NARODOWY
BANK POLSKI

Materiały i Studia nr 342

Przepływy kapitału do gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na tle trendów światowych w latach 2000-2019

Michał Ledóchowski, Piotr Żuk

Materiały i Studia nr 342

Przepływy kapitału do gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na tle trendów światowych w latach 2000-2019

Michał Ledóchowski, Piotr Żuk

Narodowy Bank Polski
Warszawa 2022

Michał Ledóchowski – Narodowy Bank Polski; michal.ledochowski@nbp.pl
Piotr Żuk – Narodowy Bank Polski; piotr.zuk@nbp.pl

Opinie wyrażone w niniejszej publikacji są opiniami autorów i nie przedstawiają stanowiska Narodowego Banku Polskiego. Autorzy pragną podziękować Pani Magdzie Ciżkowicz-Pękale oraz anonimowemu Recenzentowi za cenne uwagi do opracowania.

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski 2022

Spis treści

Streszczenie 4

1. Wprowadzenie 5

2. Przepływy kapitału na świecie – zarys problematyki 7

3. Przepływy kapitału na świecie w latach 2000-2019 – główne trendy 15

4. Przepływy kapitału do gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2000-2019 17

5. Podsumowanie 23

Literatura 25

Aneks. Zróżnicowanie przepływów kapitału do poszczególnych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej 31

Streszczenie

W opracowaniu przedstawiono najważniejsze trendy w przepływach kapitału do gospodarek krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w latach 2000-2019. Głównym wnioskiem z opracowania jest, że napływ kapitału brutto do EŚW w pierwszych dwóch dekadach XXI wieku był większy niż w innych gospodarkach wschodzących, a jednocześnie mniejszy niż w gospodarkach rozwiniętych. W większości państw dominujący udział miał napływ kapitału w formie inwestycji bezpośrednich. W latach poprzedzających wybuch światowego kryzysu finansowego z 2009 r. przepływy kapitału do gospodarek EŚW stopniowo się zwiększały, czemu sprzyjała liberalizacja ich rachunków finansowych. Po globalnym kryzysie finansowym nastąpiło trwałe zmniejszenie i zmiana struktury napływu kapitału do gospodarek EŚW. W tej grupie państw – inaczej niż w gospodarkach rozwiniętych i większości gospodarek wschodzących – zmniejszyła się skala napływu inwestycji bezpośrednich. Wzrósł jednocześnie napływ kapitału portfelowego, co mogło wynikać z ekspansywnej polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w tym okresie. Po globalnym kryzysie finansowym, nastąpiło również zmniejszenie napływu kapitału do sektora bankowego tych państw. Epizody wzrostu awersji do ryzyka po upadku banku Lehman Brothers w 2008 r. oraz na początku pandemii COVID-19 w 2020 r. wiązały się z odpływem kapitału portfelowego z EŚW, przy czym podczas epizodu pandemicznego skala odpływu kapitału z tych państw była znacznie mniejsza niż na początku globalnego kryzysu.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, inwestycje portfelowe, epizody sudden stop

Kody JEL: F21, F32, F62

1. Wprowadzenie

Międzynarodowe przepływy kapitału odgrywają istotną rolę w procesach makroekonomicznych w gospodarce światowej. Są czynnikiem oddziałującym zarówno na długookresowe tempo wzrostu, a także – poprzez swój wpływ m.in. na warunki finansowania i kursy walutowe – na cykle koniunkturalne i inflację w poszczególnych gospodarkach. Przepływy kapitału są ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej i kursowej realizowanej przez banki centralne również z tego powodu, że w warunkach w pełni zliberalizowanych przepływach kapitału, na ogół niemożliwa staje jednoczesna stabilizacja kursu walutowego i prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej ukierunkowanej na stabilizację krajowej luki popytowej (por. np. Obstfeld i Taylor, 1997).

Celem opracowania jest przedstawienie najważniejszych faktów i obserwacji dotyczących napływu kapitału do gospodarek EŚW w latach 2000-2019 na tle trendów światowych[1]. Choć gospodarki EŚW różnią się pod względem struktury, wielkości czy też reżimu walutowego, to łączy je fakt, że wszystkie z nich w latach 90-tych XX w. dokonały transformacji ustrojowej w kierunku gospodarki rynkowej, a następnie – w większości przypadków w pierwszej dekadzie XXI w. – wstąpiły do Unii Europejskiej, co wiązało się z otwarciem tych gospodarek na przepływy kapitałowe. Jednocześnie poziom PKB per capita oraz zasób kapitału pozostają w tych gospodarkach niższe niż w najzamożniejszych krajach UE. W świetle teorii ekonomii czynniki te powinny sprzyjać zwiększonym napływom kapitału do tych gospodarek. Wspólną cecha łączącą państwa EŚW jest również to, że należą one do

[1] W opracowaniu uwzględniono następujące gospodarki EŚW: Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Węgry. Wszystkie z wymienionych gospodarek należą do grupy krajów „Inicjatywy Trójmorza", do której należy dodatkowo Austria. Grupa gospodarek wschodzących uwzględnionych w opracowaniu obejmuje 30 największych (pod względem PKB za 2019 r. liczonego według parytetu siły nabywczej) gospodarek wschodzących (według klasyfikacji używanej w opracowaniu *World Economic Outlook* Międzynarodowego Funduszu Walutowego). Grupa gospodarek rozwiniętych obejmuje gospodarki sklasyfikowane jako rozwinięte (ang. *Advanced Economies*) w opracowaniu *World Economic Outlook* Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Zagregowane statystyki dla gospodarki światowej są wyliczane dla połączonych grup gospodarek rozwiniętych i wschodzących.

grupy tworzącej „Inicjatywę Trójmorza", która ma na celu zacieśnienie współpracy polityczno-gospodarczej w regionie.

Badany okres pozwala wyciągnąć wnioski na temat strukturalnych cech napływu kapitału do gospodarek EŚW, jak i cech o charakterze cyklicznym. W szczególności w materiale przedstawiono najważniejsze trendy w przepływach kapitału do krajów EŚW w omawianym okresie, ich strukturę oraz zmiany w reakcji na globalne szoki (kryzys finansowy z 2008 r. oraz wybuch pandemii COVID-19 na początku 2020 r.).

Struktura opracowania jest następująca. Na początku przedstawiono zarys problematyki przepływu kapitału, w tym kwestie definicyjne, szanse i ryzyka związane z przepływami kapitału oraz główne czynniki wpływające na przepływy. Następnie przedstawiono stylizowane fakty dotyczące przepływów kapitału na świecie. Na tym tle zarysowano najważniejsze wnioski dotyczące przepływów kapitału do gospodarek EŚW. Na koniec przedstawione zostały wstępne wnioski i implikacje makroekonomiczne przepływów kapitału do gospodarek EŚW w omawianym okresie.

2. Przepływy kapitału na świecie – zarys problematyki

Przepływy kapitału są raportowane na rachunku finansowym bilansu płatniczego. Odzwierciedlają one transakcje sprzedaży aktywów oraz zaciągania i spłaty zobowiązań miedzy rezydentami a nierezydentami. Transakcje te prowadzą do zmian w zobowiązaniach finansowych między rezydentami a nierezydentami. W efekcie, napływ kapitału do danej gospodarki (a więc np. zakup akcji, obligacji bądź przedsiębiorstwa przez nierezydentów) prowadzi do wzrostu zobowiązań tej gospodarki wobec zagranicy.

Przepływy kapitału najczęściej są dzielone na:

- Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ);
- Inwestycje portfelowe, które z kolei są dzielone na inwestycje o charakterze dłużnym i udziałowym;
- Inwestycje pozostałe (spośród których istotny element stanowią przepływy w sektorze bankowym).

Przepływy kapitału na świecie mogą stwarzać zarówno szanse, jak i ryzyka. Zgodnie z neoklasycznym modelem wzrostu (Solow, 1957), przepływy kapitału powinny następować od krajów o wysokim poziomie zakumulowanego kapitału (i wynikającą z tego niską stopą zwrotu z niego) do krajów o niskim poziomie kapitału (a więc i wysoka stopą zwrotu z niego). Dlatego w ujęciu teoretycznym, przepływ kapitału zwiększa efektywność jego wykorzystania na świecie, pozwalając inwestorom zagranicznym osiągnąć wyższa stopę zwrotu (tj. zwiększa dochód narodowy brutto kraju eksportującego kapitał), a jednocześnie ułatwia krajom o niższym zasobie kapitału jego akumulację, co wspiera proces konwergencji (tj. wzrost produktu krajowego brutto).

Mimo wniosków płynących z neoklasycznego modelu wzrostu dotyczących kierunku przepływów kapitału (tj. z gospodarek o jego dużym zasobie do gospodarek o niskim zasobie), w literaturze empirycznej często wskazuje się, że

przepływy kapitału na świecie odbywają się głównie między gospodarkami rozwiniętymi (o wysokim zasobie kapitału). Zjawisko to nazywane jest „paradoksem Lucasa", który jako pierwszy zwrócił uwagę, że implikacje z neoklasycznego modelu wzrostu Solowa dotyczące przepływów kapitału na świecie trudno potwierdzić empirycznie (Lucas, 1990). Paradoks ten jest wyjaśniany najczęściej faktem, że neoklasyczny model wzrostu Solowa nie uwzględnia czynników takich jak np. jakość instytucji, kapitału ludzkiego, asymetrii informacji czy ryzyka kredytowego (Alfaro et al., 2008). W efekcie, zwrot z kapitału w gospodarkach o niższym poziomie zamożności nie musi być w rzeczywistości wyższy niż w gospodarkach rozwiniętych.

Literatura badająca wpływ przepływów kapitału na wzrost gospodarczy koncentruje się przy tym na analizie tego wpływu dla krajów, do których kapitał napływa. Wskazuje się, że napływ kapitału może sprzyjać wzrostowi gospodarczemu poprzez ułatwienie dostępu do finansowania i obniżenie jego kosztów w sytuacji, gdy oszczędności krajowe są niewystarczające, aby umożliwić sfinansowanie projektów inwestycyjnych (prywatnych bądź publicznych; MFW, 2012). Substytucja oszczędności krajowych napływem kapitału sprzyja wyższemu poziomowi konsumpcji w gospodarkach rozwijających się zgodnie z tzw. międzyokresowym podejściem do bilansu płatniczego, zakładającym wygładzanie ścieżki konsumpcji w czasie (Buiter, 1981; Sachs, 1981; Obstfeld i Rogoff, 1995, 1996). Napływ kapitału może również sprzyjać zwiększeniu efektywności alokacji kapitału w gospodarce poprzez wzrost konkurencji na rynku finansowym, który w wielu gospodarkach wschodzących pozostaje słabiej rozwinięty lub też charakteryzuje się wysokim stopniem monopolizacji. Jednocześnie napływ kapitału w postaci BIZ może być ważnym kanałem transferu technologii i wiedzy i w ten sposób może przyczyniać się do wzrostu produktywności gospodarek (Romer, 1993). Z drugiej strony, część badaczy wskazuje na niebezpieczeństwo tzw. „drenażu mózgów", czyli wykorzystywania potencjału badawczo-rozwojowego przez inwestorów bezpośrednich w sposób niesprzyjający rozwojowi gospodarki krajowej (Kottaridi i

Stengos, 2010; Reiter i Steensma, 2010), bądź jego zmniejszania w wyniku relokacji działalności badawczo-rozwojowej (Stiebale i Rieze, 2011).

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą również zwiększyć potencjał eksportowy gospodarki i konkurencję na rynku krajowym. Z drugiej strony, wpływ BIZ na wzrost gospodarczy może być niekorzystny jeżeli są one skoncentrowane w sektorach dóbr niehandlowych i w branżach o wysokich barierach wejścia (Glass i Saggi, 2002). Sytuacja taka może prowadzić do zdobycia znacznego udziału w rynku przez podmioty zagraniczne i powstawania międzynarodowych monopoli oraz utrwalenia niekorzystnej z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego alokacji zasobów.

Badania empiryczne nie dostarczają jednoznacznych wniosków co do kierunku wpływu przepływów kapitału na wzrost gospodarczy (przegląd wyników badań można znaleźć np. w Ghosh, 2017). Wskazuje się przy tym, że sam napływ kapitału nie jest bowiem warunkiem wystarczającym dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Wpływ napływu kapitału na wzrost produktywności zależy bowiem od jego struktury. O ile pozytywną rolę w tym zakresie może odegrać napływ BIZ, to trudno oczekiwać, aby napływ krótkoterminowego kapitału przyczyniał się bezpośrednio do wzrostu produktywności i trwałego przyspieszenia konwergencji. Jednocześnie, aby napływ BIZ mógł przyczynić się do wzrostu produktywności, w gospodarkach przyjmujących kapitał muszą zaistnieć odpowiednie warunki do jego absorpcji w sposób umożliwiający wzrost produktywności gospodarki (ang. *absorptive capacity*). Warunki te dotyczą np. odpowiedniego poziomu kapitału ludzkiego czy rozwoju instytucji w kraju, do którego kapitał napływa (Bank Światowy 2008, Bijsterbosch i Kolasa, 2009).

Jednocześnie, napływ kapitału może stwarzać warunki sprzyjające powstawaniu nierównowag w gospodarce i w efekcie występowaniu kryzysów makroekonomicznych i finansowych, przy czym ryzyka te dotyczą w największym stopniu napływu kapitału portfelowego (zwłaszcza o charakterze

krótkoterminowym), w mniejszym natomiast stopniu napływu BIZ. Wskazuje się, że napływ kapitału może stwarzać następujące ryzyka (Magud et np., 2018):

- ryzyko napływu „gorącego pieniądza" w poszukiwaniu krótkoterminowych zysków przez zagranicznych inwestorów. Napływ ten może poprzedzać gwałtowny odpływ kapitału, co w efekcie może destabilizować lokalne rynki finansowe, zwiększając przy tym wahania stóp procentowych i kursu walutowego;
- ryzyko powstania baniek cenowych wraz ze wzrostem popytu na lokalne aktywa (akcje, obligacje i nieruchomości);
- ryzyko nadmiernej aprecjacji kursu walutowego, czyli jego umocnienia powyżej poziomu zgodnego z fundamentami gospodarki, co stwarza ryzyko utraty konkurencyjności gospodarki. Ryzyko to jest większe, gdy napływ kapitału służy finansowaniu konsumpcji, a nie inwestycji w sektorach nastawionych na eksport;
- ryzyko ograniczenia przestrzeni dla prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej nakierowanej na stabilizowanie krajowej koniunktury bądź inflacji. Przepływy kapitału mogą wywierać presję na kurs walutowy, a dążenie banku centralnego do jego stabilizacji (np. ze względu na przyjęty reżim kursowy) może wymagać prowadzenia innej polityki stóp procentowych niż wymagałaby tego stabilizacja inflacji i wzrostu PKB. Problem ten, polegający na niemożliwości jednoczesnego stabilizowania krajowej koniunktury (oraz inflacji) i kursu walutowego w warunkach swobody przepływów kapitału, znany jest w literaturze jako paradygmat nieosiągalnej triady (Mundell, 1963).

Napływ kapitału można analizować w ujęciu „netto" i „brutto". Napływ kapitału brutto odnosi się do zakupu krajowych aktywów przez nierezydentów. W przypadku, gdy dokonamy korekty napływu brutto o sprzedaż zagranicznych aktywów przez rezydentów, otrzymamy napływ kapitału netto. Choć w literaturze badane są zarówno napływy kapitału brutto, jak i netto, to po kryzysie finansowym

z 2009 r. badania w większym stopniu poświęcone są analizie napływów brutto (por. Davis et np., 2021). Wynika to z faktu, że przepływy kapitału w ujęciu netto mogą maskować narastanie nierównowag. Przykładowo, odpływ kapitału nierezydentów może być kompensowany repatriacją kapitału przez rezydentów. W takiej sytuacji, może dojść do akumulacji nierównowag w poszczególnych sektorach gospodarki, do których napływa kapitał zagraniczny, mimo że w ujęciu netto napływ kapitału jest równy zero (Tarashev et np., 2016). Koepke (2019) wskazuje ponadto, że to transakcje nierezydentów są szczególnie zmienne i w efekcie są ważniejsze dla stabilności finansowej niż transakcje dokonywane przez rezydentów. Również w raporcie BIS (2021) wskazuje się, że napływ kapitału brutto stanowi najważniejszy kanał, poprzez który szoki są transmitowane między poszczególnymi krajami. Ponadto, w przypadku napływu BIZ, można oczekiwać, że to przede wszystkim napływ brutto może być nośnikiem transferu technologii i wiedzy. Z powyższych względów w niniejszym materiale przepływy kapitału są analizowane w ujęciu brutto[2].

Czynniki wpływające na przepływy kapitału dzieli się w literaturze na czynniki typu *push* (czynniki globalne, egzogeniczne względem danej gospodarki, wpływające na wielkość przepływów kapitału w gospodarce światowej) oraz czynniki typu *pull* (specyficzne dla danej gospodarki)[3]. Ponadto czynniki te różnią się w zależności od typu przepływu. Na podstawie przeglądu literatury Koepke (2019) wymienia szereg czynników *push* i *pull* wpływających na kształtowanie się przepływów portfelowych i bankowych. Wskazuje, że wzrost PKB w kraju i za granicą oraz zwrot z inwestycji

[2] Należy zauważyć, że statystyki bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej uwzględniają także transakcje związane z pośrednictwem finansowym (tzw. *pass-through capital*), w tym dokonywane przez podmioty specjalnego przeznaczenia (ang. *Special Purpose Entities*, SPE). Ponadto statystyki te mogą być również zaburzane przez przedsiębiorstwa i grupy kapitałowe posiadające rezydencję podatkową w kraju, który nie jest głównym ośrodkiem ich działalności (Central Statistics Office of Ireland, 2016). W ten sposób, w niektórych gospodarkach przepływy kapitału w ujęciu „brutto" oraz aktywa i zobowiązania zagraniczne mogą być zawyżone względem rzeczywistego stopnia ich integracji finansowej (Blanchard i Acalin, 2016; Borga i Caliandro, 2016). Zjawisko to dotyczy m.in. niektórych małych gospodarek rozwiniętych (Cypr, Holandia, Hong Kong, Irlandia, Luksemburg, Malta, Singapur, Szwajcaria). W krajach EŚW w okresie objętym analizą opisane wyżej zaburzenia statystyczne miały relatywnie mniejsze znaczenie, z wyjątkiem Węgier, gdzie transakcje SPE znacząco wpływały na kształtowanie się napływu kapitału w formie BIZ (por. *Aneks. Zróżnicowanie przepływów kapitału do poszczególnych krajów EŚW*).

[3] Podział ten zaproponowali Calvo i in. (1993) oraz Fernandez-Arias (1996).

w krajowe aktywa pozytywnie oddziałują na napływ tych rodzajów kapitału. Jednocześnie czynnikami ograniczającymi napływ kapitału jest wyższa globalna awersja do ryzyka, podwyższona ocena ryzyka związanego z inwestycją w danym kraju oraz wyższy poziom stóp procentowych na świecie.

Jeśli natomiast chodzi o napływ BIZ, czynniki determinujące ich napływ są bardziej złożone i zależne od branży gospodarczej, do której kapitał napływa. W literaturze zwraca się uwagę przede wszystkim na rolę czynników typu *pull*. Opracowanie EBC (2018) wskazuje, że czynnikami determinującymi skalę napływu BIZ jest wielkość krajowego rynku i wzrost krajowego PKB, poziom rozwoju technologii w danym kraju i jakość kapitału ludzkiego, poziom produktywności w danej gospodarce, dostęp do surowców naturalnych, koszty pracy, jakość instytucji w danym kraju, regulacje, łatwość prowadzenia biznesu, stabilność makroekonomiczna itp.

Na kształtowanie się przepływów kapitału może także wpływać stopień otwartości gospodarek na te przepływy. Istnieją przy tym dwa podejścia do pomiaru otwartości gospodarki na przepływy kapitału. Podejście *de jure* analizuje ograniczenia prawne dla transakcji między rezydentami a nierezydentami rejestrowanych na rachunku finansowym. Przykładem zastosowania tej metody jest indeks otwartości Chinna i Ito (2006, 2008), obliczony dla szerokiej grupy państw na podstawie publikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER)[4]. Podejście *de jure* Chinna i Ito (2006, 2008) rozpatruje jedynie sam fakt istnienia restrykcji dotyczących przepływów kapitałowych, abstrahując od stopnia ich restrykcyjności i faktycznego egzekwowania. Alternatywnym podejściem do pomiaru otwartości na przepływy kapitału jest metoda *de facto*, biorąca pod uwagę wartość wybranych pozycji bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, np. sumę aktywów

[4] Metodyka zaproponowana przez Chinna i Ito (2006 2008) polega na konstrukcji subindeksów w formie zmiennych zerojedynkowych dla poszczególnych kategorii transakcji, przyjmujących wartość zero w przypadku występowania restrykcji i wartość jeden w przeciwnym przypadku. Następnie wyliczany jest zagregowany indeks otwartości, którego wyższa wartość oznacza mniejszą liczbę ograniczeń prawnych w przepływach kapitału.

zagranicznych i zobowiązań wobec nierezydentów w relacji do PKB (Lane i Milesi-Ferretti, 2007).

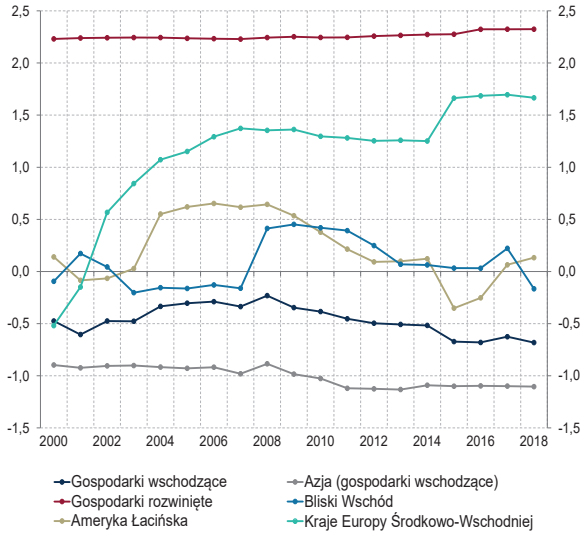
Konsensus dotyczący bilansu korzyści i kosztów międzynarodowych przepływów kapitału, a tym samym pożądanego stopnia otwarcia gospodarek na te przepływy zmieniał się w ostatnich dekadach (por. Ghosh et np., 2017). Po II wojnie światowej, aż do upadku systemu z Bretton Woods (w 1971 r.), poszczególne państwa co do zasady ograniczały swobodę obywateli w inwestowaniu i pożyczaniu środków za granicą. Jednak po upadku tego systemu, w gospodarkach rozwiniętych przepływy kapitału zaczęły być liberalizowane. Liberalizacja przepływów kapitału w gospodarkach wschodzących nastąpiła natomiast dopiero w latach 90-tych. W tym okresie liberalizacja przepływów finansowych wpisywała się w szerszy trend reform wprowadzanych w tych gospodarkach ukierunkowanych na liberalizację i deregulację (tzw. konsensus waszyngtoński). Trend polegający na liberalizacji przepływów kapitałowych w gospodarkach wschodzących trwał w zasadzie aż do kryzysu finansowego z 2008 r., choć przejściowo ulegał on odwróceniu (np. po wybuchu kryzysu azjatyckiego pod koniec lat 90-tych).

Jeśli chodzi o kraje EŚW, to znacząco zliberalizowały swoje rachunki finansowe w latach 2000-2007, czemu sprzyjała ich akcesja do Unii Europejskiej i sam proces akcesyjny (Wykres 1). Towarzyszył temu również wzrost otwartości *de facto* – łączna wartość aktywów i zobowiązań zagranicznych krajów EŚW wzrosła ze 107% w 2000 r. do 198% PKB w 2007 r.

Światowy kryzys gospodarczy z 2008 r. unaocznił, że przepływy kapitału mogą prowadzić do akumulacji nierównowag makroekonomicznych i finansowych, w tym nadmiernego zadłużania się i powstania baniek cenowych na rynkach aktywów, a przez to zaburzać stabilność gospodarczą. W efekcie podejście wielu państw gospodarek wschodzących do przepływów kapitału się zmieniło i część z nich, zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej i Azji zaczęło wprowadzać restrykcje dotyczące przepływu kapitału (Wykres 1). Otwartość *de jure* krajów EŚW

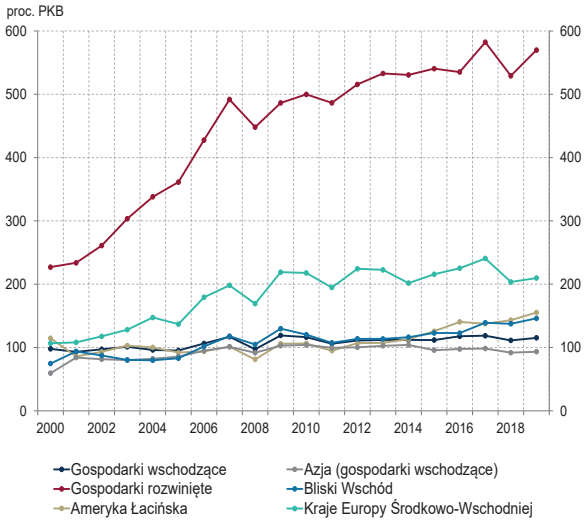
na przepływy kapitału w okresie pokryzysowym pozostała stabilna i wyraźnie wyższa niż w gospodarkach wschodzących, ale niższa niż w gospodarkach rozwiniętych. Po wybuchu kryzysu, podobnie jak w przypadku gospodarek rozwiniętych, w dalszym ciągu, choć wolniej niż przed 2008 r., rosła otwartość *de facto* krajów EŚW (Wykres **2**). Kształtowała się ona na niższym poziomie niż w gospodarkach rozwiniętych, ale była wyższa niż średnio w gospodarkach wschodzących, które w pierwszych dwóch dekadach XXI wieku nie doświadczyły wyraźnego wzrostu otwartości *de facto*.

Wykres 1 Indeks otwartości rachunku finansowego wg Chinn-Ito (2006, 2008)



Źródło: web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, dane MFW.
Średnia ważona nominalnym PKB.

Wykres 2 Łączna wartość aktywów zagranicznych i zobowiązań wobec nierezydentów



Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

3. Przepływy kapitału na świecie w latach 2000-2019 – główne trendy

Analizując przepływy kapitału na świecie w latach 2000-2019 można wyciągnąć następujące wnioski.

Po pierwsze, przepływy kapitału na świecie stanowiły w latach 2000-2019 średnio 9,07% światowego PKB, choć ich wielkość istotnie zmieniała się w czasie. Po okresie ich silnego wzrostu przed globalnym kryzysem finansowym (do poziomu przekraczającego wartość 20% światowego PKB w 2007 r.), w kolejnych latach nastąpił ich wyraźny spadek (Tabela 1, Wykres 3, Wykres 4, Wykres 5, Wykres 6).

Po drugie, struktura napływu kapitału była zróżnicowana zależnie od poziomu rozwoju gospodarczego krajów, do których kapitał napływał. Przede wszystkim, skala napływu kapitału była wyraźnie większa w gospodarkach rozwiniętych aniżeli w gospodarkach wschodzących. Wynikało to przede wszystkim z większych przepływów portfelowych i przepływów klasyfikowanych jako „pozostałe" do gospodarek rozwiniętych. Jednocześnie skala napływu BIZ do gospodarek rozwiniętych i wschodzących była do siebie zbliżona.

Dominującą rolę w przepływach kapitału do gospodarek rozwiniętych odgrywały przepływy portfelowe. Wśród przepływów portfelowych, inwestycje w instrumenty dłużne odgrywały większą rolę niż w inwestycje w papiery udziałowe. Gospodarki wschodzące natomiast absorbowały kapitał przede wszystkim w formie BIZ.

Po trzecie, po kryzysie finansowym z 2008 r. nastąpił wyraźny spadek przepływów kapitału na świecie, co wynikało ze spadku napływu inwestycji portfelowych i pozostałych przepływów do gospodarek rozwiniętych. Natomiast napływ kapitału do gospodarek wschodzących po kryzysie finansowym z 2008 r. wzrósł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu napływu kapitału portfelowego o charakterze dłużnym i wzrostu pozostałych napływów. Wzrost napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących był widoczny zwłaszcza w latach 2010-2014, do czego przyczyniała się w tym okresie ekspansywna polityka pieniężna Rezerwy Federalnej

Stanów Zjednoczonych, w tym prowadzony przez ten bank skup aktywów (Ledóchowski i Żuk, 2022).

Po czwarte, przepływy portfelowe i klasyfikowane jako pozostałe cechowały się wysoką zmiennością, podczas gdy napływ BIZ pozostawał relatywnie stabilny. W szczególności po wybuchu globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. nie zaobserwowano wyraźnego zmniejszenia się przepływów BIZ na świecie w porównaniu z okresem przedkryzysowym.

4. Przepływy kapitału do gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2000-2019

Analizując napływ kapitału do analizowanych krajów EŚW można poczynić następujące obserwacje.

Po pierwsze, średnia skala napływu kapitału do krajów EŚW wyniosła w latach 2000-2019 8,17% PKB i była niższa niż w gospodarkach rozwiniętych, ale wyższa niż w gospodarkach wschodzących (Tabela 1).

Po drugie, struktura napływu kapitału do krajów EŚW w dużym stopniu odbiegała od wzorca typowego dla pozostałych gospodarek na świecie. Gospodarki krajów EŚW absorbowały kapitał przede wszystkim w formie BIZ.

Tabela 1 Napływ kapitału brutto na świecie w latach 2000-2019, proc. PKB (średnia).

	BIZ	Portfelowe (łącznie)	Portfelowe (udziałowe)	Portfelowe (dłużne)	Pozostałe	Łącznie
Świat						
2000-2019	3,10	3,62	1,04	2,58	2,35	9,07
2000-2007	3,03	5,00	1,28	3,73	4,12	12,15
2008-2019	3,14	2,88	0,91	1,97	1,39	7,41
Gospodarki rozwinięte						
2000-2019	3,31	4,60	1,32	3,28	2,74	10,65
2000-2007	3,12	6,07	1,48	4,59	4,99	14,18
2008-2019	3,41	3,81	1,23	2,58	1,53	8,75
Gospodarki wschodzące						
2000-2019	2,67	0,82	0,35	0,47	0,92	4,41
2000-2007	2,72	0,63	0,43	0,19	0,57	3,91
2008-2019	2,65	0,92	0,30	0,62	1,11	4,68
Gospodarki wschodzące - Ameryka Łacińska						
2000-2019	3,22	1,12	0,33	0,79	0,47	4,80
2000-2007	2,97	0,16	0,19	-0,03	-0,08	3,05
2008-2019	3,35	1,64	0,40	1,23	0,76	5,75
Gospodarki wschodzące - Azja						
2000-2019	2,54	0,74	0,45	0,28	0,88	4,15
2000-2007	2,69	0,72	0,64	0,08	0,46	3,87
2008-2019	2,46	0,74	0,35	0,39	1,10	4,30
Gospodarki wschodzące - Bliski Wschód						
2000-2019	1,65	0,60	0,11	0,49	1,21	3,46
2000-2007	1,20	0,61	0,17	0,44	0,76	2,56
2008-2019	1,89	0,60	0,08	0,52	1,46	3,95
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej						
2000-2019	4,66	1,57	0,14	1,43	1,93	8,17
2000-2007	5,90	1,91	0,13	1,78	3,10	10,91
2008-2019	4,00	1,39	0,15	1,24	1,31	6,69

Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

Skala inwestycji bezpośrednich w tych państwach była wyższa niż w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących, szczególnie w okresie przedkryzysowym. Jednocześnie relatywnie małe znaczenie, w porównaniu z pozostałymi gospodarkami, odgrywały w krajach EŚW inwestycje portfelowe w instrumenty udziałowe. Wydaje się zatem, że struktura napływu kapitału do krajów EŚW była

zasadniczo korzystna z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej. Istniejące badania empiryczne obejmujące państwa EŚW wskazują, że napływ BIZ pozytywnie wpływał na wzrost gospodarczy (Damijan i Rojec, 2007; Campos i Kinoshita, 2002; Mileva, 2008; Firdrmuc i Martin, 2011; Melnyk i in., 2014). Pozytywny wpływ BIZ na wzrost gospodarczy w krajach EŚW znajduje potwierdzenie także w pracach uwzględniających okres pokryzysowy (Miteski i Stefanova, 2017 ; Simionescu, 2018; Vojtovic i in., 2019). Wielu badaczy wiązało relatywnie korzystną na tle gospodarek wschodzących ocenę makroekonomicznych skutków napływu kapitału do krajów EŚW z wysokim udziałem BIZ (von Hagen i Siedschlag, 2008), choć Albulescu (2015) twierdzi również, że wzrostowi gospodarczemu w krajach EŚW sprzyjał także napływ kapitału portfelowego.

Z drugiej strony, niektórzy autorzy wskazywali na zagrożenia związane z relatywnie wysokim napływem kapitału do krajów EŚW, takie jak zwiększenie wrażliwości gospodarek na globalne szoki wiążące się ze wzrostem awersji do ryzyka i zahamowaniem bądź odwróceniem napływu kapitału (Brixiova, Vartia and Wörgötter, 2010; Furceri i Zdzienicka, 2010) czy obniżenie potencjału innowacyjnego i utrwalenie niekorzystnego modelu konkurencyjności i rozwoju gospodarki opartego na imitacjach i adaptacjach istniejących technologii (Nölke i Vliegenthart, 2009; Weresa i Napiórkowski, 2018). W literaturze zauważa się też, że z punktu widzenia oceny makroekonomicznych skutków napływu kapitału ważna jest jego struktura sektorowa. Miteski i Stefanova (2017) dowodzą, na podstawie badania dla 16 państw Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej, że wyższemu wzrostowi gospodarczemu sprzyjały inwestycje bezpośrednie w przemyśle i usługach, podczas gdy podobnego efektu nie zaobserwowano w przypadku budownictwa. Wskazuje się, że niekorzystna struktura sektorowa przepływów kapitałowych do niektórych krajów EŚW, szczególnie przed kryzysem finansowym, mogła sprzyjać nadmiernej koncentracji zasobów w sektorze dóbr niehandlowych i tym samym oddziaływać w kierunku obniżenia konkurencyjności gospodarki

(Bems i Schellekens, 2007; Brixiova, Vartia and Wörgötter, 2010). W literaturze z okresu globalnego kryzysu finansowego i wcześniejszej zwracano uwagę, że duży napływ kapitału umożliwiał krajom EŚW utrzymywanie wysokich deficytów na rachunku obrotów bieżących na początku XXI wieku, wskazując jednocześnie na wrażliwość ich gospodarek na odwrócenie tendencji w globalnych przepływach kapitału i rekomendując zwiększenie krajowych oszczędności (Lane i Milesi-Ferretti, 2006; Atoyan, 2010).

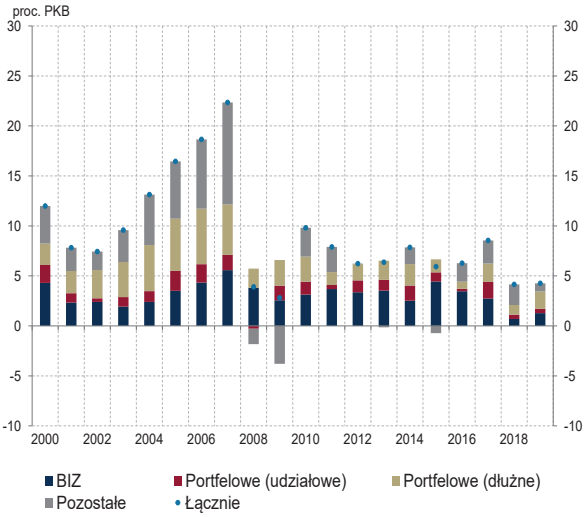
Po trzecie, po globalnym kryzysie finansowym, kraje EŚW doświadczyły wyraźnego zmniejszenia skali napływu kapitału w porównaniu z okresem przedkryzysowym. W przeciwieństwie do innych gospodarek, nastąpił wyraźny spadek napływu BIZ, choć pozostał on wyższy niż średnio na świecie (w relacji do PKB). Mógł on być efektem trwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej należących do strefy euro i będących wiodącymi partnerami handlowymi i inwestorami bezpośrednimi w krajach EŚW po kryzysie finansowym (Grela i in., 2017). Dodatkowym wyjaśnieniem spadku napływu BIZ w części krajów EŚW była zmiana struktury sektorowej napływającego kapitału od bardziej kapitałochłonnych inwestycji w przemyśle do mniej kapitałochłonnych inwestycji w tzw. nowoczesnych usługach biznesowych (Humanicki i Makowski 2018).

W okresie pokryzysowym spadł również napływ kapitału w formie pozostałych przepływów do krajów EŚW. Spadek ten mógł wiązać się m.in. ze zmianą modelu finansowania banków w tych państwach, które po kryzysie zmniejszyły swoje zobowiązania wobec nierezydentów na rzecz depozytów rezydentów (Lahnsteiner, 2020) oraz ograniczeniem aktywności banków gospodarek rozwiniętych w zakresie kredytów zagranicznych obserwowanym w okresie pokryzysowym, przypisywanym m.in. zmianom regulacyjnym (Bremus i Fratscher, 2012; Ichiue i Lambert, 2016; Emter i in., 2018; BIS, 2021). Bezpośrednio po globalnym kryzysie finansowym wzrósł natomiast zauważalnie napływ kapitału w formie inwestycji portfelowych w instrumenty dłużne, czemu sprzyjała ekspansywna polityka pieniężna Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w tym okresie.

Po czwarte, dodatkowym czynnikiem wzmacniającym napływ kapitału do krajów EŚW, zwłaszcza przed globalnym kryzysem finansowym, była akcesja tych państw do Unii Europejskiej, a także uczestnictwo wybranych państw tej grupy w mechanizmie ERM II i ich późniejsze wejście do strefy euro. Dorrucci i in. (2021) wskazują, że następstwem dołączenia niektórych krajów EŚW do mechanizmu ERM II było zwiększenie napływu kapitału w kilku następnych latach, przede wszystkim w formie pozostałych przepływów. Tłumaczyłoby to wysoki napływ kapitału w formie pozostałych przepływów do krajów EŚW w latach 2000-2007.

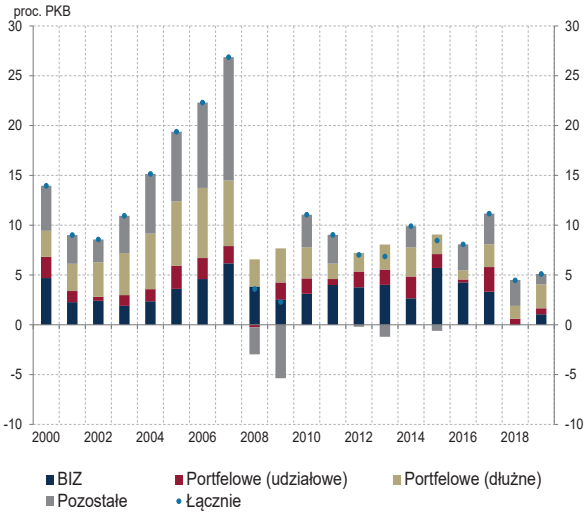
Ponadto skala i struktura napływu kapitału brutto w poszczególnych krajach EŚW była zróżnicowana (zob. *Aneks. Zróżnicowanie przepływów kapitałowych do poszczególnych krajów EŚW*). Niektóre państwa (Bułgaria, Chorwacja, Estonia, Litwa, Łotwa, Rumunia, Słowenia) odnotowały w okresie przedkryzysowym bardzo wysoką skalę napływu kapitału w formie pozostałych przepływów. Było to przede wszystkim efektem kredytów zagranicznych zaciąganych przez banki. Niekorzystna struktura przepływów kapitałowych wraz z ich dużą skalą sprzyjała powstawaniu nierównowag makroekonomicznych i finansowych, co zwiększyło skalę recesji w tych krajach podczas globalnego kryzysu finansowego (Bakker i Klingen, 2012; MFW, 2013).

Wykres 3 Przepływy kapitału w latach 2000-2019 (świat)



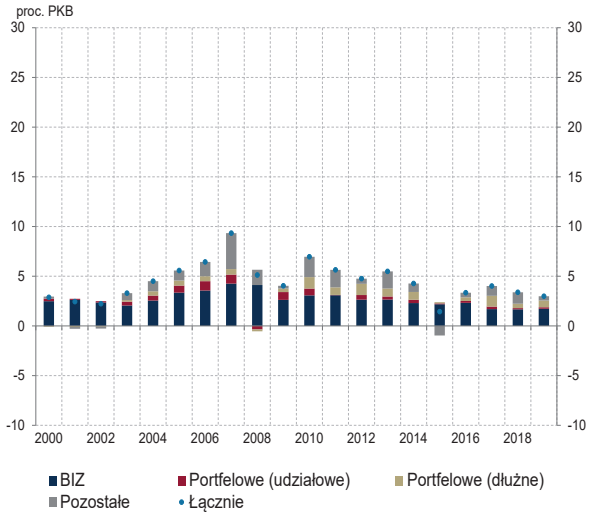
Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

Wykres 4 Przepływy kapitału w latach 2000-2019 (gospodarki rozwinięte)



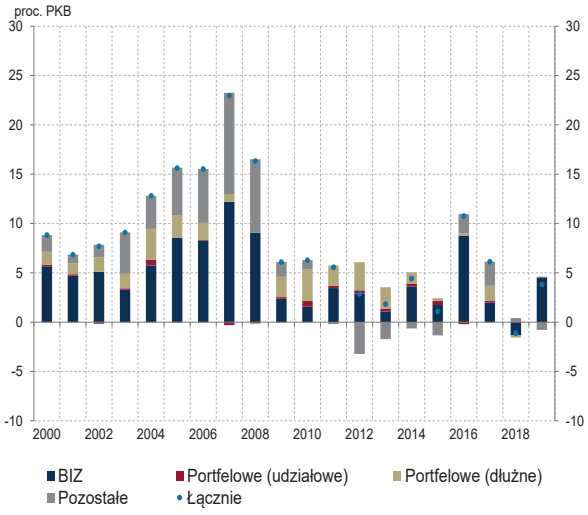
Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

Wykres 5 Przepływy kapitału w latach 2000-2019 (gospodarki wschodzące)



Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

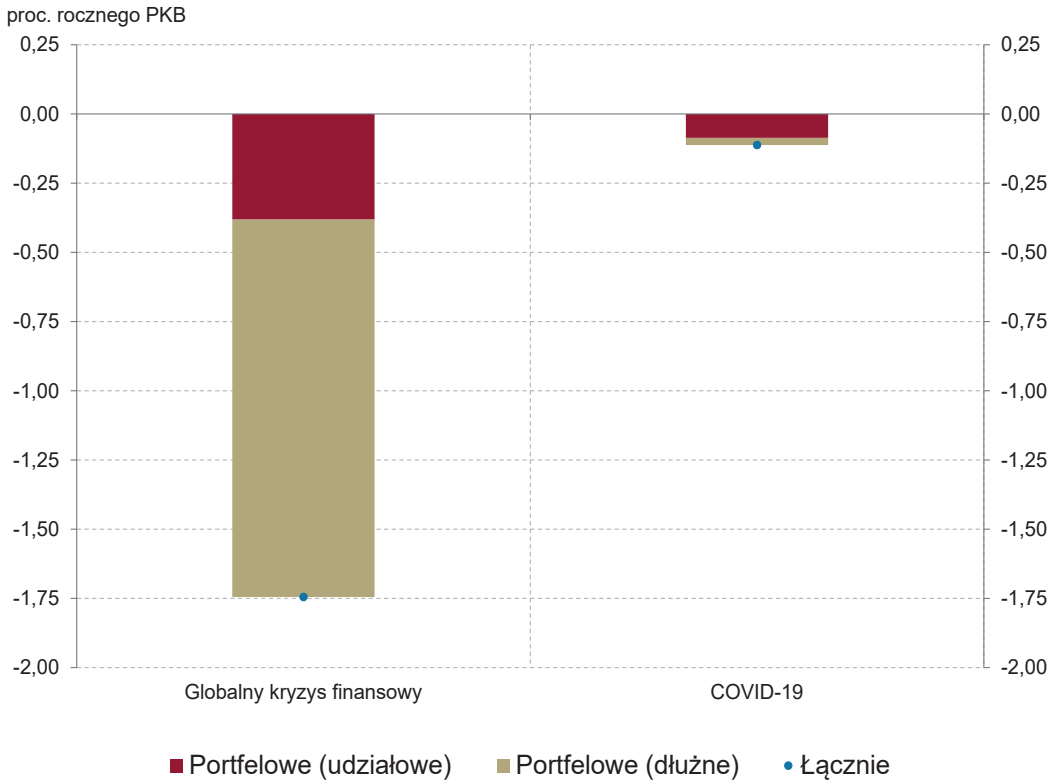
Wykres 6 Przepływy kapitału w latach 2000-2019 (kraje EŚW)



Źródło: dane MFW, obliczenia własne.

W analizowanym okresie gospodarki wschodzące doświadczyły dwóch epizodów istotnego odpływu kapitału portfelowego (ang. *sudden stop*), spowodowanych silnym wzrostem awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych. Pierwszy z epizodów wystąpił na przełomie 2008 i 2009 r., po upadku banku Lehman Brothers, a drugi na początku 2020 r. w reakcji na wybuch pandemii COVID-19. Skala odpływu kapitału portfelowego z głównych rynków wschodzących w pierwszych tygodniach po wybuchu pandemii była większa niż w początkowym okresie światowego kryzysu finansowego (Eguren-Martin i in., 2020). Z kolei w krajach EŚW epizod związany z wybuchem pandemii COVID-19 trwał krócej, a skala odpływu kapitału była znacznie mniejsza niż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego i mniejsza niż w wielu innych gospodarkach wschodzących (wyniosła 0,11% PKB w porównaniu z 1,74% PKB na przełomie 2008 i 2009 r.; Wykres 7). Wskazuje to, że percepcja ryzyka inwestowania w tych krajach wśród zagranicznych inwestorów jest obecnie mniejsza i jest bardziej zbliżona do gospodarek rozwiniętych aniżeli wschodzących.

Wykres 7 Przepływy kapitału portfelowego do krajów EŚW w czasie wybranych epizodów *sudden stop*



Źródło: dane Eurostat, obliczenia własne.

Epizod związany z globalnym kryzysem finansowym : wrzesień 2008 r. – marzec 2009 r., roczny PKB za 2008 r.
Epizod związany z pandemią COVID-19 : marzec – kwiecień 2020 r., roczny PKB za 2019 r.

5. Podsumowanie

Napływ kapitału brutto do gospodarek EŚW w pierwszych dwóch dekadach XXI wieku był większy niż w innych gospodarkach wschodzących, a jednocześnie mniejszy niż w gospodarkach rozwiniętych. W większości państw EŚW dominujący udział miał napływ kapitału w formie inwestycji bezpośrednich. Wnioski z literatury wskazują, że taka struktura napływu kapitału była korzystna z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego.

Skala przepływów kapitałowych w krajach EŚW zmieniała się na przestrzeni czasu. W latach poprzedzających wybuch światowego kryzysu finansowego z 2009 r. przepływy kapitału do gospodarek krajów EŚW stopniowo się zwiększały, czemu sprzyjała liberalizacja ich rachunków finansowych. Niektóre państwa doświadczyły ponadto w okresie przedkryzysowym znacznego napływu kapitału do sektora bankowego, co sprzyjało nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej i powstawaniu nierównowag makroekonomicznych i finansowych. W początkowej fazie globalnego kryzysu, wraz ze wzrostem awersji inwestorów do ryzyka, nastąpił silny odpływ kapitału portfelowego z gospodarek EŚW.

Po globalnym kryzysie finansowym nastąpiło trwałe zmniejszenie i zmiana struktury napływu kapitału do gospodarek krajów EŚW. W tej grupie państw, inaczej niż w gospodarkach rozwiniętych i większości gospodarek wschodzących, zmniejszyła się skala napływu inwestycji bezpośrednich. Mogło to wiązać z długotrwałym pogorszeniem koniunktury i relatywnie słabym ożywieniem gospodarczym w krajach Europy Zachodniej należących do strefy euro będących istotnymi inwestorami zagranicznymi w krajach EŚW. Jednocześnie w pierwszych latach po wybuchu kryzysu gospodarki EŚW doświadczyły zwiększonych napływów kapitału portfelowego, co mogło wynikać z ekspansywnej polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w tym okresie. Po globalnym kryzysie finansowym, nastąpiło również zmniejszenie napływu kapitału do sektora bankowego tych państw.

Wybuchowi pandemii COVID-19 w 2020 r. towarzyszył ponowny wzrost awersji do ryzyka i znaczący odpływ kapitału portfelowego z rynków wschodzących. Skala odpływu kapitału z gospodarek EŚW była jednak znacznie mniejsza niż podczas epizodu związanego z globalnym kryzysem finansowym i mniejsza niż w wielu innych gospodarkach wschodzących, co sugeruje, że percepcja ryzyka inwestowania w tych krajach wśród zagranicznych inwestorów jest obecnie mniejsza i bardziej zbliżona do gospodarek rozwiniętych aniżeli wschodzących.

Literatura

[1] Albulescu T. C. (2015), Do foreign direct and portfolio investments affect long-term economic growth in Central and Eastern Europe ?, *Procedia Economics and Finance*, 23, 507-512.

[2] Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., (2008), Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation, *The Review of Economics and Statistics*, 90 (2), 347-368.

[3] Atoyan R. (2010), Beyond the Crisis: Revisiting Emerging Europe's Growth Model, *IMF Working Paper* WP/10/92.

[4] Bakker B.B., Klingen C. A. (2012), How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis, International Monetary Fund.

[5] Bank for International Settlements (2021), Changing patterns of capital flows, *CGFS Paper* No. 66.

[6] Bank Światowy (2008), Global economic prospects. Technology diffusion in the developing world.

[7] Bems R., Schellekens P. (2007), Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe?, *IMF Working Paper* WP/07/244.

[8] Bijsterbosch M., Kolasa M. (2009), FDI and productivity convergence in Central and Eastern Europe. An industry-level investigation, *ECB Working Paper* No. 992.

[9] Blanchard O., Acalin J. (2016), What Does Measured FDI Actually Measure?, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* PB16-17.

[10] Borga M., Caliandro C. (2016), Eliminating the pass-through: towards FDI statistics that better capture the financial and economic linkages between countries, *NBER Working Paper* No. 25029.

[11] Bremus F., Fratzscher M. (2015), Drivers of structural change in cross-border banking since the global financial crisis, *Journal of International Money and Finance*, 52, 32-59.

[12] Brixiova Z., Vartia L., Wörgötter A. (2010), Capital flows and the boom-bust cycle: The case of Estonia, *Economic Systems*, 34(1), 55–72.

[13] Buiter W.H. (1981), Time preference and international lending and borrowing in an overlapping-generations model, *The Journal of Political Economy*, 89(4), 769- 797.

[14] Calvo G., Leiderman L., Reinhert C. (1993), Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *International Monetary Fund Staff Papers*, 40 (1): 108-151.

[15] Campos N. F., Kinoshita Y. (2002), Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies, *Manchester School*, 70(3), 398–419.

[16] Central Statistics Office of Ireland (2016), The Impact of Redomiciled Companies on the Balance of Payments and International Investment Position.

[17] Chinn D. M., Ito H.(2006), What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.

[18] Chinn D. M., Ito H. (2008), A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309 – 322.

[19] Damijan J. P., Rojec M. (2007), Foreign Direct Investment and Catching Up of New EU Member States: Is There a Flying Geese Pattern?, *Applied Economics Quarterly*, 53(2), 91–118.

[20] Davis, J. S., Valente G., van Wincoop E. (2021), Global drivers of gross and net capital flows, *Journal of International Economics*, 128.

[21] Driscoll J. C., Kraay A.C. (1998), Consistent Covariance Matrix Estimation with partially Dependent Panel Data, *Review of Economics and Statistics* 80, 549–560.

[22] Dorucci E., Fidora M., Gartner Ch., Zumer T. (2021), The European exchange rate mechanism as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia, *ECB Economic Bulletin*, 8/2020.

[23] EBC (2018), Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective, *ECB Economic Bulletin*, 4/2018.

[24] Emter L., Schmitz M., Tirpak M. (2018), *Cross-border banking in the EU since the crisis: what is driving the great retrenchment* , ECB Working Paper No. 2130.

[25] Eguren-Martin F., Joy M., Maurini C., Moro A., Landi N. V., Schiavone A., van Hombeeck C. (2020), Capital flows during the pandemic: lessons for a more resilient international financial architecture, *Bank of England Financial Stability Paper* No. 45.

[26] Eren M., Zhuang H. (2015), Mergers and Acquisitions Versus Greenfield Investment, Absorptive Capacity, and Economic Growth: Evidence from 12 New Member States of the European Union, *Eastern European Economics*, 53(2), 99 – 123.

[27] Fernández-Arias E. (1996), The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?, *Journal of Development Economics*, 48 (2): 389-418.

[28] Fidrmuc J., Martin R. (2010), FDI, trade and growth in CESEE countries, *Focus on European Economic Integration* Q1/11.

[29] Furceri D., Zdzienicka A. (2010), The real effect of financial crises in the European transition economies, *Economics of Transition*, 19(1), 1–25.

[30] Ghosh R. A., Ostry D.J., Qureshi S.M. (2017), Taming the tide of capital flows: a policy guide, *MIT Press.*

[31] Glass A. J., Saggi K. (2002), Multinational Firms and Technology Transfer, *Scandinavian Journal of Economics*, 104(4), 495 – 513.

[32] Grela M., Majchrowska A., Michałek T., Muć J., Stążka-Gawrysiak A., Tchorek G., Wagner M. (2017), *Is Central and Eastern Europe converging towards EU-15?*, *NBP Working Paper* No. 264.

[33] Humanicki M., Makowski K., (2018), Mniej inwestycji bezpośrednich w Polsce to efekt zmian strukturalnych, *Obserwator Finansowy*, artykuł z 18 sierpnia 2018 r.

[34] Ichiue H., Lambert F. (2016), Post-crisis International Banking; An Analysis with New Regulatory Survey Data, *IMF Working Paper* WP/16/88.

[35] Koepke R. (2019), What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature, *Journal of Economic Surveys*, 33(2): 516-540.

[36] Kottaridi C., Stengos T. (2010), Foreign Direct Investment, Human Capital and Non-linearities in Economic Growth, *Journal of Macroeconomics*, 32(3), 858 – 871.

[37] Lahnsteiner M. (2020), The refinancing of CESEE banking sectors: What has changed since the global financial crisis?, *Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank, Q1/20, 6-19.

[38] Lane R. P., Milesi-Ferretti M. G. (2006), Capital Flows to Central and Eastern Europe, *IMF Working Paper* WP/06/188.

[39] Lane R.P., Milesi-Ferretti M.G. (2007),The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004, *Journal of International Economics* 73, 223-250.

[40] Ledóchowski M., Żuk P. (2022), What drives portfolio capital flows into emerging market economies? The role of the Fed's and ECB's balance sheet policies, *Emerging Markets Review*, 51B, June.

[41] Lorenz E., Schmitz M., Tirpák M. (2019), Cross-border banking in the EU since the crisis: What is driving the great retrenchment?, *Review of World Economics*, 155(2), 287-326.

[42] Lucas R. (1990), Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?, *American Economic Review*, 80 (2): 92–96.

[43] Magud E. N., Reinhart M. C., Rogoff S.K. (2018), Capital Controls: Myth and Reality--A Portfolio Balance Approach, *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, 19(1), 1-47, May.

[44] Melnyk L., Kubatko O., Pysarenko S. (2014), The Impact Of Foreign Direct Investment On Economic Growth: Case Of Post Communism Transition Economies, *Problems and Perspectives in Management*, 12(1), 17-24.

[45] MFW (2012), The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View.

[46] MFW (2013), Financing future growth: the evolving role of banking systems in CESEE, *Regional Economic Issues: Central, Eastern and Southeastern Europe*, April 2013.

[47] Mileva E. (2008), The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies, *ECB Working Paper* No. 871.

[48] Miteski M., Stefanova J. D. (2017), The impact of sectoral FDI on economic growth in Central, Eastern and Southeastern Europe, *National Bank of the Republic of North Macedonia Working Paper* No. 1/2017.

[49] Mundell R. (1963), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475–485.

[50] Nölke A., Vliegenthart A. (2009), Enlarging the Varieties of Capitalism: The Emergence of Dependent Market Economies in East Central Europe, *World Politics*, 61(4), 670-702.

[51] Obstfeld M., Rogoff K. (1995), The Intertemporal Approach to the Current Account [w]: Grossmann G., Rogoff K. (eds.) *Handbook of International Economics*, III, Elsevier.

[52] Obstfeld M., Rogoff K. (1996), Foundation of International Macroeconomics, *MIT Press*.

[53] Obstfeld M., Taylor A. M. (1998), The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run [in:] Bordo M.D., Goldin C. W., Eugene N. (eds.) The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century, *University of Chicago Press*, pp. 353–402.

[54] Reiter S. L., Steensma H. K. (2010), Human Development and Foreign Direct Investment in Developing Countries: The Influence of FDI Policy and Corruption, *World Development*, 38(12), 1678 – 1691.

[55] Romer P. (1993), Idea gaps and object gaps in economic development, *Journal of monetary economics*, 32(3), 543-573.

[56] Sachs J.D. (1981), The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 201-268.

[57] Simionescu M. (2018), What drives economic growth in some CEE countries?, *Studia Universitatis "Vasile Goldis" Arad. Economics Series*, 1/2018, 28.

[58] Solow R. (1957), Technical change and the aggregate production function, *The Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-330.

[59] Stiebale J., Reize F. (2011), The Impact of FDI through Mergers and Acquisitions on Innovation in Target Firms, *International Journal of Industrial Organization*, 29(2), 155-167.

[60] Tarashev N., Avdjiev S., Cohen B. (2016), International capital flows and financial vulnerabilities in emerging market economies: analysis and data gaps, Note submitted to the G20 International Financial Architecture Working Group, *Bank for International Settlements*.

[61] Vojtovic S., Klimaviciene A., Pilinkiene V. (2019), The linkages between economic growth and FDI in CEE countries, *Journal of Economics*, 67(3), 264-279.

[62] von Hagen J., Siedschlag I. (2008), Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe, *ESRI Working Paper 234*.

[63] Weresa A. M., Napiórkowski M. T. (2018), FDI and innovation in Central European countries, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 19(2), 235-251.

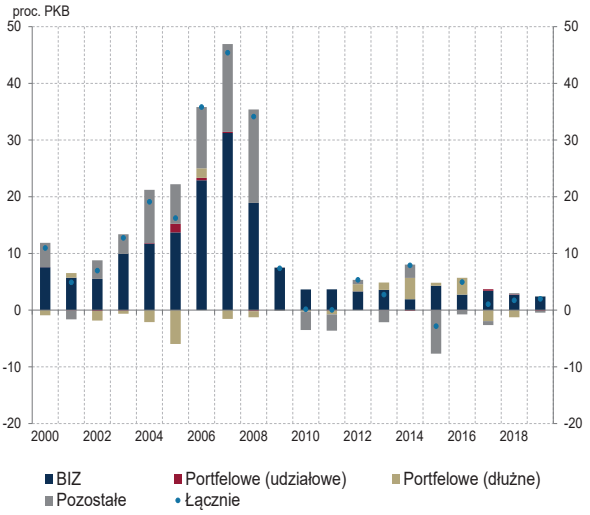
Aneks. Zróżnicowanie przepływów kapitału do poszczególnych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej

Tabela A.1 Napływ kapitału brutto w krajach EŚW w latach 2000-2019, proc. PKB (średnia).

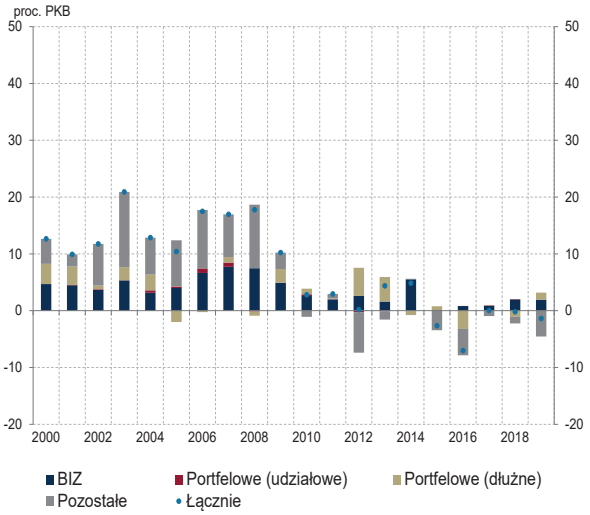
	BIZ	Portfelowe (łącznie)	Portfelowe (udziałowe)	Portfelowe (dłużne)	Pozostałe	Łącznie
			2000-2019			
Bułgaria	8,33	-0,19	0,08	-0,28	2,71	10,84
Chorwacja	3,60	1,14	0,12	1,02	2,50	7,24
Czechy	4,97	1,88	0,11	1,77	1,69	8,54
Estonia	8,04	0,53	-0,22	0,75	3,86	12,43
Litwa	3,15	2,03	0,08	1,95	2,60	7,78
Łotwa	3,49	1,68	0,08	1,60	6,52	11,69
Polska	3,36	1,61	0,26	1,36	1,18	6,15
Rumunia	3,69	1,16	0,10	1,06	2,20	7,05
Słowacja	5,20	2,57	0,10	2,46	2,91	10,67
Słowenia	2,25	2,18	0,22	1,96	2,13	6,56
Węgry	9,33	1,14	-0,04	1,18	1,75	12,21
Węgry (bez SPE)	4,67	0,98	-0,01	0,99	1,62	7,27
			2000-2007			
Bułgaria	13,54	-1,04	0,24	-1,28	6,52	19,02
Chorwacja	4,96	1,72	0,31	1,41	7,44	14,11
Czechy	6,99	1,38	0,28	1,11	1,41	9,78
Estonia	10,78	1,72	-0,32	2,04	11,38	23,87
Litwa	4,44	2,02	0,19	1,83	6,93	13,39
Łotwa	4,52	0,81	0,10	0,71	17,40	22,73
Polska	4,26	1,93	-0,03	1,95	1,48	7,66
Rumunia	5,17	0,67	0,17	0,50	6,06	11,90
Słowacja	8,91	2,06	0,16	1,90	2,92	13,90
Słowenia	2,91	0,94	0,19	0,75	9,50	13,35
Węgry	13,23	3,09	-0,22	3,31	4,62	20,94
Węgry (bez SPE)	5,84	4,20	-0,20	4,40	5,75	15,79
			2008-2019			
Bułgaria	4,85	0,37	-0,02	0,39	0,17	5,39
Chorwacja	2,70	0,75	-0,01	0,76	-0,79	2,66
Czechy	3,62	2,21	0,01	2,21	1,88	7,71
Estonia	6,22	-0,26	-0,14	-0,12	-1,15	4,81
Litwa	2,28	2,04	0,00	2,04	-0,29	4,03
Łotwa	2,80	2,27	0,07	2,20	-0,73	4,33
Polska	2,77	1,40	0,44	0,96	0,98	5,15
Rumunia	2,71	1,48	0,04	1,44	-0,37	3,83
Słowacja	2,72	2,91	0,07	2,84	2,90	8,52
Słowenia	1,81	3,01	0,24	2,76	-2,78	2,03
Węgry	6,08	-0,49	0,11	-0,60	-0,64	4,94
Węgry (bez SPE)	4,09	-0,63	0,09	-0,72	-0,45	3,00

Źródło: dane MFW i Banku Węgier, obliczenia własne.
Węgry (bez SPE) – dane Banku Węgier z wyłączeniem transakcji podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPE).

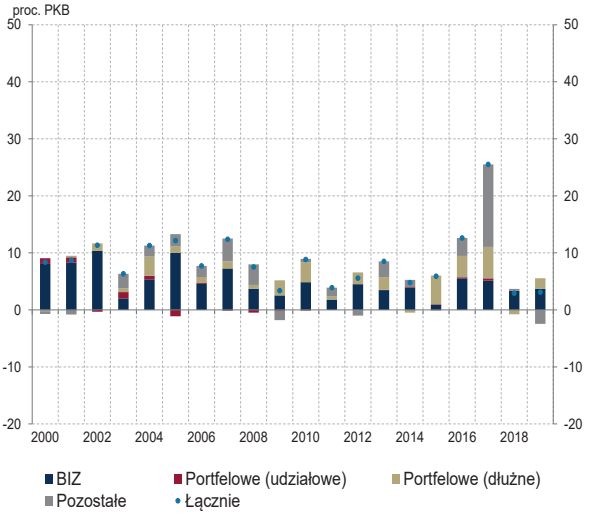
Wykres A.1 Bułgaria



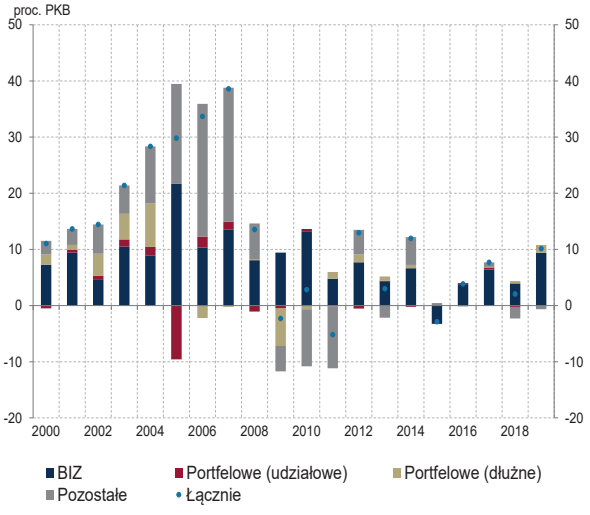
Wykres A.2 Chorwacja



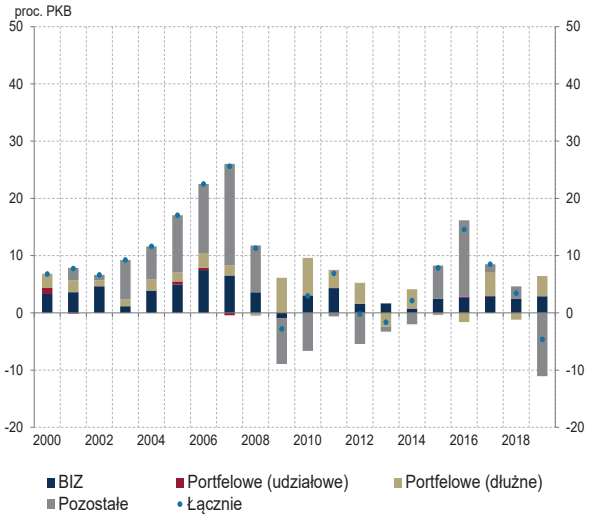
Wykres A.3 Czechy



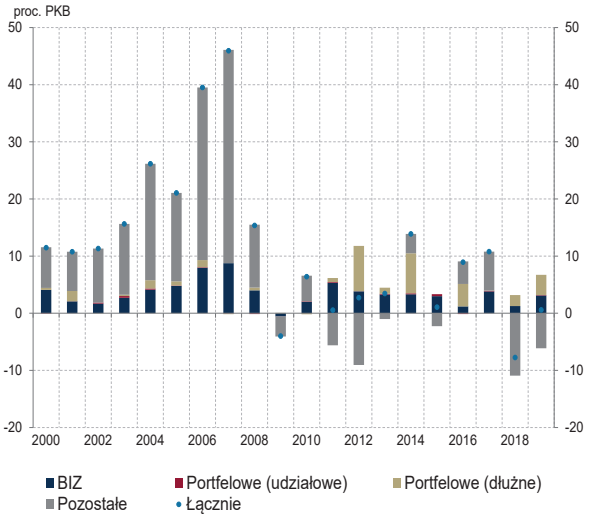
Wykres A.4 Estonia



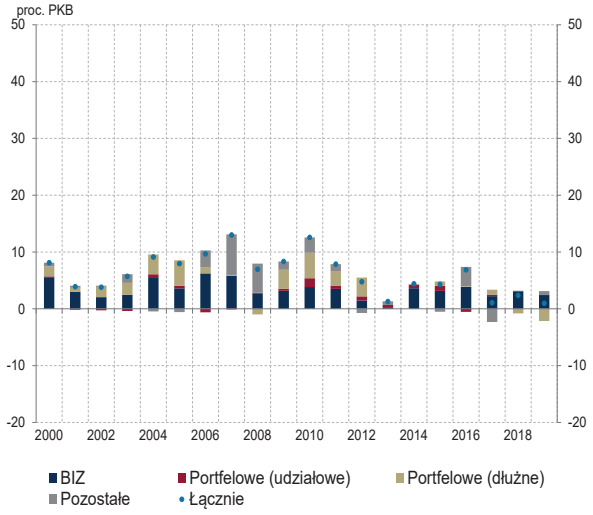
Wykres A.5 Litwa



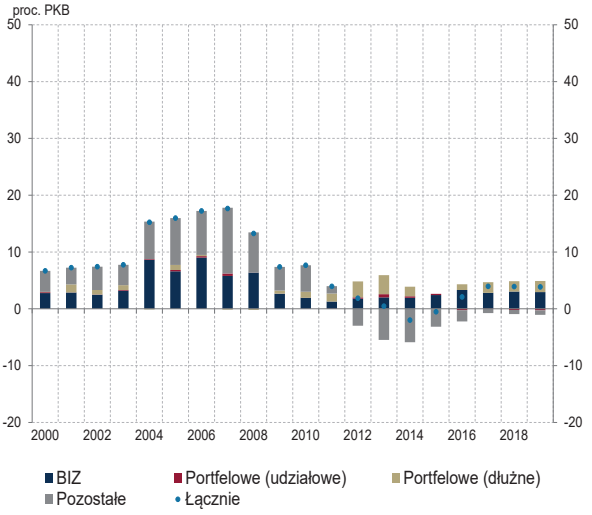
Wykres A.6 Łotwa



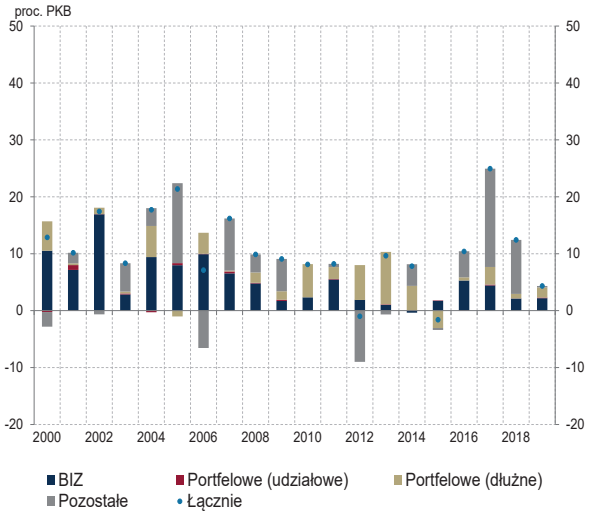
Wykres A.7 Polska



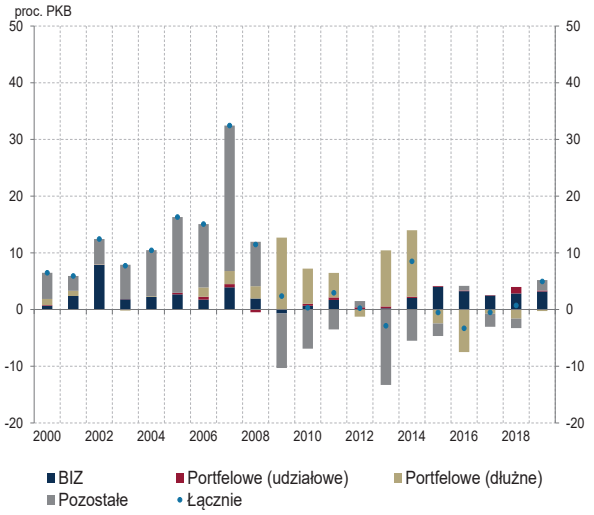
Wykres A.8 Rumunia



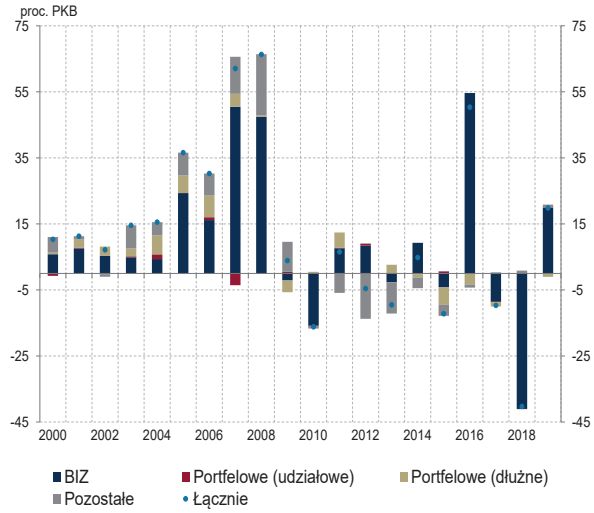
Wykres A.9 Słowacja



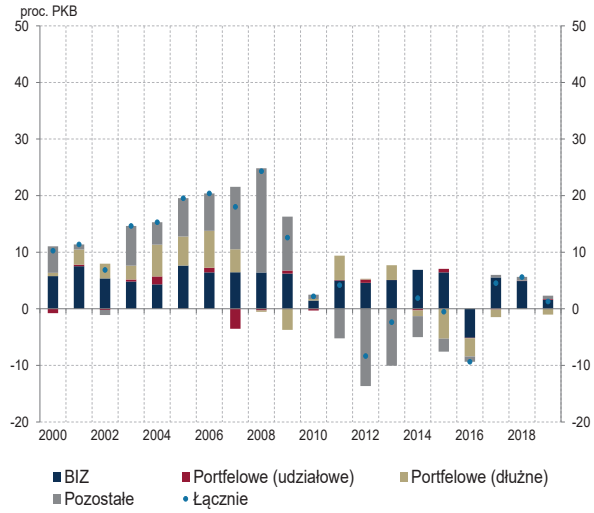
Wykres A.10 Słowenia



Wykres A.11 Węgry



Wykres A.12 Węgry (bez SPE)



Zródło: dane MFW i Banku Węgier, obliczenia własne.

Węgry (bez SPE) – dane Banku Węgier z wyłączeniem transakcji podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPE).

www.nbp.pl