja złotego, saldo rachunku finansowego było rekordowo wysokie (najwyższe od kwietnia 2000 roku). Odpowiedzialne za taką sytuację były przepływy kapitału bankowego, które stanowiły 83% rachunku finansowego. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne podczas epizodu z 2002 roku nie zmieniły kierunku przepływów, były w miarę stabilne i zachowały się podobnie jak podczas zaburzeń kursowych w roku poprzednim. Udziałowe inwestycje portfelowe odpływały z Polski we wszystkich analizowanych okresach, natomiast dłużne inwestycje portfelowe zmieniły kierunek napływu w miesiącu, w którym miała miejsce skokowa deprecjacja złotego, oraz generalnie kontynuowały odpływ w kolejnych miesiącach, charakteryzując się przy tym dużą zmiennością. W grupie pozostałych inwestycji, poza wspomnianymi wcześniej kredytami bankowymi, na uwagę zasługują przepływy kapitału dłużnego sektora prywatnego. W odróżnieniu od poprzedniego epizodu, w okresie po wystąpieniu zaburzenia walutowego wykazywały się one dużą niestabilnością, zmieniając często kierunki przepływów.

3. Podczas najdłużej trwającego okresu niestabilności na rynku walutowym w Polsce, tzn. na przełomie 2008 i 2009 roku, skutkującego około 40% deprecjacją złotego wobec euro, saldo rachunku finansowego charakteryzowało się dość zaskakującą stabilnością. Nie oznacza to jednak, że poszczególne kategorie przepływów kapitałowych nie wykazywały dużej zmienności. W szczególności inwestycje portfelowe zmieniały kierunek przepływów w zależności od kierunku zmian kursu złotego. Wraz z gwałtownym i nagłym spadkiem jego wartości, inwestorzy portfelowi zaczęli wycofywać środki z naszego kraju, przy czym napływ dłużnych inwestycji portfelowych powrócił wraz z uspokojeniem się sytuacji na rynku walutowym. Warto zwrócić uwagę, że podczas tego epizodu odpływ kapitału portfelowego amortyzowały pozostałe inwestycje, w szczególności napływ kapitału dłużnego w sektorze bankowym, który stabilizował sytuację na rynku finansowym. Podobnie zachowywały się z kolei międzynarodowe inwestycje bezpośrednie oraz przepływy kapitału dłużnego w sektorze prywatnym. Obniżenie się napływu w tych kategoriach nastąpiło dopiero po zakończeniu zaburzeń na rynku walutowym, co wskazuje, że istnieje pewna inercja charakteryzująca tę kategorię przepływów kapitałowych. Na koniec warto wskazać, że w utrzymaniu salda rachunku finansowego na zbliżonym poziomie w okresie bezpośrednio następującym po zaburzeniach na rynku walutowym pomogły operacje Narodowego Banku Polskiego, który zaprzestał w tym terminie przeprowadzania pasywnych transakcji *repo*, obniżających zobowiązania zagraniczne banku.

5. Podsumowanie

Analiza trzech epizodów scharakteryzowanych jako zaburzenia na rynku finansowym, które miały miejsce w Polsce pomiędzy 2000 a 2012 rokiem, wskazała dość wyraźne różnice w zachowaniu się poszczególnych kategorii przepływów finansowych. Mimo że każdy z analizowanych epizodów charakteryzował się różną reakcją przepływów kapitałowych na wystąpienie niepokojów na rynku walutowym, pokusić się można o sformułowanie kilku ogólnych uwag.

Zgodnie z tzw. stylizowanymi faktami (*stylized facts*) generalnie można stwierdzić, że zaburzenia na rynku walutowym nie miały większego wpływu na inwestycje bezpośrednie. W żadnym przypadku nie spowodowały one ich odpływu, a tylko po wystąpieniu epizodu z przełomu 2008 i 2009 roku nastąpiło ich znaczące zmniejszenie, trwające około pół roku.

Przepływy kapitału krótkoterminowego (inwestycje portfelowe) charakteryzowały się dużą niestabilnością. Zamykanie otwartych pozycji przez inwestorów ma miejsce z chwilą zrealizowania oczekiwanych stóp zwrotu lub w momencie nieakceptowania przez nich ryzyka rynkowego. Z jednej strony dezinvestycje dokonywane w sposób „stadny” doprowadziły do skokowego obniżenia się wartości waluty krajowej, ale z drugiej strony zwiększanie się ryzyka inwestycyjnego nie zachęcało inwestorów do nowych inwestycji. Dopiero wraz z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, w tym zmniejszeniem się ryzyka kursowego, inwestorzy portfelowi kupowali papiery wartościowe w Polsce. Warto również dodać, że w odróżnieniu od dominujących w literaturze obserwacji, udziałowe inwestycje portfelowe były bardzo niestabilne, przypominały swoim zachowaniem bardziej niestabilne inwestycje portfelowe w papiery dłużne, a mniej dość stabilne inwestycje bezpośrednie.

Pozostałe inwestycje z kolei pełniły funkcje amortyzatora szoków występujących na rynku kapitałowym, co wskazywałoby bardziej na ich inwestycyjny (długoterminowy) aniżeli spekulacyjny (krótkoterminowy) charakter.

Literatura

- Analiza miesięczna TMS – lipiec 2001*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Polska-Analiza-miesieczna-TMS-Lipiec-468260.html>.
- Chuchan P., Perez-Quiros G., Popper H., *International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ?*, Policy Research Working Paper 1669, World Bank 1996.
- Claessens S., Dooley M.P., Warner A., *Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?*, The World Bank Economic Review, vol. 9, no. 1, 1995, s. 153-174.
- Levchenko A., Mauro P., *Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?*, WP/06/202, International Monetary Fund, 2002.
- Lipsey R.E., *Foreign Direct Investors in Three Financial Crises*, NBER Working Paper no. 8084, National Bureau of Economics Research, 2001.
- Osband K., Van Rijckeghem C., *Safety from Currency Crashes*, IMF Staff Papers, “Palgrave Macmillan Journals” 2000, vol. 47(2).

- Piech K., *Trzy generacje kryzysów walutowych a obecna sytuacja gospodarcza Polski*, [w:] *Dobre i złe strony transformacji w Polsce*, red. J. Tarajkowski, S. Jankiewicz, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu nr 24, Poznań 2002, s. 93-106.
- Raport o inflacji. Luty 2009*, Narodowy Bank Polski – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, luty 2009, s. 51.
- Raport o inflacji. Czerwiec 2009*, Narodowy Bank Polski – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, czerwiec 2009, s. 50.
- Rogoff K., *International Institutions for Reducing Global Financial Instability*, “Journal of Economic Perspectives” 1999, vol. 13, s. 21-42.
- Sarno L., Taylor M.P., *Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: an Empirical Investigation*, “Journal of Development Economics” 1999, vol. 59, no. 2, s. 337-364.
- Śliwiński P., *Przepływy kapitału międzynarodowego a wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1994-2008*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, 2011.

STRUCTURE OF FINANCIAL ACCOUNT IN THE BALANCE OF PAYMENTS AND FOREIGN EXCHANGE MARKET DISORDERS IN POLAND IN THE PERIOD FROM 2000 TO 2012

Summary: The purpose of the article is an empirical analysis of the impact of disorders in the currency market to changes in the composition of capital flows in Poland in the years 2000-2012. In general it can be said that the turbulences in the foreign exchange market had little impact on foreign direct investment. Portfolio capital flows were characterized by high volatility. In contrast to the dominant opinion in the literature, the equity portfolio investment was very unstable, behaving more like volatile portfolio investment in debt securities than like fairly stable direct investment. Other investments, in turn, were amortizing shocks occurring in the capital market, which would indicate more of their long-term rather than short-term nature.

Keywords: international capital flows, foreign exchange markets disorders, balance of payments.