

# Ewa Bilewicz

---

## Światowy kryzys finansowy a napływ kapitału do krajów rozwijających się

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 24, 25-38

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

**Ewa Bilewicz**

Uniwersytet Szczeciński

## **ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY A NAPŁYW KAPITAŁU DO KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ**

### **Streszczenie**

W ostatnich dwóch dekadach rola państw rozwijających się na międzynarodowych rynkach finansowych stale rośnie. Kraje te pozyskują znaczące finansowanie zagraniczne, które przyczynia się do rozwoju ich gospodarek, jednak rosnące przepływy kapitałowe coraz częściej destabilizują ich gospodarki. Globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 spowodował spadek napływu kapitału do krajów rozwijających się. Miał również negatywny wpływ na realną sferę gospodarki. Poszczególne kraje rozwijające się i regiony zostały w różnym stopniu dotknięte przez kryzys. Podatność krajów na kryzys zależała od takich czynników jak: struktura terminowa napływającego kapitału zagranicznego, rodzaj wykorzystywanych w finansowaniu zagranicznym instrumentów, sytuacja na rachunku obrotów bieżących.

**Słowa kluczowe:** napływ kapitału do krajów rozwijających się, globalny kryzys finansowy, podatność krajów rozwijających się na kryzys.

### **Wprowadzenie**

W ostatnich dwóch dekadach rola państw rozwijających się na międzynarodowych rynkach finansowych stale rośnie. Kraje te pozyskują znaczące finansowanie zagraniczne, które przyczynia się do rozwoju ich gospodarek. Rosnące

przepływy kapitałowe powodują jednak, że kraje rozwijające się coraz częściej doświadczają kryzysów finansowych, które destabilizują ich gospodarki.

Ostatnim takim kryzysem był tzw. globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w lipcu 2007 roku. Mimo że miał źródło w gospodarce amerykańskiej, wpłynął na rynki finansowe w krajach rozwijających się, przyczyniając się do spowolnienia ich wzrostu gospodarczego.

Celem artykułu jest przedstawienie głównych tendencji w rozmiarach i strukturze napływu kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego oraz wskazanie wpływu tego kryzysu na dopływ kapitału zagranicznego do tych krajów.

## **1. Napływ kapitału przed kryzysem finansowym z lat 2007–2009**

Kraje rozwijające się coraz silniej integrują się z międzynarodowym rynkiem finansowym i odgrywają na nim coraz ważniejszą rolę. Swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się umożliwia procesy deregulacji i liberalizacji krajowych rynków finansowych oraz obniżanie barier dla międzynarodowych przepływów kapitału. O wielkości, strukturze i kierunkach napływu kapitału do poszczególnych krajów i regionów decydują czynniki pull (wewnętrzne) oraz push (zewnętrzne). Czynniki pull to te, które zachęcają inwestorów zagranicznych do lokowania środków w danym kraju, takie jak: szybsze tempo rozwoju gospodarczego kraju, realizowane procesy prywatyzacyjne lub mniejsze ryzyko inwestycyjne. Czynniki push natomiast wynikają z sytuacji panującej na rynkach zewnętrznych, na przykład rosnącego znaczenia inwestorów instytucjonalnych czy niskich stóp procentowych w krajach rozwiniętych<sup>1</sup>. Na skutek oddziaływania tych czynników nastąpił wzrost przepływów kapitałowych pomiędzy krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się.

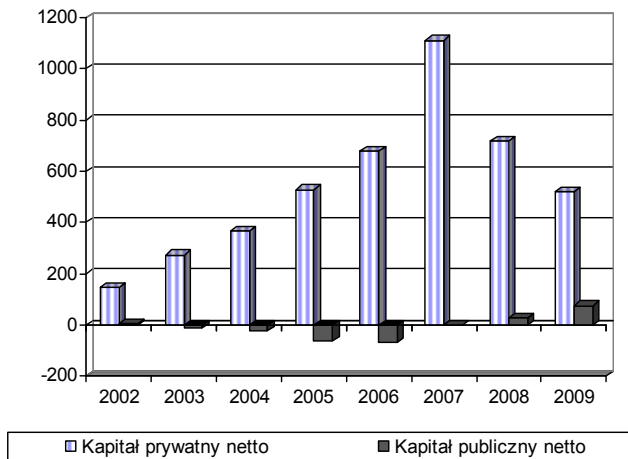
W latach 2002–2007 miał miejsce szybki wzrost napływu kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się. Wartość napływającego kapitału, zarówno prywatnego, jak i publicznego zwiększyła się z 154 mld USD w 2002 roku do 1110 mld USD w 2007 roku. Napływ kapitału netto w relacji do PNB w 2007 roku stanowił 8% i był o 5,3 punktu procentowego wyższy niż w 2002

---

<sup>1</sup> Szerzej na ten temat zob. J.T. Yap, *Managing Capital Flows: The Case of the Philippines*. ADB Institute „Discussion Paper” 2008, nr 91.

roku. Wzrost ten był wynikiem przede wszystkim coraz większej liczby transakcji prywatnych. Wartość napływu kapitału prywatnego netto zwiększyła się w tym okresie około 7,5-krotnie, podczas gdy napływ kapitału publicznego w latach 2003–2006 był ujemny, a w 2007 roku wyniósł zero (por. rysunek 1).

Rysunek 1. Napływ kapitału zagranicznego publicznego i prywatnego do krajów rozwijających się w latach 2002–2009 (mld USD)



Źródło: *Global Development Finance 2011*, The World Bank, New York 2011.

Z punktu widzenia korzyści, jakie odnosi gospodarka danego kraju z napływu kapitału, istotne znaczenie ma jego rodzaj (kapitał dłużny czy udziałowy). W latach 2002–2007 napływ kapitału udziałowego był wyższy niż kapitału dłużnego. W analizowanym okresie średnioroczna wartość napływu kapitału udziałowego wyniosła około 400 mld USD, zaś kapitału dłużnego około 185 mld USD. Należy uznać to za zjawisko korzystne, panuje bowiem powszechne przekonanie, że zagraniczne inwestycje udziałowe są korzystniejszą formą przepływu kapitałów od inwestycji dłużnych, zwłaszcza w odniesieniu do krajów rozwijających się. Dotyczy to przede wszystkim tej formy kapitału udziałowego, która przybiera postać zagranicznych inwestycji bezpośrednich<sup>2</sup>. Są one uważane za najbardziej stabilną i bezpieczną formę kapitału, co ma

<sup>2</sup> Szerzej na ten temat zob. m.in. H. Reisen, M. Soto, *Which Types of Capital Inflows Foster Developing – Country Growth?*, „International Finance” 2001, nr 4.

szczególne znaczenie w obliczu rosnącej podatności krajów na kryzysy. Niemniej kapitał dłużny nadal odgrywa ważną rolę w finansowaniu zagranicznym wielu krajów rozwijających się. Choć – jak wspomniano – średnioroczna wartość jego napływu w latach 2002–2007 była niższa niż kapitału udziałowego, to jednak cechował się on wyższą dynamiką (por. tabela 1).

Tabela 1. Napływ kapitału zagranicznego netto do krajów rozwijających się w latach 2002–2009 (mld USD)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Kapitał publiczny i prywatny</b>	<b>154,4</b>	<b>262,4</b>	<b>342,2</b>	<b>464,8</b>	<b>610,2</b>	<b>1110,5</b>	<b>743,9</b>	<b>597,8</b>
<b>Kapitał udziałowy</b>	<b>162,5</b>	<b>178,8</b>	<b>243,6</b>	<b>341,1</b>	<b>451,0</b>	<b>643,2</b>	<b>533,9</b>	<b>462,2</b>
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie	154,3	152,5	206,7	273,6	343,3	508,1	587,1	354,1
Zagraniczne inwestycje portfelowe udziałowe	8,3	26,3	36,9	67,5	107,7	135,1	-53,2	108,2
<b>Kapitał dłużny</b>	<b>-8,1</b>	<b>83,6</b>	<b>98,6</b>	<b>123,7</b>	<b>159,2</b>	<b>467,3</b>	<b>209,9</b>	<b>135,5</b>
<b>Kredytodawcy publiczni</b>	<b>6,7</b>	<b>-11,9</b>	<b>-24,1</b>	<b>-64,0</b>	<b>-69,6</b>	<b>0,0</b>	<b>27,8</b>	<b>76,4</b>
<b>Kredytodawcy prywatni</b>								
Długo- i średnio-termiowy	-1,7	38,3	69,8	113,2	144,9	283,1	196,1	52,7
Obligacje	11,1	23,1	34,3	48,2	31,7	88,2	24,1	51,1
Kredyty	-12,8	15,2	35,5	65,0	113,2	194,9	172,0	1,6
Krótkoterminowy	-13,1	57,2	52,9	74,5	83,9	184,2	-14,0	6,4

Źródło: jak na rys. 1.

Jeżeli chodzi o zagraniczne inwestycje bezpośrednie, to w latach 2002–2007 ich napływ zwiększył się ze 154 mld USD do 508 mld USD, czyli ponadtrzykrotnie. W strukturze napływającego kapitału stanowiły one dominującą pozycję. W 2007 roku przypadło na nie około 45% napływu kapitału netto.

W analizowanym okresie napływ inwestycji portfelowych zarówno udziałowych, jak i dłużnych, cechowała tendencja rosnąca. Wartość inwestycji udziałowych w latach 2002–2007 zwiększyła się przeszło 16-krotnie, zaś dłużnych 8-krotnie. Przyczyną rosnącego zainteresowania zagranicą inwestowaniem w papiery wartościowe emitowane przez kraje rozwijające się był wzrost atrakcyjności lokat w tych krajach, który wynikał z wyższej dochodowości aktywów

krajów rozwijających się. Ponadto czynnikiem zachęcającym do inwestowania kapitału w tej formie była poprawa fundamentalnych wskaźników gospodarczych w krajach rozwijających się, co zmniejszyło ryzyko inwestowania w ich aktywa.

Od 2003 roku można również zaobserwować wyraźny wzrost znaczenia kredytów bankowych i innych prywatnych kredytodawców. W latach 2003–2007 napływ kapitału w tej formie zwiększył się aż 13-krotnie. Jego udział w napływie kapitału netto w 2007 roku wyniósł 17% i był trzykrotnie wyższy niż w 2004 roku. Wynikało to z faktu, że banki z krajów rozwijających się w ostatnich kilku latach uzależniły się od kredytów zaciąganych w bankach-matkach lub na międzynarodowym rynku bankowym, które wykorzystywały do finansowania akcji kredytowej. Jak pisze Sławiński, ogromna skala pożyczek zaciąganych przez banki krajów wschodzących w bankach krajów wysoko rozwiniętych była zjawiskiem, które pozwala zrozumieć, dlaczego upadek banku Lehman Brothers wpłynął tak silnie i niekorzystnie na systemy bankowe krajów wschodzących<sup>3</sup>.

Wzrost napływu kapitału netto miał miejsce we wszystkich regionach krajów rozwijających się, ale w największym stopniu dotyczył Europy i Azji Środkowej oraz Azji Wschodniej i Pacyfiku. W 2007 roku do tych dwóch regionów trafiło około 62% łącznych inwestycji kapitałowych w krajach rozwijających się (por. tabela 2).

Silniejsza integracja z rynkiem finansowym może przynieść wiele korzyści gospodarkom krajów rozwijających się. Z punktu widzenia tej grupy krajów szczególnie znaczenie ma możliwość zasilenia ich gospodarek dodatkowym kapitałem inwestycyjnym. Z drugiej jednak strony, proces ten niesie ze sobą wiele potencjalnych zagrożeń, a zwłaszcza większą podatność krajów rozwijających się na zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych<sup>4</sup>. Taka sytuacja miała miejsce w latach 2007–2009, kiedy to kryzys, który rozpoczął się na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, przeniósł się poprzez rynki finansowe i handel zagraniczny do krajów rozwijających się i bardzo silnie dotknął ich gospodarki.

---

<sup>3</sup> A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2009, s. 48.

<sup>4</sup> Szerzej na ten temat zob. m.in. C. Arteta, B. Eichengreen, Ch. Wyplosz, *When Does Capital Liberalization Help More Than It Hurts?*, „Working Paper”, NBER, Cambridge 2001, nr 8414.

Tabela 2. Napływ kapitału zagranicznego netto do krajów rozwijających się w latach 2005–2009 według regionów (mld USD)

Region	Napływ kapitału zagranicznego				
	2005	2006	2007	2008	2009
Kraje rozwijające się ogółem	465	610	1110	744	598
Azja Wschodnia i Pacyfik	171	192	282	183	191
Europa i Azja Środkowa	128	218	411	262	90
Ameryka Łacińska i Karaiby	85	66	217	177	167
Bliski Wschód i Afryka Północna	19	14	30	21	28
Azja Południowa	29	77	118	62	77
Afryka Subsaharyjska	33	43	53	39	45

Źródło: jak na rys. 1.

## 2. Zmiany w napływie kapitału do krajów rozwijających się po kryzysie finansowym

W połowie 2007 roku pojawiły się pierwsze zaburzenia na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych. W początkowym okresie kryzys nie miał istotnego wpływu na sytuację w krajach rozwijających się. Część ekonomistów sądziła wówczas, że kryzys w krajach rozwiniętych w niewielkim stopniu dotknie kraje rozwijające się. Wynikało to z faktu, że banki z krajów rozwijających się nie były zaangażowane finansowo na rynku instrumentów opartych na kredytach hipotecznych. Ponadto w ostatnich latach w gospodarkach tych krajów dokonano wielu reform, dzięki którym były one w dość dobrej kondycji. Spodziewano się, że szybko rozwijające się gospodarki wschodzące, zwłaszcza azjatyckie, zrównoważą recesję w Stanach Zjednoczonych. Jednak opinia o odmiennym niż w krajach rozwiniętych ukształtowaniu się cyklu w gospodarkach wschodzących (tzw. decoupling) nie potwierdziła się<sup>5</sup>. Gdy kryzys nasilił się rok później, po upadku Lehmann Brothers we wrześniu 2008 roku, nastąpił olbrzymi odpływ kapitałów z krajów rozwijających się do tzw. bezpiecznej przystani, czyli na amerykański rynek skarbowych papierów wartościowych. Po kryzysie finansowym łączna wartość kapitału netto napływającego do tych krajów obniżyła się prawie o połowę, z 1110 mld USD w 2007 roku do 598 mld USD w 2009 roku.

<sup>5</sup> *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, wrzesień 2009, s. 14.

M. Cali, I. Massa i D. te Velde wskazują następujące sposoby oddziaływania kryzysu na światowych rynkach finansowych na przepływy kapitałowe do krajów rozwijających się<sup>6</sup>:

- poprzez efekt wypłacalności – wiele banków z krajów rozwiniętych poniosło straty na rynku obligacji subprime, co spowodowało pogorszenie ich wyników finansowych. Konieczność pokrycia przez nie strat bilansowych (by zachować odpowiednią relację kapitału do wielkości aktywów) spowodowała, że banki ograniczyły wzrost aktywów, w tym również kredytów dla krajów rozwijających się;
- poprzez efekt płynności – ze względu na niepewność co do kondycji finansowej poszczególnych instytucji finansowych (wynikającą z obaw o ewentualne straty poniesione przez banki na rynkach instrumentów strukturyzowanych), banki ograniczyły liczbę zawieranych transakcji, co spowodowało spadek płynności na rynku międzybankowym; w efekcie ograniczony został dostęp banków z krajów rozwijających do kredytów zagranicznych;
- poprzez awersję do ryzyka – na skutek kryzysu wśród inwestorów wzrosła awersja do ryzyka, co przyczyniło się do zmniejszenia ich zaangażowania w aktywa krajów rozwijających się, postrzeganych jako ryzykowne i ucieczkę w stronę jakości, to jest głównie na rynek amerykańskich papierów skarbowych. A zatem paradoksalnie, choć kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, to kapitał nie odpłynął z tego kraju, lecz zaczął do niego powracać, natomiast ograniczone zostało finansowanie krajów rozwijających się, choć banki z tych krajów nie poniosły istotnych strat na rynku obligacji strukturyzowanych;
- poprzez spowolnienie wzrostu gospodarczego – ze względu na wysoką niepewność co do perspektyw światowego wzrostu gospodarczego wielu inwestorów zagranicznych ograniczyło swoje zaangażowanie w krajach rozwijających się.

Kryzys wpłynął głównie na napływ kapitału prywatnego do krajów rozwijających się. W 2009 roku było on o połowę mniejszy niż w 2007 roku (por. tabela 1). Wskutek zaistniałego kryzysu i związanej z tym konieczności udzie-

---

<sup>6</sup> M. Cali, I. Massa, D. te Velde, *The Global Financial Crisis: financial flows to developing countries set to fall by one quarter*, Overseas Development Institute, November 2008, <http://www.odi.org.uk/resources/download/2523.pdf>, (data pobrania: kwiecień 2011).



lenia pomocy krajom dotkniętym przez kryzys, malejący dopływ kapitałów prywatnych częściowo został skompensowany w latach 2008–2009 zwiększonym napływem kapitałów ze źródeł oficjalnych, takich jak MFW i Bank Światowy. W 2008 roku wartość tego kapitału wyniosła około 28 mld USD, a rok później około 76 mld USD.

Jeżeli chodzi o kapitał prywatny, to kryzys finansowy przyniósł dużą redukcję napływu zarówno kapitału udziałowego, jak i dłużnego. Wartość kapitału udziałowego w latach 2007–2009 obniżyła się z 643 mld USD do 462 mld USD, to jest o 28%. W ramach kapitału udziałowego odnotowano w tym okresie odmienne tendencje w napływie zagranicznych inwestycji bezpośrednich i inwestycji portfelowych udziałowych. W 2008 roku kapitał w formie zagranicznych inwestycji bezpośrednich był jeszcze odporny na zaburzenia na rynkach finansowych i jego wartość zwiększyła się w stosunku do roku poprzedniego, ale już w 2009 roku spowolnienie gospodarcze w krajach rozwiniętych przełożyło się na spadek zagranicznych inwestycji bezpośrednich o 40% w stosunku do roku poprzedniego. Mniejsza skłonność do inwestycji korporacji międzynarodowych wynikała z pogorszenia warunków prowadzenia działalności po kryzysie, w warunkach osłabienia globalnego popytu zmniejszyła się bowiem zyskowość inwestycji, zaś wzrosła niepewność<sup>7</sup>. W przeciwieństwie do inwestycji bezpośrednich, w 2008 roku inwestycje portfelowe udziałowe znacząco zmaleły. Napływ w wysokości 135 mld USD w 2007 roku rok później przekształcił się w odpływ o wartości 53 mld USD. Inwestorzy wycofywali swoje kapitały z rynków rozwijających się w obawie o bezpieczeństwo lokat. W 2009 roku miał już miejsce powrót kapitału zagranicznego w tej formie do krajów rozwijających się. Napływ kapitału wyniósł wówczas 108 mld USD, to jest mniej więcej tyle, ile przed kryzysem. Jednak około 90% inwestycji skoncentrowanych było w 10 krajach (między innymi Brazylii, Chinach, Indiach, Indonezji, Meksyku)<sup>8</sup>.

Na skutek kryzysu w latach 2007–2009 zmniejszył się również napływ kapitału dłużnego: z 467,3 mld USD do 135 mld USD, to jest aż o 70%. Napływ prywatnego kapitału dłużnego w 2008 roku stanowił zaledwie połowę wartości napływu w 2007 roku, a w 2009 roku jedynie około 1/4. Spadek napływu kapitału w tej formie wynikał przede wszystkim z ograniczenia kredytowania przez

<sup>7</sup> *Global Development Finance 2011, op.cit, s. 2.*

<sup>8</sup> *Ibidem.*

podmioty prywatne, natomiast zwiększyły się – jak już wspomniano – kredyty od wierzycieli publicznych.

W ramach kapitału dłużnego, średnio- i długoterminowego w 2008 roku redukcji uległy zarówno inwestycje portfelowe dłużne, jak i przepływy kapitałowe w formie kredytów od wierzycieli prywatnych. Jednak już w następnym roku inwestycje portfelowe dłużne odnotowały wzrost, natomiast w przypadku kredytów miał miejsce dalszy, bardzo głęboki spadek ich wartości (z 172 mld USD w 2008 roku do 1,6 mld USD w 2009 roku). Jak już sygnalizowano, przed kryzysem miał miejsce szybki wzrost napływu kapitału w formie kredytów bankowych. Jednak gdy wybuchł kryzys, banki zagraniczne ograniczyły finansowanie banków w krajach rozwijających się, co było jednym z kanałów transmisji kryzysu do tych krajów.

Poszczególne kraje i regiony zostały dotknięte przez kryzys w różnym stopniu. W 2008 roku największy spadek napływu kapitału dłużnego i udziałowego odnotowano w Azji Południowej. Wyniósł on blisko 50%. Również w Europie i Środkowej Azji oraz Azji Wschodniej i Pacyfiku napływ kapitału obniżył się w 2008 roku o około 35%. Jednakże już w 2009 roku w większości regionów napływ kapitałów zwiększył się, choć był znacznie niższy niż w 2007 roku. Jedynie w Europie i Azji Środkowej miała miejsce dalsza redukcja napływu kapitału. W 2009 roku stanowił on zaledwie 22% w porównaniu z rokiem 2007.

Do czynników, które zwiększyły podatność Europy i Azji Środkowej na kryzys znacznie bardziej niż innych regionów można zaliczyć<sup>9</sup>:

1. Duży dopływ kredytów bankowych przed kryzysem finansowym – jest to kapitał znacznie mniej stabilny niż zagraniczne inwestycje bezpośrednie i w sytuacji kryzysowej może łatwo zostać wycofany z danego kraju. Kraje, które przed kryzysem szeroko wykorzystywały tę formę kapitałów do finansowania swojego rozwoju, mocno ucierpiały wskutek kryzysu. W latach 2002–2005 do krajów Europy i Azji Środkowej trafiało średnio 50% zagranicznych kredytów bankowych dla krajów rozwijających się (por. tabela 3).

---

<sup>9</sup> M. Cali, I. Massa..., *op.cit.*

Tabela 3. Zagraniczne kredyty bankowe dla krajów rozwijających się według regionów w latach 2002–2007 (mld USD)

Region	Zagraniczne kredyty bankowe					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kraje rozwijające się ogółem	146,0	175,3	235,2	285,5	397,0	454,7
Azja Wschodnia i Pacyfik	27,3	37,2	34,8	43,7	42,4	65,1
Europa i Azja Środkowa	61,5	76,3	128,4	170,1	260,3	252,1
Ameryka Łacińska i Karaiby	46,3	47,0	53,3	48,2	76,6	77,9
Bliski Wschód i Afryka Północna	2,7	2,5	1,9	4,5	3,1	9,4
Azja Południowa	5,6	8,7	11,8	11,0	10,7	32,1
Afryka Subsaharyjska	2,6	3,7	4,9	8,0	3,9	18,1

Źródło: *Global Development Finance 2008*, The World Bank, New York 2008.

2. Strukturę terminową napływającego kapitału i zadłużenia zagranicznego – duży napływ kapitału krótkoterminowego i związany z tym wzrost krótkoterminowego długu zagranicznego zwiększa podatność kraju na zaburzenia na rynkach finansowych. Jak wynika z danych w tabeli 4, w latach 2005–2007 krótkoterminowy kapitał został ulokowany głównie w krajach Europy i Azji Środkowej oraz Azji Wschodniej i Pacyfiku (por. tabela 4).

Tabela 4. Napływ kapitału dłużnego krótkoterminowego do krajów rozwijających się według regionów w latach 2005–2009 (mld USD)

Region	Napływ kapitału dłużnego krótkoterminowego				
	2005	2006	2007	2008	2009
Kraje rozwijające się ogółem	74,5	83,9	184,2	-14,0	6,4
Azja Wschodnia i Pacyfik	34,8	25,1	55,4	-11,2	55,4
Europa i Azja Środkowa	18,4	35,4	75,7	-15,3	-37,7
Ameryka Łacińska i Karaiby	15,7	-2,1	32,7	4,1	-1,8
Bliski Wschód i Afryka Północna	0,3	-0,8	3,5	-4,2	1,6
Azja Południowa	2,3	16,8	12,9	7,9	-0,9
Afryka Subsaharyjska	3,0	9,4	4,0	4,6	-10,0

Źródło: jak na rys. 1.

3. Sytuację na rachunku obrotów bieżących – utrzymujący się w długim okresie duży deficyt w obrotach bieżących świadczy o uzależnieniu

danego kraju od kapitału zagranicznego. Przed kryzysem najlepszą sytuację w obrotach bieżących miała Azja Wschodnia i Pacyfik. W latach 2002–2007 bardzo szybko rosła nadwyżka w obrotach bieżących w tym regionie i w 2007 roku wyniosła 427 mld USD (por. tabela 5). Dodatkowo saldo w obrotach bieżących w połączeniu z wysokimi rezerwami walutowymi zwiększyły odporność tego regionu na kryzys.

Jeżeli chodzi o Europę i Azję Środkową, to również przez kilka lat przed kryzysem saldo obrotów bieżących było dodatnie. Jednakże było to głównie efektem nadwyżki w obrotach bieżących w Rosji i w Azerbejdżanie, które w 2006 roku wyniosły odpowiednio 10% i 19% PKB. Natomiast w większości pozostałych krajów odnotowywano deficyt. W niektórych krajach był on bardzo wysoki (na przykład w 2006 roku wyniósł: na Łotwie 22% PKB, w Bułgarii 16%, a w Rumunii 10,5%).

Ograniczony dostęp do finansowania zagranicznego stał się jednym z kanałów, poprzez który kryzys przeniósł się z krajów rozwiniętych do rozwijających się. Zmniejszony napływ kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się wraz ze spadkiem dochodów z eksportu towarów i usług oraz mniejszymi wpływami z tytułu przekazów pracowniczych spowodował, że część z nich miała problemy ze sfinansowaniem transakcji na rachunku obrotów bieżących<sup>10</sup>. Ograniczenie dopływu środków z zagranicy oraz zaostrzenie polityki kredytowej przez banki zagraniczne doprowadziło również do spadku akcji kredytowej w niektórych krajach. Na przykład w krajach bałtyckich roczna dynamika kredytów zmniejszyła się z ponad 60% w 2006 roku do wartości ujemnych w lipcu 2009 roku, a w Bułgarii i Rumunii z 60% w 2007 roku do około 10% w lipcu 2009 roku<sup>11</sup>.

Ograniczenie podaży kredytów, zarówno krajowych jak i zagranicznych, wpłynęło negatywnie na możliwość inwestowania przez przedsiębiorstwa z krajów rozwijających się. Nakłady inwestycyjne w krajach Europy Środkowej i Wschodniej obniżyły się w latach 2007–2009 z 24,5% PKB do 18,9% PKB, w krajach WNP z 26,3% PKB do 18,8% PKB, zaś w Ameryce Łacińskiej z 22,5% PKB do 20,1% PKB. Zmniejszeniu uległo również tempo wzrostu

<sup>10</sup> *Global Development Finance 2009*, The World Bank, New York 2009, s. 60.

<sup>11</sup> *Polska wobec światowego...*, *op.cit.*, s. 15.

gospodarczego krajów rozwijających się. W 2009 roku tempo wzrostu ich PKB wyniosło 2,7% i było o 6,1 punktu procentowego niższe niż w 2007 roku<sup>12</sup>.

Tabela 5. Salda bilansu obrotów bieżących w krajach rozwijających się w latach 2002–2009 (mld USD)

Kraje rozwijające się	Salda bilansu obrotów bieżących							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Azja Wschodnia i Pacyfik	53,7	70,0	83,3	175,1	298,2	427,2	468,4	361,6
Europa i Azja Środkowa	24,5	19,5	35,8	47,2	35,6	-22,1	4,2	12,9
Ameryka Łacińska i Karaiby	-16,0	8,8	21,1	33,7	44,2	10,4	-34,6	-19,8
Bliski Wschód i Afryka Północna	-0,4	4,1	3,9	9,2	25,6	37,3	48,0	-11,6
Południowa Azja	11,6	12,5	-0,9	-14,8	-16,5	-17,3	-49,5	-27,9
Afryka Subsaharyjska	-2,7	-2,6	5,8	24,8	23,2	1,7	-8,1	-12,9

Źródło: *World Bank Database*, 2011, <http://worldbank.org>, (data pobrania: kwiecień 2011).

Według danych MFW, po znacznej redukcji w latach 2008–2009 napływ kapitału do krajów rozwijających się w 2010 roku ponownie zaczął się zwiększać. Przyczynił się do tego między innymi szybszy niż w krajach rozwiniętych powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Dodatkowo luźna polityka monetarna prowadzona przez banki centralne w krajach rozwiniętych spowodowała, że stopy procentowe utrzymują się tam na niskim poziomie. Stąd też inwestorzy w poszukiwaniu wyższych zysków ponownie skierowali się na rynki krajów rozwijających się. Również poprawa terms of trade krajów eksportujących surowce przyciąga coraz więcej zagranicznych inwestycji bezpośrednich do krajów rozwijających się<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Dane MFW, <http://imf.org>, (data pobrania: kwiecień 2011).

<sup>13</sup> *World Economic Situation and Prospects 2011*, United Nations, New York 2011, s. 71.

## Podsumowanie

Kraje rozwijające się zliberalizowały przepływy kapitału, oczekując w zamian korzyści, przede wszystkim w postaci przyspieszonego wzrostu gospodarczego. Zniesienie barier w przepływie kapitału pociąga jednak za sobą zwiększone ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego oraz przenoszenia się go pomiędzy krajami. Globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku, jest kolejnym, którego doświadczyły kraje rozwijające się w ostatnich dwóch dekadach. Dotknął on bardzo silnie ich gospodarki. Wpłynął głównie na napływ kapitału prywatnego do krajów rozwijających się, a następnie przeniósł się w sferę realną.

Cały czas pozostaje otwarte pytanie, w jaki sposób kraj ma uczestniczyć w globalizacji finansowej, aby osiągnąć jak największe korzyści z punktu widzenia finansowania rozwoju gospodarczego i jednocześnie uniknąć zagrożenia utraty stabilności finansowej? Doświadczenia ostatniego kryzysu pokazały rolę, jaką odegrały zagraniczne banki w transmisji kryzysu z krajów rozwiniętych do rozwijających, które w sytuacji rosnącej awersji do ryzyka oraz problemów z płynnością na międzynarodowym rynku bankowym ograniczyły finansowanie krajów rozwijających się. Jednak nie wszystkie kraje kryzys dotknął w takim samym stopniu. Bardziej podatne na niego były te, które cechowała duża nierównowaga zewnętrzna, szybko rosnące zadłużenie zagraniczne oraz silne uzależnienie od zagranicznych kredytów bankowych.

Państwa rozwijające się powinny wyciągnąć wnioski z ostatniego kryzysu finansowego. Ograniczeniu nadmiernej zmienności kapitału zagranicznego pozyskiwanego za pośrednictwem banków krajowych mogłaby sprzyjać polityka ukierunkowana na zachęcanie banków do zwiększania stabilnych źródeł finansowania akcji kredytowej. Jednocześnie tworzone na arenie międzynarodowej nowe standardy w dziedzinie regulacji i nadzoru rynków finansowych być może zapewnią w przyszłości większą stabilność systemowi finansowemu i pozwolą krajom w większym stopniu czerpać korzyści ze swobodnego przepływu kapitału.

## Literatura

Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz Ch., *When Does Capital Liberalization Help More Than It Hurts?*, „Working Paper”, NBER, Cambridge 2001, nr 8414.

- Cali M., Massa I., te Velde D., *The Global Financial Crisis: financial flows to developing countries set to fall by one quarter*, Overseas Development Institute, November 2008, <http://www.odi.org.uk/resources/download/2523.pdf>.
- Global Development Finance 2008*, The World Bank, New York 2008.
- Global Development Finance 2011*, The World Bank, New York 2011.
- Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, wrzesień 2009.
- Reisen H., Soto M., *Which Types of Capital Inflows Foster Developing – Country Growth?*, „International Finance” 2001, nr 4.
- Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2009.
- World Economic Situation and Prospects 2011*, United Nations, New York 2011.
- Yap J., *Managing Capital Flows: The Case of the Philippines*, ADB Institute, „Discussion Paper”, 2008, nr 91.

## IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON CAPITAL INFLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES

### Summary

Developing countries have become more closely integrated with the global financial system over the past two decades. The growing integration can bring them many benefits, but it also makes them more sensitive to shocks on global financial markets.

The global financial crisis severely reduced private capital flows to developing countries during 2007–2009. It also has had negative implications for the real economy. The impact of the crisis differed across regions of developing countries, depending on the composition of international flows, maturity structure of capital flows and the current account balance.

*Translated by Ewa Bilewicz*

**Keywords:** capital inflow to developing countries, global financial crisis, vulnerability of developing countries to financial crisis.