

Paweł Śliwiński

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

NAPŁYW KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO A REALNA APRECJACJA KURSU WALUT KRAJÓW CEE-10¹ W LATACH 1994-2008

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza związku między napływającym kapitałem zagranicznym a kształtowaniem się realnego kursu walutowego. Hipoteza o pozytywnej współzależności pomiędzy realną aprecjacją waluty krajowej a napływającym kapitałem finansującym deficyty obrotów bieżących znalazła potwierdzenie zarówno w rozważaniach teoretycznych, jak i w badaniach empirycznych, które obejmowały estymację regresji panelowych przeprowadzonych dla grupy krajów regionu CEE-10 w okresie od 1994 do 2008 roku.

Słowa kluczowe: napływ kapitału zagranicznego, realny kurs walutowy, realna aprecjacja, bilans obrotów bieżących.

1. Związek pomiędzy napływem kapitału a realną aprecjacją waluty krajowej – wprowadzenie

Oparcie strategii wzrostu gospodarczego na inwestycjach finansowanych z oszczędności zagranicznych, uzupełniających zbyt małe oszczędności krajowe, związane jest z zaakceptowaniem realnej aprecjacji waluty krajowej. Realny kurs walutowy (*RER*) jest ceną dóbr handlowych (*tradables, marketables*) w relacji do (krajowych) dóbr niehandlowych (*nontradables, nonmarketables*):

$$RER = \frac{P^T}{P^N}, \quad (1)$$

gdzie P^T oznacza indeks cen dóbr handlowych kalkulowanych w walucie krajowej, a P^N – indeks cen dóbr niehandlowych kalkulowanych w walucie krajowej.

Zgodnie z formułą (1) wzrost relatywnej ceny dóbr handlowych w porównaniu z ceną dóbr niehandlowych powoduje wzrost realnego kursu waluty zagranicznej (*RER*), co oznacza realną deprecjację waluty krajowej². Z powodów praktycznych,

¹ Kraje Europy Środkowo-Wschodniej należące do Unii Europejskiej.

² Niekiedy w literaturze wzór na realny kurs walutowy podawany jest z punktu widzenia kursu waluty krajowej jako waluty bazowej opisywanej walutą zagraniczną, jako walutą notowania. W takiej sytuacji realny kurs walutowy jest reakcją krajowych cen dóbr niehandlowych w stosunku do krajowych cen dóbr handlowych i wyrażony jest wzorem:

$$RER = \frac{P^N}{P^T}.$$

wynikających z braku dostępności do indeksów cen dóbr handlowych i niehandlowych, przy założeniu występowania prawa jednej ceny ($[NER]P_f = P^T$) do wyliczenia realnego kursu walutowego stosuje się następujące przybliżenie (wzór (2)):

$$RER = \frac{[NER]P_f}{P_h}, \quad (2)$$

gdzie P_f oznacza indeks cen zagranicznych, P_h indeks cen krajowych, a NER nominalny kurs walutowy³.

Pozytywny związek między napływem kapitału zagranicznego a występowaniem realnej aprecjacji krajowego kursu walutowego występuje bez względu na wybór reżimu kursowego. Analizując wzór (1), można zauważyć, że w przypadku wyboru przez dany kraj reżimu płynnego kursu walutowego realna aprecjacja waluty krajowej występuje w wyniku: (i) deprecjacji nominalnego kursu walutowego (NER) i/lub (ii) relatywnego wzrostu cen krajowych w stosunku do zmian cen zagranicznych.

W przypadku niewykorzystywania rezerw dewizowych do finansowania deficytu w rachunku obrotów bieżących napływ kapitału musi być co najmniej tak duży, ażeby sfinansował deficyt bilansu obrotów bieżących. Większa ilość kapitału napływającego do kraju w stosunku do kapitału z niego odpływającego oddziałuje na zwiększoną podaż waluty zagranicznej oraz zwiększony popyt na walutę krajową, tym bardziej, że kraje finansujące wzrost gospodarczy oszczędnościami zagranicznymi z reguły należą do grupy krajów rozwijających swe gospodarki, które obciążone są tzw. grzechem pochodzenia⁴. Pod warunkiem, że bank centralny nie będzie dokonywał interwencji na rynku walutowym, przeciwdziałając presji na wzmocnienie waluty krajowej, zwiększona podaż walut zagranicznych przyczynia się do nominalnej aprecjacji waluty krajowej w warunkach kursu płynnego. Jeżeli ceny na rynku krajowym, np. w wyniku prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej, nie ulegną zmianie, zostanie wówczas naruszony parytet siły nabywczej. Nieuchronnie będzie miała zatem miejsce realna aprecjacja kursu walutowego.

Z kolei w przypadku przyjęcia reżimu sztywnego kursu walutowego nominalna aprecjacja waluty krajowej nie występuje z uwagi na interwencje władz monetarnych na rynku walutowym. Ich celem jest przeciwdziałanie zmianom rynkowego kursu walutowego. W przypadku wystąpienia presji na umocnienie się waluty krajowej interwencje banku centralnego będą polegały na sprzedaży waluty krajowej na rynku walutowym w zamian za walutę zagraniczną. W wyniku takiej operacji zwięks-

³ NER i P_f są z reguły średnimi ważonymi udziałami zagranicznych partnerów handlowych w obrotach handlowych danego kraju z zagranicą. W przypadku uwzględnienia przy wyliczaniu realnego kursu walutowego danych dotyczących indeksu cen w najważniejszych partnerach handlowych oraz ich udziału w handlu zagranicznym danego kraju, tak obliczony realny kurs walutowy nazywany bywa realnym efektywnym kursem walutowym (REER).

⁴ Kraje rozwijające swe gospodarki, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych, nie mogą denominować długu zagranicznego w walucie krajowej (np. [Eichengreen, Leblang 2003]).

szą się rezerwy walutowe kraju, ale również – w przypadku braku równoległych operacji sterylizujących – zwiększy się podaż pieniądza, co powinno mieć pozytywny wpływ na obniżenie się rynkowych stóp procentowych. W rezultacie zwiększona absorpcja krajowa może w krótkim terminie wpłynąć na zwiększenie produkcji pod warunkiem, że gospodarka nie wykorzystuje w pełni wszystkich czynników produkcji. W dłuższym okresie, w warunkach pełnego wykorzystania czynników produkcji, zwiększone wydatki doprowadzić powinny do wzrostu cen dóbr krajowych. W takiej sytuacji, nawet w przypadku braku zmiany nominalnego kursu walutowego (założenie występowania systemu kursu sztywnego), wystąpi realna aprecjacja waluty krajowej.

Przy założeniu spełnienia warunku Marshalla-Lernera zakłada się, że utrata konkurencyjności cenowej przez eksporterów oraz producentów wytwarzających dobra zastępujące import, która występuje w wyniku realnej aprecjacji waluty krajowej, powoduje obniżenie się wartości eksportu i podwyższenie się wartości importu skutkujące pogorszeniem się bilansu handlowego. Rozszerzający się deficyt na rachunku obrotów bieżących wymaga, przy założeniu braku zmian w rezerwach dewizowych kraju, jego sfinansowania przez dodatkowy napływ inwestorów zagranicznych. W konsekwencji pogarsza się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. Rosnący dług zagraniczny wymaga większych kosztów jego obsługi, co wraz ze zwiększonymi transferami dokonywanymi przez inwestorów zagranicznych z tytułu ich kapitałowego zaangażowania w przedsiębiorstwa krajowe dodatkowo pogarsza rachunek obrotów bieżących poprzez zwiększenie deficytu salda dochodów będącego częścią tego rachunku. Trzeba jednak w tym miejscu dodać, że realna aprecjacja waluty krajowej ma również pozytywny wpływ na kształtowanie się zadłużenia zagranicznego, gdyż wraz ze spadkiem wartości realnej walut zagranicznych, w przypadku denominowania długu w tych walutach (co jest w zasadzie normą w małych gospodarkach), jego realna wartość wyrażona w walucie krajowej również spada.

Realna aprecjacja waluty krajowej może zachęcić inwestorów spekulujących na międzynarodowym rynku walutowym do większej aktywności. Oznacza to większy napływ krótkoterminowego kapitału spekulującego na rynku walutowym i pieniężnym. Inwestorzy przeprowadzają niepokryty arbitraż odsetkowy, wykorzystują dysparytet tzw. międzynarodowego efektu Fishera. Napływ inwestorów krótkoterminowych powiększa jeszcze skalę realnej aprecjacji waluty krajowej, przyczyniając się do dalszego pogorszenia konkurencyjności cenowej w handlu zagranicznym. Napływ krótkoterminowego kapitału jest z definicji chwilowy. Inwestor inwestuje na danym rynku po to, by zrealizować swój zysk. Dokonanie dezinvestycji wiąże się z koniecznością sprzedaży waluty krajowej w celu odkupienia waluty inwestora zagranicznego. Jeżeli dezinvestycje występować będą w sposób „stadny”, doprowadzić to może, w warunkach kursu płynnego, do skokowego obniżenia się wartości waluty krajowej, a w sytuacji kursu sztywnego, do konieczności interwencji na rynku walutowym ze strony banku centralnego. W przypadku wyczerpania się możliwości interwencji na rynku walutowym (interwencje na rynku walutowym ograni-

czone są wielkością posiadanych rezerw dewizowych) może zaistnieć potrzeba dewaluacji kursu walutowego. Jeżeli inwestorzy będą oczekiwali skokowej deprecjacji lub dewaluacji waluty krajowej, mogą zwiększyć swoje dezinvestycje, doprowadzając do wystąpienia kryzysu walutowego⁵, czy szerzej kryzysu finansowego.

Z występowaniem realnej aprecjacji wiąże się zatem jej tymczasowość, wynikająca ze zmiany kierunków przepływów kapitałowych. Podmioty gospodarcze wprawdzie są świadome tej tymczasowości, jednak zmiana kierunku przepływów i pojawienie się realnej deprecjacji występuje skokowo i dla nich nieoczekiwanie. Nagła zmiana trendu kształtowania się realnej wartości kursu waluty może mieć duży wpływ na podjęte decyzje inwestycyjne, ponieważ mogły się one opierać na oczekiwaniu kontynuacji trendu aprecjacyjnego. Przykładem takich działań może być osłona otwartych pozycji walutowych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych zabezpieczających je przed dalszą aprecjacją waluty krajowej. Nagła nieantycypowana zmiana trendu nominalnego i realnego kursu waluty może doprowadzić do znacznych strat, jeżeli strategie osłonowe będą oparte na niesymetrycznych instrumentach finansowych. W przypadku występowania realnej aprecjacji waluty lokalnej może również nastąpić niekorzystna z punktu widzenia konkurencyjności kraju realokacja czynników produkcji w kierunku bardziej opłacalnej produkcji dóbr niehandlowych [LeFort-Varela 2005]. W przypadku zmiany tendencji do aprecjacji kursu walutowego gospodarka będzie potrzebowała więcej czasu na przestawienie się na produkcję dóbr handlowych ze względu na pogorszenie elastyczności podaży tych dóbr.

2. Realny kurs walutowy i napływ kapitału netto w krajach CEE-10 w okresie 1994-2008

W okresie od 1994 do 2008 roku⁶ wszystkie waluty krajów regionu CEE-10 realnie aprecjonowały, przy czym największa realna aprecjacja waluty lokalnej miała miejsce w Bułgarii i na Słowacji. W obydwu przypadkach w ciągu ostatnich 15 lat realne kursy walutowe tych krajów zwiększyły swoją wartość ponaddwukrotnie. Analiza okresu od 1997 do 2008 roku, w którym dane statystyczne były dostępne dla wszystkich analizowanych krajów, pokazuje, że skala wzrostu realnego kursu walutowego była podobna we wszystkich krajach i sięgała od 52% (Węgry) do 85% (Słowacja). Charakterystyczne jest to, że w dwóch krajach, w których poziom aprecjacji był najniższy (Słowenia – 37% i Polska – 42%), miały miejsce najniższe w relacji do PKB tych krajów napływy inwestycji zagranicznych. Wyliczone współczynniki korelacji wskazują na bardzo dużą współzależność między wielkością napływu kapitału

⁵ Występowanie trwałej realnej aprecjacji kursu waluty krajowej stanowi silny sygnał ostrzegawczy przed wystąpieniem kryzysu walutowego [Kaminsky i in. 1998].

⁶ Ze względu na ograniczoną dostępność do danych statystycznych uwagi dotyczące realnej aprecjacji kursu walutowego dla Estonii, Litwy, Łotwy i Słowenii dotyczą okresu od 1997 do 2008 roku.

Tabela 1. Napływ kapitału zagranicznego netto i realny kurs walutowy w latach 1994-2008 w krajach regionu CEE-10

Kraj	Napływ kapitału netto (w mld USD)		Napływ kapitału netto (% PKB)		Napływ kapitału netto (mld USD)	Napływ kapitału netto (% PKB)	Apresiasi RER (%)	Korelacja napływ kapitału – RER
	1994	2008	1994	2008	1994-2008	1994-2008	1994-2008 1997-2008	
Czechy	4,5	10,8	11,0%	5,0%	84,5	102,4%	71,3% (90,9%)	0,43
Polska	0,2	46,5	0,2%	8,9%	208,9	78,2%	42,0% (71,9%)	0,67
Słowacja	0,2	8,4	1,0%	8,8%	48,0	133,7%	85,9% (105,0%)	0,78
Węgry	3,4	26,6	8,1%	17,2%	118,5	140,1%	51,5% (56,4%)	0,83
Bułgaria	-0,3	17,3	-2,6%	34,7%	63,6	202,6%	78,4% (116,6%)	0,84
Rumunia	0,5	26,6	1,8%	13,6%	124,4	130,5%	68,1% (74,0%)	0,89
	1994	2008	1994	2008	1994-2008	1994-2008	1997-2008	
Estonia	0,2	3,1	6,9%	13,25%	19,0	171,1%	68,7%	0,87
Litwa	0,3	4,8	6,0%	10,2%	30,0	144,3%	57,6%	0,88
Łotwa	-0,1	4,5	-3,6%	13,6%	30,0	196,2%	67,8%	0,70
Słowenia	0,1	3,3	0,9%	6,0%	14,1	49,3%	3,7%	0,35

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW – International Financial Statistics i banków centralnych krajów regionu CEE-10.

łu a kształtowaniem się realnego kursu walutowego. Jedynie w przypadku Czech i Słowenii są one mniejsze od 0,6 i wynoszą odpowiednio: 0,35 i 0,43. Szczegółowe zestawienie obrazujące skalę i dynamikę napływu kapitału netto w latach 1994-2008, poziom aprecjacji walut krajów regionu CEE-10 oraz korelacje między napływem kapitału a realną aprecjacją walut krajów regionu CEE-10 pokazano w tabeli 1.

3. Wpływ napływu kapitału zagranicznego na realną aprecjację kursu walutowego w wybranych badaniach empirycznych

W literaturze ekonomicznej zakłada się, że gdy występuje napływ zagranicznego kapitału, zwiększający poziom absorpcji danego kraju, to naturalnym zjawiskiem jest występowanie realnej aprecjacji kursu walutowego bez względu na przyjęty reżim kursowy [Prema-Chandra, Rajapatirana 2003]. Zwiększone zagregowane wydatki na dobra handlowe przyczyniają się do wzrostu deficytu bilansu handlowego; z kolei zwiększone wydatki na dobra niehandlowe powodują wzrost ich relatywnej ceny w stosunku do ceny dóbr handlowych.

Przeprowadzane badania empiryczne potwierdzają z reguły istnienie dodatniej zależności między napływem kapitału zagranicznego a występowaniem realnej aprecjacji. Edwards [Edwards 2000] dokonał przeglądu 16 modeli ekonometrycz-

nych opracowanych głównie w latach 90. ubiegłego wieku dla krajów transformujących swe gospodarki oraz krajów rozwijających się. Badano w nich związek między realnym kursem walutowym a kształtowaniem się jego potencjalnych determinantów. W badaniach tych stwierdzono generalnie pozytywny wpływ napływu inwestycji zagranicznych na kształtowanie się realnej aprecjacji kursu walutowego. W równaniach regresji panelowych, wyestymowanych m.in. przez: Prema-Chandra, Rajapatirana, LeForta-Varełę oraz Acostę, Larteya, Mandelmana [Prema-Chandra, Rajapatirana 2003; LeFort-Varela 2005; Acosta i in. 2009], wskazano również na pozytywny wpływ napływu kapitału zagranicznego na kształtowanie się realnego kursu walutowego przy uwzględnieniu w nich również innych potencjalnych zmieniowych objaśniających.

Nie we wszystkich badaniach stwierdzano dodatnią zależność między napływem kapitału zagranicznego a realną aprecjacją kursu walutowego. W badaniach przeprowadzonych przez Nwachukwu [2008] na grupie 24 krajów centralnej i południowej Afryki (region subsaharyjski) w okresie od 1978 do 2001 roku współczynnik regresji dla zagranicznych przepływów kapitałowych był ujemny. Osiągnięty wynik regresji wskazuje, że napływ zagranicznych inwestycji nie musi negatywnie wpływać na krajową produkcję towarów handlowych. Wynik ten potwierdza szereg analiz przeprowadzonych dla tej grupy krajów przez innych badaczy. Ujemna korelacja między napływem kapitału zagranicznego a realną aprecjacją walut krajowych wynika, z jednej strony, ze wzrostu konkurencyjności słabo rozwiniętych gospodarek afrykańskich w rezultacie wzrostu inwestycji zagranicznych oraz, z drugiej strony, z uwarunkowania inwestycji zagranicznych od przeprowadzenia strukturalnych reform gospodarczych (w tym ograniczenia ekspansji fiskalnej) w analizowanej grupie krajów. Poza tym napływ kapitału zagranicznego wykorzystywany był w dużej mierze na zakup towarów importowanych, co – poprzez zwiększenie dostępnych na rynku dóbr – przyczyniało się do obniżenia presji inflacyjnej w tych krajach [Nwachukwu 2008].

4. Modelowe determinanty równania regresji opisującego dynamikę zmian realnego kursu walutowy w krajach CEE-10

W celu weryfikacji hipotezy o istnieniu pozytywnej współzależności między dynamiką zmian realnego kursu walutowego a napływem kapitału zagranicznego analizowano funkcję zmian realnego kursu walutowego (ze względu na dostępność danych liczonych jako zmiana kursu USD wobec walut poszczególnych krajów regionu CEE-10). Wybrane do wstępnej analizy ekonometrycznej potencjalne determinanty dynamiki zmian realnego kursu walutowego obejmowały⁷: (i) wskaźnik

⁷ Na potrzeby analizy empirycznej wybrano potencjalne zmienne objaśniające na podstawie analizy zależności teoretycznych oraz analizy wyników przeprowadzonych badań empirycznych. Ze względu na wysoką współzależność pomiędzy zmianami nominalnego kursu walutowego oraz napływem kapitału zagranicznego w badaniu nie uwzględniano współzależności między zmianą nominalne-

inflacji (CPI), (ii) saldo budżetu państwa, (iii) podaż pieniądza M2 w relacji do PKB, (iv) wskaźnik otwartości gospodarki mierzony jako suma eksportu i importu w relacji do PKB oraz (v) saldo rachunku kapitałowego i finansowego. Badanie statystyczne zostało przeprowadzone na podstawie próby przekrojowo-czasowej, na którą składały się dane⁸ dla okresu od 1994 do 2008 roku dla 10 krajów regionu CEE-10. Ze względu na wyniki przeprowadzonych analiz empirycznych (m.in. [Prema-Chandra, Rajapatirana 2003]) dokonano odrębnych badań dla zagregowanych przepływów kapitałowych netto (*CFA*), a także dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych (*FDI*), inwestycji portfelowych (*PI*) oraz pozostałych przepływów inwestycji (*OI*). Zdezagregowanie przepływów kapitałowych związane jest z postawieniem hipotezy badawczej o mniejszym, w porównaniu z pozostałymi kategoriami inwestycji zagranicznych, wpływie zagranicznych inwestycji bezpośrednich na realną aprecjację waluty krajowej.

Analiza regresji panelowej została przeprowadzona metodą uwzględniającą skorelowanie estymatorów z efektami kraju i efektami czasowymi (LSDV). Tabela 2 przedstawia wyniki estymacji parametrów równań zmian realnego kursu walutowego przy zastosowaniu badań panelowych.

Badania ekonometryczne potwierdziły występowanie pozytywnej współzależności między napływem kapitału zagranicznego netto a kształtowaniem się zmiennej objaśnianej. W wyestymowanym modelu zwiększenie napływu kapitału zagranicznego netto w relacji do PKB o jeden punkt procentowy powodowało w analizowanym okresie wzrost realnej aprecjacji walut krajów regionu CEE-10 o około 0,3%.

Zdezagregowanie przepływów kapitałowych i analiza wpływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (*FDI*), inwestycji portfelowych (*PI*) oraz pozostałych przepływów inwestycji (*OI*) na dynamikę zmian realnego kursu walutowego wykazała, że jedynie pozostałe inwestycje zwiększały dynamikę tych zmian w analizowanym okresie w sposób, który można zweryfikować istotnie statystycznie.

Analizując wpływ inwestycji bezpośrednich na kształtowanie się zmiennej objaśnianej, można zgodzić się z hipotezą o mniejszym, w porównaniu z pozostałymi inwestycjami zagranicznymi (*OI*), wpływie zagranicznych inwestycji bezpośrednich

go kursu walutowego a dynamiką realnego kursu walutowego. Z kolei ze względu na występujące istotne współzależności między tempem wzrostu gospodarczego a niektórymi pozostałymi zmiennymi objaśniającymi nie uwzględniono realnego wzrostu PKB w modelach regresji, mimo że realny wzrost PKB może przyczynić się do wystąpienia realnej aprecjacji walut lokalnych krajów CEE-10. Wzrostowi PKB w krajach CEE-10 towarzyszył bowiem znaczny wzrost konsumpcji, który zwiększył popyt na towary handlowe i niehandlowe. Zwiększony popyt na towary handlowe przyczynił się do zwiększenia deficytu handlowego; z kolei zwiększony popyt na towary niehandlowe przyczynił się do szybszego w porównaniu z towarami handlowymi wzrostu ich cen.

⁸ Dane dotyczące kształtowania się szeregów czasowych poszczególnych zmiennych zostały zaczerpnięte z bazy danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego: International Financial Statistics (IFS), Banku Światowego: World Development Indicators (WDI), Eurostat, Deutsche Banku oraz banków centralnych analizowanych krajów regionu CEE 10.

Tabela 2. Wyniki estymacji parametrów regresji panelowej; zmienna objaśniana: zmiany realnego kursu walutowego krajów regionu CEE-10

	Model podstawowy			Model rozszerzony				
	współczynnik regresji	błąd standardowy	t-statystyka	poziom istotności t	współczynnik regresji	błąd standardowy	t-statystyka	poziom istotności t
INF	0,0220	0,0056	3,910	0,000	0,0217	0,0056	3,900	0,000
FISC	-0,0146	0,1114	-0,131	0,896	0,0032	0,1211	0,026	0,979
M2	-0,0410	0,0749	-0,547	0,585	-0,0332	0,0791	-0,420	0,675
OPE	0,0244	0,0363	0,674	0,502	0,0253	0,0366	0,691	0,491
CFA	0,2815	0,1105	2,550	0,012				
FDI					0,1811	0,1506	1,200	0,232
PI					0,2238	0,1669	1,340	0,183
OI					0,3068	0,1287	2,380	0,019
stała	-1,6126	6,7390	-0,239	0,811	-1,0173	7,7610	-0,131	0,896
	Ilość krajów	10			Ilość krajów	10		
	Ilość obserwacji	134			Ilość obserwacji	134		
	R ²	0,1732049			R ²	0,171607		
	Wald (joint): Chi ² (7)	89,07 [0,000]			Wald (joint): Chi ² (7)	645,7 [0,000]		
	Wald (dummy): Chi ² (10)	141,4 [0,000]			Wald (dummy): Chi ² (10)	1,642e+ [0,000]		
	AR(1) test: N(0,1)	-0,3625 [0,717]			AR(1) test: N(0,1)	-0,3305 [0,741]		
	AR(2) test: N(0,1)	-1,511 [0,131]			AR(2) test: N(0,1)	-1,573 [0,116]		

Statystycznie istotne współczynniki regresji ($p < 0,05$) zostały pogrubione.

Źródło: obliczenia własne.

na kształtowanie się realnej aprecjacji waluty krajowej. Czynnikiem, który może powodować mniejszy wpływ inwestycji bezpośrednich na kształtowanie się dynamiki zmian realnego kursu walutowego, jest ich większa stałość ze względu na długoterminowy horyzont inwestycyjny inwestorów bezpośredniego inwestowania, podczas gdy inne rodzaje przepływów kapitału są bardziej zmienne w zakresie siły i kierunków przepływów. Poza tym, bezpośrednie inwestycje dokonywane są przez inwestorów zagranicznych w wielu przypadkach w sektorze dóbr handlowych, stąd wydaje się, że wpływ na wzrost cen towarów niehandlowych, wynikający z napływu zagranicznego kapitału, jest w tym przypadku mniejszy w porównaniu z innymi rodzajami przepływów kapitałowych.

Analiza ekonometryczna pozostałych czynników wpływających na kształtowanie się realnego poziomu kursu walutowego umożliwia sformułowanie następujących dodatkowych wniosków. Otrzymano zgodne z oczekiwaniami współzależności między zmianami realnego kursu waluty oraz poziomem rocznej inflacji w krajach CEE-10 a dynamiką realnego kursu walutowego. Kierunek współzależności wynika bezpośrednio ze sposobu wyliczania realnego kursu walutowego zgodnie ze wzorem (2)⁹. W badaniu ekonometrycznym oczekiwano wystąpienia dodatkowej zależności między wydatkami rządowymi a realną aprecjacją waluty krajowej. Ekspansywna polityka fiskalna może wpłynąć na zwiększenie absorpcji i przyczynić się do wystąpienia realnej aprecjacji waluty krajowej. Poza wpływem polityki fiskalnej na zregulowany popyt (i w ten sposób pośrednio na kształtowanie się realnego kursu walutowego) warto wskazać na możliwość bezpośredniego wpływu wydatków sektora publicznego na kształtowanie się relatywnych cen towarów niehandlowych. Wydatki sektora publicznego (publiczna konsumpcja) związane są w większej mierze z zakupami towarów niehandlowych, w odróżnieniu do prywatnej konsumpcji [LeFort-Varela 2005]. Saldo budżetu państwa okazało się jednak generalnie mało istotnym czynnikiem kształtującym dynamikę realnego kursu walutowego. Zmienną objaśniającą, która obrazowała wpływ polityki pieniężnej państwa na kształtowanie się realnego kursu walutowego, była relacja podaży pieniądza na rynku (M2) do PKB. Oczekiwano dodatkowej zależności pomiędzy podażą pieniądza i realnym kursem walutowym. Zwiększanie się rezerw dewizowych we wszystkich krajach CEE-10 wraz z napływem kapitału zagranicznego netto, bez względu na przyjęty system kursu walutowego, oznaczało, że bank centralny nabywał waluty zagraniczne, wpływając w ten sposób, w przypadku braku sterylizacji przeprowadzanych na rynku walutowym interwencji, na zwiększenie podaży pieniądza krajowego. W rezultacie zwiększona ilość pieniądza na rynku mogła wpływać na kształtowanie się krajowych cen i w konsekwencji na kształtowanie się realnego kursu walutowego. W wyestymowanych modelach regresji zmienna ta okazała się jednak nieistotna statystycznie. Ze względu na częste występowanie w innych badaniach analizujących determinanty

⁹ Przy uwzględnieniu faktu, że realny kurs walutowy w analizowanych modelach regresji podawany jako kurs waluty krajowej.

zmian realnego kursu walutowego zmiennej opisującej stopień otwarcia gospodarki na handel zagraniczny dołączono do grupy tych zmiennych relację sumy eksportu i importu do PKB. W badaniach można było przewidywać wystąpienie negatywnej zależności pomiędzy wskaźnikiem otwartości gospodarki i kształtowaniem się realnego kursu waluty krajowej. Powyższa hipoteza oparta jest na założeniu wytwarzania większej ilości dóbr handlowych w stosunku do ilości dóbr niehandlowych w gospodarkach bardziej otwartych. Oczekiwany związek w sposób istotny statystycznie jednak nie wystąpił.

Literatura

- Acosta P.A., Lartey E.K.K., Mandelman F.S., *Remittances and the Dutch Disease*, „Journal of International Economics” 2009, Vol. 79(1).
- Edwards S., *Exchange Rate Regimes, Capital Flows, and Crisis Prevention*, [w:] M. Feldstein (red.), *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press i NBER, Chicago 2000.
- Eichengreen B., Leblang D., *Exchange rates and cohesion: Historical perspectives and political-economy considerations*, „Journal of Common Market Studies” 2003, Vol. 41(5).
- Kaminsky G., Reinhart C., Lizondo S., *Leading Indicators of Currency Crises*, MPRA Paper 6981, University Library of Munich, Munich 1998.
- LeFort-Varela G.R., *Capital account liberalization and the real exchange rate in Chile*, „IMF Working Paper” 2005, No. 05/132.
- Nwachukwu J., *Foreign Capital Inflows and the Real Exchange Rate in Sub-Saharan Africa*, <http://www.qass.org.uk/4thAFEQASSConferencePapers/Nwachukwu.pdf>, 2008.
- Prema-Chandra A., Rajapatirana S., *Capital inflows and the real exchange rate: A comparative study of Asia and Latin America*, „The World Economy” 2003, Vol. 26(4).

FOREIGN CAPITAL INFLOWS AND THE REAL EXCHANGE RATES APPRECIATION IN CEE-10 COUNTRIES IN 1994-2008

Summary: The aim of the study is to analyze the relation between foreign capital inflows and the real exchange rate. Both theoretical analyses and econometric tests based on panel regressions (LSDV model) acknowledge the hypothesis that real appreciation of currencies in CEE-10 countries during 1994-2008 was driven by growing capital inflows, especially in the form of loans and credits.