

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 406

Globalizacja – gra z dodatnim czy ujemnym wynikiem?

Redaktorzy naukowci
Małgorzata Domiter
Bogusława Drelich-Skulska
Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Aleksandra Śliwka
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Beata Mazur
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-543-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
53-345 Wrocław, ul. Komandorska 118/120
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp.....	9
------------	---

Część 1. Międzynarodowe przepływy towarów, usług i kapitałów w dobie procesów globalizacji

Dominika Brzęczek-Nester: Polski eksport w latach 1999-2014 – kluczowe tendencje w ujęciach ilościowym, branżowym i geograficznym	15
Agnieszka Hajdukiewicz: Transatlantyckie Partnerstwo Handlowo-Inwestycyjne jako szansa rozwoju eksportu polskich towarów	28
Dorota Agata Jarema: Stosunki handlowe pomiędzy Unią Europejską i Chińską Republiką Ludową po 2001 roku	43
Artur Klimek: Small and medium sized enterprises in international trade: the case of Central and Eastern European countries.....	54
Jan Rymarczyk: Eksport jako forma internacjonalizacji KGHM Polska Miedź S.A.	70
Joanna Skrzypczyńska: Chiny w WTO	86
Marta Wincewicz-Bosy: Wpływ wybranych czynników społecznych na międzynarodowy łańcuch dostaw zwierząt przeznaczenia rzeźnego	93
Wojciech Zysk: Międzynarodowe obroty usługowe w latach 2004-2013	103
Magdalena Myszkowska: Miejsce krajów najsłabiej rozwiniętych w międzynarodowym handlu usługami.....	115
Michał Brzozowski, Paweł Śliwiński, Grzegorz Tchorek: Integracja podejścia makroekonomicznego i portfelowego w analizie czynników determinujących przepływy kapitału międzynarodowego.....	127
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Rola branży e-commerce w rozwoju rynku powierzchni magazynowych	140

Część 2. Ugrupowania integracyjne, gospodarki narodowe i inni gracze wobec wyzwania integracyjnego

Eric Ambukita: Francja i Afryka: nowa era współpracy gospodarczej	153
Anna Chrzęściewska: Charakterystyka polityki społecznej Meksyku na tle procesów globalizacji	165
Małgorzata Dziembała: Polityka na rzecz wspierania innowacyjności w krajach BRICS na przykładzie Republiki Południowej Afryki	174

Sławomir Wyciślak: Korporacje transnarodowe w warunkach złożoności	186
Anna Janiszewska: Polityka społeczna w krajach europejskich jako odpowiedź na zachodzące zmiany demograficzne	197
Zdzisław W. Puślecki: Unia Europejska wobec bezpieczeństwa ekonomicznego w warunkach globalizacji	210
Katarzyna Żukrowska: Napięcia w sąsiedztwie UE jako czynnik stymulujący zmiany	221

Część 3. Polska w globalnej gospodarce – wybrane problemy

Jarosław Brach: Polski sektor międzynarodowego drogowego transportu ładunków – historia, sytuacja obecna oraz perspektywy i możliwości rozwoju w przyszłości	243
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka: Zmiany na rynku pracy w Polsce na tle przemian zachodzących w krajach UE	268
Bogdan Buczkowski, Agnieszka Kłysik-Uryszek, Aneta Kuna-Marszałek: Polish OFDI – scale, structure and trends	279
Agnieszka Piasecka-Głuszak: Główne przesłanki i napotymane bariery we wdrożeniu <i>kaizen</i> w przedsiębiorstwach na rynku polskim	289
Eugeniusz M. Pluciński: Istota bezpieczeństwa ekonomicznego Polski z perspektywy globalizacji regionalnej i światowej. Wybrane aspekty	306

Część 4. Znaczenie komunikacji i marketingu dla kształtowania postaw w globalnej gospodarce

Karolina M. Klupś-Orłowska: Private English tutoring industry in China on the example of the activity of New Oriental Education & Technology Group	323
Aleksandra Kuźmińska-Haberla, Monika Chutnik: Szkolenia międzykulturowe jako sposób na zwiększenie konkurencyjności polskich inwestorów na rynkach zagranicznych	333
Agata Linkiewicz: Ewolucja marketingu szeptanego jako narzędzia komunikacji marketingowej w świetle rozwoju technologii informacyjnych	346
Barbara Szymoniuk: Globalne marnotrawstwo zasobów – wyzwanie dla zrównoważonego marketingu	358

Część 5. Państwo w globalnej gospodarce

Lidia Mesjasz: Koszty restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego państwa...	369
Dorota Michalak: Przemiany strukturalne na rynku pracy jako efekt zmian klimatycznych	382
Michał Nowicki: Sanckje jako wolicjonalny środek wywierania presji na państwa naruszające ład międzynarodowy	391

Summaries

Part 1. International flows of foods, services and capitals at the time of the globalization processes

Dominika Brzęczek-Nester: Polish export in 1999-2014 – key trends in quantitative, structural and geographical terms	15
Agnieszka Hajdukiewicz: Transatlantic Trade and Investment Partnership as a development opportunity for the exports of Polish goods	28
Dorota Agata Jarema: Trade relations between the European Union and the Peoples Republic of China after 2001	43
Artur Klimek: Małe i średnie przedsiębiorstwa w handlu międzynarodowym. Przykład krajów Europy Środkowej i Wschodniej	54
Jan Rymarczyk: Export as a form of KGHM Polska Miedź S.A. internationalization	70
Joanna Skrzypczyńska: China in the WTO	86
Marta Wincewicz-Bosy: Influence of some social factors on the international supply chain of animals for slaughter destination	93
Wojciech Zysk: International turnover service in the years 2004-2013	103
Magdalena Myszowska: The importance of least developed countries in the global services trade	115
Michał Brzozowski, Paweł Śliwiński, Grzegorz Tchorek: Integrated macroeconomic and portfolio approach in the analysis of the international capital flows determinants	127
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Role of e-commerce industry in the development of the market for warehouse space	140

Part 2. Integration groups, national economies and other players towards integration challenge

Eric Ambukita: France and Africa: a new era of economic cooperation	153
Anna Chrzęćewska: The characteristics of social policy of Mexico on the basis of processes of globalization	165
Małgorzata Dziembala: The policy promoting innovation in the BRICS countries – the case of the Republic of the South Africa	174
Sławomir Wyciślak: Transnational corporations under complexity	186
Anna Janiszewska: Social policy in the European countries as a response to the demographic changes	197
Zdzisław W. Puślecki: European Union in the face of the European security in the conditions of globalization	210
Katarzyna Żukrowska: Tension in the neighborhood of the European Union as a factor stimulating changes	221

Part 3. Poland in global economy – selected problems

Jarosław Brach: Polish sector of international road freight transport hauliers – history, contemporary situation and the perspective and possibilities of its development in the future	243
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka: Changes on the labor market in Poland compared to the changes taking place in the EU.....	268
Bogdan Buczkowski, Agnieszka Kłysik-Uryszek, Anetta Kuna-Marszałek: Polskie inwestycje bezpośrednie – skala, struktura, tendencje.....	279
Agnieszka Piasecka-Głuszak: Main reasons and faced barriers in implementing kaizen in enterprises on the Polish market	289
Eugeniusz M. Pluciński: The essence of the economic security of Poland from a perspective of regional and worldwide globalisation	306

Part 4. Importance of communication and marketing for shaping attitudes in global economy

Karolina M. Klupś-Orłowska: Rynek prywatnych korepetycji w Chinach na przykładzie działalności New Oriental Education & Technology Group...	323
Aleksandra Kuźmińska-Haberla, Monika Chutnik: Intercultural trainings as a way of increasing the competitiveness of Polish investors in foreign markets.....	333
Agata Linkiewicz: Evolution of word-of-mouth marketing as a tool of marketing communication in the light of IT development	346
Barbara Szymoniuk: Global waste of resources – a challenge for sustainable marketing	358

Part 5. State in global economy

Lidia Mesjasz: The costs of sovereign debt restructurings	369
Dorota Michalak: Structural changes in the labor market as a result of climate changes	382
Michał Nowicki: Sanctions as a volitional means of impact on states infringing international order.....	391

Michał Brzozowski*, Paweł Śliwiński, Grzegorz Tchorek***

Uniwersytet Warszawski*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu**
e-mail: pawel.sliwinski@ic.poznan.pl

INTEGRACJA PODEJŚCIA MAKROEKONOMICZNEGO I PORTFELOWEGO W ANALIZIE CZYNNIKÓW DETERMINUJĄCYCH PRZEPIŹYWKĘ KAPITAŁU MIĘDZYNARODOWEGO

INTEGRATED MACROECONOMIC AND PORTFOLIO APPROACH IN THE ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS DETERMINANTS

DOI: 10.15611/pn.2015.406.10

JEL Classification: F21, F32, F34, F38

Streszczenie: W opracowaniu podjęto próbę usystematyzowania analizowanych w literaturze potencjalnych czynników determinujących napływ kapitału międzynarodowego. Autorzy uznają, że determinanty przepływu kapitału można określić na podstawie połączonych teorii analizy makroekonomicznej gospodarki otwartej oraz teorii portfelowej rynków kapitałowych. W przypadku pierwszego podejścia dominuje spojrzenie na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne napływu (*push* i *pull*). W świetle drugiego zaś o przepływach decydują przede wszystkim miary ryzyka i dochodowości aktywów. Metoda zaproponowana w artykule polega zatem na uwzględnieniu roli wewnętrznych i zewnętrznych czynników przepływów kapitałowych przyporządkowanych do kategorii zaczerpniętych bezpośrednio z teorii portfelowych, tj.: dochodowości, ryzyka, dostępności kapitału i barier inwestycyjnych.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału międzynarodowego, determinanty przepływów kapitałowych, analiza portfelowa.

Summary: The article attempts to systematize potential determinants of international capital flows analyzed in the literature of international finance. The authors recognize that the determinants of capital movements can be determined based on the combined theories of open economy macroeconomic analysis and portfolio theory of capital markets. In the first approach the external and internal factors (push and pull) determining capital flows are the subject of analysis. In the light of the second the flows are determined in the first measure by risk and profitability of assets. The method proposed in the article involves therefore the role of internal and external factors of capital flows assigned to categories derived directly from the theory of portfolio, i.e.: profitability, risk, availability of capital and investment.

Keywords: international capital flows, determinants of capital flows, portfolio analysis.

1. Wstęp

O stabilności finansowania gospodarki decyduje nie tylko wielkość zewnętrznego finansowania, ale również jego struktura. Kompozycja napływającego kapitału może istotnie oddziaływać na wiele procesów ekonomicznych: zmienność kursu walutowego oraz skalę jego aprecjacji/deprecjacji, transmisję polityki pieniężnej, ryzyko pojawienia się bąbli spekulacyjnych oraz nagłego zatrzymania napływu i odpływu kapitału, ryzyko tzw. zarażania, narastanie nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych, jak i podatność na szoki zewnętrzne.

Dlatego też ważne pytanie badawcze, jakie wymaga odpowiedzi, dotyczy motywów decydujących o napływie kapitału w poszczególnych formach. Ich rozpoznanie powinno zwiększyć możliwości stosowania polityki makroekonomicznej w kształtowaniu stabilnej struktury finansowania deficytu bilansu płatniczego. Problem ten jest szczególnie istotny dla tych gospodarek rozwijających się, w przypadku których import oszczędności stanowi ważny czynnik wspierający proces doganiania gospodarek bogatszych.

Celem artykułu jest próba identyfikacji czynników determinujących napływ kapitałów zagranicznych, które posłużą w późniejszych badaniach ekonometrycznych do wyjaśnienia napływu kapitału w krajach rozwijających się. Autorzy uznają, że determinanty przepływu kapitału można określić na podstawie połączonych teorii analizy makroekonomicznej gospodarki otwartej oraz teorii portfelowej rynków kapitałowych. W przypadku pierwszego podejścia dominuje spojrzenie na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne napływu (*push* i *pull*). W świetle drugiego o przepływach decydują przede wszystkim miary ryzyka i dochodowości aktywów.

2. Schematy analizy czynników determinujących mobilność kapitału zagranicznego

W literaturze poświęconej badaniu determinant międzynarodowych przepływów kapitałowych dominuje ich analiza dokonywana w dwóch perspektywach.

Pierwsza oparta jest na analizie makroekonomicznej, w której zakłada się, że przepływy kapitałowe dostosowują się do zmian w gospodarce globalnej (czynniki egzogeniczne – *push factors*) i związane są z ogólną sytuacją na świecie, ale jednocześnie zależą od zmian o charakterze lokalnym (czynniki endogeniczne – *pull factors*) wynikających z wewnętrznych cech danej gospodarki.

Druga perspektywa badawcza wywodzi się z analizy finansowej opartej na założeniach analizy portfelowej, w której determinanty przepływów kapitałowych dzielone są generalnie na czynniki determinujące stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz na czynniki wpływające na ryzyko związane z inwestycją.

2.1. Ujęcie makroekonomiczne

Najbardziej powszechne podejście do badania motywów mobilności kapitału i jego struktury pomiędzy krajami oparte jest na teoriach wywodzących się z analizy makroekonomicznej gospodarki otwartej. Główne założenie teorii, wyprowadzone z prostych tożsamości dochodowo-wydatkowych w gospodarce otwartej, wskazuje, że przepływy kapitałowe dostosowują się do zmian w gospodarce. Zgodnie z tym podejściem międzynarodowe przepływy kapitałowe odzwierciedlają różnice pomiędzy oszczędnościami krajowymi a inwestycjami; brakujące środki finansowe napływają z zagranicy w odpowiedzi na zbyt wysoki popyt inwestycyjny w relacji do podaży krajowych oszczędności prywatnych i publicznych. Ze względu na bezpośredni wpływ stopy oszczędności i inwestycji krajowych na wynik salda rachunku bieżącego determinanty tych relacji można też traktować jako krajowe determinanty przepływów kapitałowych (szerzej: [Najlepszy, Śliwiński 2008]). Ponieważ wielkość międzynarodowych przepływów kapitałowych zależy zarówno od popytu na nie, jak i od ich podaży, do czynników wpływających na kształtowanie się przepływów dołączyć należy również czynniki lokalne i globalne determinujące podaż krajowych i międzynarodowych funduszy.

Liczne prace empiryczne próbujące ocenić determinanty przepływów kapitałowych nawiązują do tego podejścia (np. [Fratzcher 2011; Calvo, Leiderman, Reinhart 1996]). Najczęściej wyróżniane są w nich trzy grupy czynników.

Po pierwsze, synchronizacja przepływów w skali międzynarodowej, w postaci wspólnych dla wielu krajów epizodów napływu i odpływu, może oznaczać jednako- we traktowanie krajów przez inwestorów międzynarodowych i pozwala mówić o czynnikach zewnętrznych – *push factors*. Wśród czynników tych najczęściej wyróżnia się globalną płynność (mierzoną podażą pieniądza w międzynarodowych centrach finansowych – głównie w USA), krótko- i długoterminowe stopy procentowe w krajach wysoko rozwiniętych (głównie USA), globalną awersję bądź apetyt na ryzyko oraz wzrost gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych bądź wzrost światowego PKB. Czynniki te odzwierciedlają ogólną kondycję makroekonomiczną i finansową gospodarki globalnej i pozostają poza kontrolą kraju przyjmującego kapitał.

Po drugie, różnorodne nasycenie kapitałem zagranicznym w poszczególnych gospodarkach oraz różna jego struktura sugeruje indywidualne traktowanie krajów przez inwestorów, uwzględniających ich specyficzne uwarunkowania, co pozwala mówić o czynnikach typu *pull*, czyli przyciągających kapitał. Czynniki wewnętrzne decydujące o popycie na kapitał zagraniczny mogą wynikać z warunków makroekonomicznych, takich jak wzrost gospodarczy i perspektywy dalszego rozwoju, wiarygodność kredytowa, różnice w krajowych i zagranicznych stopach procentowych, stopy zwrotu z krajowych indeksów giełdowych, stosunek rezerw dewizowych do krótkookresowego długu zagranicznego, zmienność kursów walutowych, relacja długu sektora publicznego do PKB, saldo budżetu państwa czy krajowa inflacja.

Po trzecie, wiele badań zwraca uwagę na instytucjonalne determinanty przepływów finansowych decydujące o tzw. otwartości finansowej krajów. Administracyjne regulacje decydujące o poziomie liberalizacji rachunku kapitałowego bilansu płatniczego mogą decydować o dostępie do zagranicznych źródeł finansowania. Wprowadzenie wybranych form kontroli przepływów kapitałowych może oddziaływać zarówno na ich kierunek, wielkość, jak i ich kompozycję, na co wskazuje większość przeprowadzonych badań empirycznych¹. Badania sugerują jednak, że instrumenty te mogą być skuteczniejsze w zakresie zmiany struktury napływu kapitału (szczególnie w krótkim okresie) niż zmniejszenia całkowitego jego wolumenu [Magud i in. 2011].

2.2. Ujęcie portfelowe

Podejściem alternatywnym do podejścia makroekonomicznego jest analiza determinant przepływów kapitałowych oparta na teorii portfelowej. Fundamentem teorii portfelowej rynków kapitałowych były prace Markowitza [1952; 1959]. Starał się on wykazać, w jaki sposób można konstruować portfele inwestycyjne, z których każdy charakteryzuje się najwyższą stopą zwrotu w stosunku do charakteryzującego ją ryzyka. Idea portfelowa została zaadaptowana i sformalizowana w teorii zbilansowanego portfela papierów wartościowych (*portfolio balance approach*), w której zakłada się, że krajowe i zagraniczne papiery wartościowe (obligacje) różnią się – poza walutą, w której są denominowane – ryzykiem oraz odpowiadającą mu oczekiwaną stopą zwrotu [Branson, Henderson 1985]. Ponieważ papiery wartościowe nie są idealnymi substytutami, inwestorzy dostosowują kompozycję swojego portfela inwestycyjnego do zmian w postrzeganiu przez nich różnych czynników, m.in. ryzyka, oczekiwanych stóp zwrotu, zmian w majątku.

Od czasu przełomowych prac Markowitza w badaniach poświęconych czynnikom determinującym przepływy międzynarodowego kapitału wykorzystywano założenia teorii dywersyfikacji portfela inwestycyjnego (m.in. [Melvin 1983]). Generalnie analiza determinant przepływów kapitałowych z punktu widzenia teorii portfelowej oparta jest na badaniu wpływu zmian oczekiwanych stóp zwrotu i ryzyka inwestycyjnego. Zakładając, że inwestorzy działają w sposób racjonalny, zmiany w postrzeganiu przez inwestorów ryzyka oraz oczekiwanych stóp zwrotu, jak również zmiany ich zasobów finansowych oraz zmiany w barierach w inwestowaniu mogą wywoływać przepływy kapitałowe pomiędzy krajami. Jest to rezultat konieczności zmiany składu portfela inwestycyjnego (realokacja) lub jego zwiększenia/zmniejszenia (w przypadku zmiany ilości środków do dyspozycji inwestora).

¹ Przegląd około 30 prac empirycznych dotyczących badań nad wpływem restrykcji kapitałowych na kształtowanie się przepływów kapitałowych zawiera praca Magudy i Reinhart [Magud, Reinhart 2007].

Zastosowanie podejścia portfelowego w ocenie przepływów kapitału udziałowego, dłużnego rynkowego, dłużnego bankowego oraz w formie BIZ może sugerować ich substytucyjność. Sprawia bowiem wrażenie, że inwestor zagraniczny, dokonując lokaty kapitału w danym kraju, może wybierać pomiędzy wymienionymi formami lokowania kapitału. Nie w pełni odzwierciedla to rzeczywiste decyzje inwestycyjne, gdyż inwestorzy o różnym profilu alokują swoje środki tylko w określony rodzaj aktywów. Inwestorzy finansowi będą głównie preferować inwestycje portfelowe. Finansowanie bankowe (szczególnie poprzez filie) oraz w formie BIZ wymaga natomiast na ogół dłuższej perspektywy finansowania oraz posiadania określonych zasobów materialnych i niematerialnych pozwalających na ekspansję inwestycyjną w tych formach. Z tych względów trudno mówić o pełnej substytucyjności finansowania kraju pomiędzy poszczególnymi kategoriami aktywów. Niemniej wykorzystanie czynników opisujących ryzyko i dochód znajduje uzasadnienie w przypadku, kiedy służą one do porównywania atrakcyjności inwestycyjnej krajów w poszczególnych klasach aktywów inwestycyjnych.

3. Identyfikacja podstawowych czynników determinujących mobilność kapitału zagranicznego

Metoda identyfikacji podstawowych czynników determinujących przepływy kapitału międzynarodowego zaproponowana w drugiej części artykułu polega na uwzględnieniu roli wewnętrznych i zewnętrznych czynników przepływów kapitałowych przyporządkowanych do kategorii zaczerpniętych bezpośrednio z teorii portfelowych, tj.: ryzyka, dochodowości, dostępności kapitału i barier inwestycyjnych.

3.1. Ryzyko globalne a ryzyko krajowe

Poziom globalnego ryzyka jest ważnym czynnikiem determinującym międzynarodowe przepływy kapitałowe. W okresach niskiego ryzyka inwestorzy są w większym stopniu skłonni do inwestowania w na ogół szybciej rosnące gospodarki rozwijające się oraz w bardziej ryzykowne klasy aktywów. Inwestycje te charakteryzują się co prawda wyższym ryzykiem, ale również inwestorzy oczekują wyższych stóp zwrotu rekompensujących im to ryzyko. Niejednokrotnie okresy niskiego ryzyka skłaniają inwestorów do jego nadmiernego podejmowania, co w konsekwencji prowadzi do kryzysów [Minsky 1986].

W przypadku okresów, w których następuje wzrost ryzyka globalnego, rosną premie za ryzyko, co podnosi koszt kapitału i może zniechęcać do podejmowania nowych, szczególnie długoterminowych inwestycji. W okresach wzrostu niepewności ma miejsce realokacja portfeli inwestycyjnych w kierunku aktywów, które są

bardziej płynne i bezpieczne (*safe haven*)². Prowadzić to może do osłabienia motywów do inwestowania na rynkach krajów rozwijających się, a nawet do zwiększenia inwestowania w krajach rozwiniętych przez inwestorów z krajów rozwijających się.

Do kategorii ryzyka globalnego zaliczyć można również występowanie kryzysów walutowych. Międzynarodowy system finansowy podatny jest w przypadku ich występowania na efekt zarażania się krajów nie tylko o słabych lub o podobnych do objętych kryzysem krajów fundamentach, ale również tych, które są powiązane poprzez handel oraz finanse. Na skutek zachowań stadnych inwestorów kryzysy walutowe i związane z nimi nagłe i gwałtowne zmiany w kierunku i wielkości przepływów kapitałowych mogą dotyczyć również krajów, które wydają się niepowiązane ze sobą gospodarczo. Między innymi kryzysom walutowym i efektowi zarażania przypisuje się większą zmienność w przepływach kapitałowych w krajach rozwijających swe gospodarki aniżeli w krajach rozwiniętych [Broner, Rigobon 2006].

Istnieje niewątpliwie związek pomiędzy ryzykiem globalnym i ryzykiem lokalnym, szczególnie gdy to drugie mierzyć zmiennością cen akcji, walut czy spreadami obligacji denominowanymi w walucie krajowej względem obligacji z innych rynków. Zintegrowane rynki finansowe stają się bowiem w coraz większym stopniu wzajemnie powiązane. Oznacza to, że zmienność cen aktywów odzwierciedla ryzyko zarówno globalne, jak i lokalne. Czynnikiem lokalnych wpływających na postrzeganie ryzyka lokalnego można szukać w kształtowaniu się niektórych danych makroekonomicznych, takich jak np. wysoki poziom inflacji, pogarszające się saldo budżetu państwa czy rosnące zadłużenie zagraniczne i zwiększający się koszt jego obsługi. Mogą one być oznakami nadchodzących zmian w polityce makroekonomicznej i źródłem wynikającej z tych oczekiwań niepewności. Należy jednak zaznaczyć, że z większą niepewnością związana jest nie tylko większa zmienność przepływów kapitałowych, ale również pojawianie się szans na uzyskiwanie wyższych stóp zwrotu. Większa niepewność prowadzić może zatem nie tylko do zmiany wielkości i kierunku przepływów inwestycyjnych, ale również do zmiany ich struktury w kierunku bardziej płynnych (a przez to umożliwiających szybszą reakcję na zmieniające się warunki inwestowania) krótkoterminowych inwestycji.

Wysoka zmienność kursu walutowego jest postrzegana jako czynnik zwiększający ryzyko inwestowania, m.in. ze względu na powiązanie z występowaniem kryzysów finansowych [Calvo, Reinhart 2002]. Dotyczyć to może zwłaszcza krajów o płytkim rynku walutowym oraz zadłużonych krajów o otwartej pozycji walutowej. Należy jednak zauważyć, że co prawda fluktuacje kursu walutowego mogą wpływać na kształtowanie się stopy zwrotu i ryzyka związanego z realizowanymi projektami inwestycyjnymi, jednak w przypadku zdywersyfikowanego portfela wielowalutowego następuje redukcja wpływu zmian kursowych na kształtowanie się stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych. Deprecjacja jednych walut w portfelu inwestycyjnym może być bowiem kompensowana aprecjacją innych.

² Na istotną rolę motywu *safe haven* w kształtowaniu przepływów kapitału w okresie kryzysu zapoczątkowanego w 2008 r. wskazuje m.in. Fratzsher [2011].

Ponadto warto pamiętać, że ryzyko związane z inwestycją nie jest prostą sumą ryzyka kursowego i ryzyka związanego z daną inwestycją nieuwzględniającego zmian kursu walutowego. W rzeczywistości istnieje zazwyczaj słaba bądź czasami negatywna korelacja pomiędzy tymi dwoma typami ryzyka. W rezultacie wpływ ryzyka kursowego na ryzyko inwestycji jest często zdecydowanie mniejszy niż wyliczane ryzyko kursowe. Wpływ zmienności kursów walutowych może być ograniczany przez różne techniki hedgingowe, co potencjalnie ogranicza wpływ zmienności na rzeczywiste decyzje inwestycyjne. W przypadku inwestycji długoterminowych dodatkowym czynnikiem osłabiającym wpływ zmienności i zmian kursów walutowych może być długość trwania inwestycji. Im dłuższy jest okres inwestycji, tym przypada na niego więcej naprzemiennych okresów wzrostu i spadku kursów walutowych, które mogą się wzajemnie znosić. Inwestorzy o dłuższym horyzoncie inwestowania powinni mniej obawiać się zmienności i zmian kursu walutowego aniżeli inwestorzy krótkoterminowi.

3.2. Dochodowość globalna a dochodowość krajowa

Generalnie należałoby oczekiwać zwiększonych napływów do krajów, które charakteryzują się relatywnie wyższą stopą zwrotu z inwestycji krajowych. W tym kontekście w literaturze najczęściej analizuje się wpływ zmian krajowego dochodu (wzrost PKB) w relacji do światowego wzrostu gospodarczego na kształtowanie się międzynarodowych przepływów kapitałowych.

Relatywnie wysokie stopy zwrotu w krajach rozwiniętych, które opisane mogą być bezpośrednio m.in. wzrostem indeksów giełdowych, a pośrednio wysokim tempem wzrostu dochodu krajowego, mogą zachęcać inwestorów do inwestycji na tych rynkach. Trzeba jednak pamiętać, że jeżeli inwestorzy zachowują się zgodnie z wnioskami wynikającymi z teorii portfelowej i dywersyfikują swoje portfele inwestycyjne w celu obniżenia ryzyka inwestycyjnego, to wraz ze wzrostem wartości portfela inwestycyjnego (*wealth effect*) muszą dokonywać jego rekonstrukcji, tak ażeby znalazły się w nim inwestycje charakteryzujące się niskimi współczynnikami korelacji. Oznaczać to może zwiększenie inwestycji w krajach charakteryzujących się gorszymi charakterystykami na mapie ryzyko-dochód. Bernstein i Damodaran [1999] wskazują, że należy zakładać pozytywną zależność pomiędzy procesem liberalizacji rynków finansowych oraz ich globalizacji i integracji a skłonnością do dywersyfikacji. Większa skłonność do dywersyfikacji prowadzi natomiast do zmniejszenia premii za ryzyko (nawet jeśli nie doprowadzi to do zmniejszenia zmienności aktywów).

Warto również zwrócić uwagę, na wnioski wynikające z międzyokresowej teorii bilansu płatniczego. Z jednej strony relatywnie większy dochód powinien zachęcać do inwestowania w danym kraju, jednak z drugiej, jeżeli wzrost ma charakter okresowy, może mieć miejsce proces wygładzania dochodu skutkujący odpływem kapitału za granicę. W sytuacji odwrotnej, gdy nastąpi okresowy spadek dochodu krajowego,

wego, będzie on amortyzowany przez pogorszenie salda obrotów bieżących i napływ kapitału.

Podobna niejednoznaczna relacja dotyczy współzależności pomiędzy różnicami w stopach procentowych pomiędzy jej krajowym i światowym odpowiednikiem. Z jednej strony niższe stopy procentowe oznaczają niższy koszt kapitału, co szczególnie w przypadku kapitałochłonnych inwestycji bezpośrednich i inwestycji w kapitał właścicielski może zachęcać do inwestowania. Z drugiej strony, w przypadku inwestycji w aktywa dłużne, relatywnie niskie poziomy stóp procentowych mogą być czynnikiem zachęcającym do inwestowania za granicą w poszukiwaniu wyższych rentowności.

W przypadku stóp procentowych warto również pamiętać, że odzwierciedlają one nie tylko stopę zwrotu, ale również premię za ryzyko. Wysokie stopy procentowe mogą nie zachęcać do inwestowania, jeżeli związane są z nimi wysokie premie za ryzyko. Warto zwrócić uwagę na potencjalny związek pomiędzy niskimi globalnymi stopami procentowymi i wiarygodnością kredytową krajów, które zadłużone są w walutach globalnych. Dotyczy to zwłaszcza krajów rozwijających się, obciążonych tzw. grzechem pochodzenia (*original sin*). To metaforyczne określenie dotyczy sytuacji większości krajów, które mają trudności w zaciąganiu zobowiązań na rynku międzynarodowym denominowanych w swoich walutach krajowych. Obniżenie się oprocentowania walut globalnych przyczynia się wówczas do obniżenia kosztów obsługi długu i zachęca do finansowania zewnętrznego.

Ważnym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się dochodu z inwestycji zagranicznej jest kurs walutowy. Aprecjacja waluty kraju inwestycji zwiększa zyski z zainwestowanego kapitału. Zależność pomiędzy zmianami kursu walutowego a kierunkiem i siłą napływającego kapitału nie jest jednak tak jednoznaczna, jak wynika to z tego stwierdzenia. Z jednej strony, postępująca aprecjacja może zachęcać nowych inwestorów do inwestycji ze względu na oczekiwane zyski kursowe. Z drugiej strony częste, szczególnie w krótkim okresie, zmiany trendów na rynku walutowym przyczyniają się do nagłych zmian zachowania się kursów walutowych i zwiększają ryzyko pojawienia się strat kursowych. Dotyczy to zwłaszcza przypadków odwrócenia się tendencji aprecjacji waluty kraju przyjmującego.

W literaturze istnieje również nurt badawczy wskazujący wręcz na odwrotny kierunek zależności pomiędzy zmianami kursu walutowego a kierunkiem i siłą napływu kapitału. Hashimoto i Wacker [2012] przytaczają w swojej pracy szereg badań, w których stwierdzono pozytywną zależność pomiędzy napływem inwestycji bezpośrednich i realną deprecjacją kursu walutowego kraju je przyjmującego. Wynikać to może ze zwiększonych zysków inwestorów bezpośrednich, którzy uzyskują dodatkowe korzyści z eksportu z kraju, którego waluta się deprecjonuje. Kolejnym wytłumaczeniem tej na pozór nieoczekiwanej zależności może być fakt, że w wyniku deprecjacji waluty aktywa krajowe stają się tańsze dla inwestorów zagranicznych, którzy wykorzystują ten fakt, zwiększając swoje zakupy za granicą.

3.3. Dostępność kapitału i bariery inwestycyjne

Wzrost globalnej podaży kapitału skutkuje większą ilością środków finansowych dostępnych na rynku finansowym, co może przyczynić się do zwiększenia przepływów kapitałowych pomiędzy krajami. Może jednak prowadzić do zwiększonej zmienności przepływów, szczególnie w sytuacji, gdy towarzyszy jej obawa przed wzrostem inflacji. Kapitał przepływa wówczas pomiędzy krajami nie tylko w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu z inwestycji w relacji do towarzyszącego im ryzyka, ale dochodzi dodatkowy motyw inwestycyjny: obrona przed ryzykiem systemowym, jakim jest oczekiwana inflacja. Należy zakładać zatem, że wzrost globalnej podaży nie tylko ma wpływ na wielkość i kierunki przepływów kapitałowych, ale również może przyczynić się do dużych zmian w ich strukturze, bowiem w okresach niepewności większą wagę przypisuje się płynności (rozumianej jako łatwość sprzedaży aktywów) umożliwiającej szybką reakcję na zmiany w otoczeniu gospodarczym. Zwiększenie globalnej podaży nie musi przekładać się na zwiększenie przepływów motywowanych poszukiwaniem wyższej rentowności, jeżeli w ślad za tym miałyby iść zwiększenie ryzyka inwestowania na nie płynnych rynkach, co jest rozumowaniem zgodnym z założeniami teorii portfelowej. Dla uruchomienia czynników *push* potrzebna jest zatem odpowiednia płynność w postaci podaży kapitału.

Istotnym czynnikiem zwiększającym podaż i dostępność kapitału jest postęp w integracji rynków finansowych, który zwiększa nie tylko dostęp do globalnych zasobów finansowych, ale również sprzyja rozwojowi lokalnego pośrednictwa finansowego [IMF 2007]. Szczególnie istotne może być zwiększenie się integracji finansowej i monetarnej poparte podniesieniem jakości polityki makroekonomicznej. Umożliwia ona krajom rozwijającym się uczestnictwo w wymianie kapitału na rynku finansowym i czerpanie z tego korzyści (międzyokresowy wybór bieżącej i przyszłej konsumpcji). Sørensen i in. [2007] zauważyli, że wraz z procesami integracyjnymi w krajach OECD nastąpiło obniżenie procesu nadreprezentatywności aktywów krajowych w portfelach inwestycyjnych (*home bias*). Warto również zwrócić uwagę, że integracja może oznaczać nie tylko zwiększenie dostępu do kapitału poprzez większą integrację krajowego rynku kapitałowego z rynkiem międzynarodowym, ale również obniżenie ryzyka w związku z polepszeniem się jakości polityki makroekonomicznej oraz, w przypadku dołączenia do unii monetarnej, likwidację ryzyka walutowego w stosunku do pozostałych krajów unii monetarnej. IMF [2007] podkreśla jednak, że nawet w przypadku braku solidnej polityki makroekonomicznej integracja systemu finansowego może przyczynić się do zwiększenia napływów kapitałowych do danego kraju, ale istnieje wówczas ryzyko niekorzystnej struktury tego kapitału. W takiej sytuacji finansowa integracja może prowadzić do nadmiernego zadłużania i akumulacji długu, w szczególności krótkookresowego, co zwiększa niestabilność przepływów kapitałowych.

Integracja z międzynarodowym rynkiem finansowym może wynikać z członkostwa w międzynarodowych ugrupowaniach gospodarczych, których celem może być zniesienie części lub całości ograniczeń w obrocie gospodarczym pomiędzy

krajami, ale nie musi mieć koniecznie formalnego charakteru. Należy zakładać, że np. wraz ze zwiększaniem się otwartości danej gospodarki na handel ma miejsce proces likwidowania barier gospodarczych, w wyniku którego umożliwiony zostaje dostęp do światowych rynków gospodarczych, w tym finansowych.

Szereg krajowych czynników (np. stosunek depozytów lub kredytu krajowego do PKB) może być analizowanych jako przybliżenie dostępu do krajowego kapitału, co charakteryzuje wielkość krajowego rynku finansowego i jego płynność. Płynność finansowa ma dwojakie znaczenie z punktu widzenia niniejszej analizy. Z jednej strony im większy rynek, tym większe występują na nim zasoby finansowe (lub/i występuje większe zapotrzebowanie na kapitał – np. analizowany w literaturze czynnik inwestycji w relacji do PKB). Z drugiej strony, wysoka płynność może obniżać zmienność cen na danych rynkach, ponieważ wiąże się z występowaniem większej liczby kupujących oraz sprzedających różne aktywa.

Na bazie doświadczeń z kryzysu zapoczątkowanego w USA w 2007 roku można również wskazać na to, że duży rynek finansowy może kreować nowe instrumenty charakteryzujące się bardzo wysokim ryzykiem i bardzo wysoką oczekiwaną stopą zwrotu. Wpływać to może na zmianę struktury inwestowania w kierunku zwiększenia inwestowania w innowacje inżynierii finansowej.

Obok czynników związanych z podażą i popytem na kapitał (według teorii makroekonomicznych) oraz ryzyka i dochodu z inwestycji (według teorii portfelowych) wielkość przepływającego między krajami kapitału zależy od jego mobilności, czyli swobody, z jaką kapitał zagraniczny przemieszcza się pomiędzy krajami. Mobilność kapitału będzie tym wyższa, im mniej będzie barier ograniczających napływy kapitału z zagranicy i odpływy kapitału za granicę oraz im większa będzie różnica pomiędzy krajami w oczekiwanych stopach zwrotu w odniesieniu do towarzyszącego im ryzyka.

Niska mobilność kapitału *a contrario* związana może być z występowaniem restrykcji w zakresie swobody inwestowania międzynarodowego, braku możliwości inwestycyjnych bądź braku dysproporcji pomiędzy oczekiwanymi stopami zwrotu (analizowanymi w odniesieniu do towarzyszącego im ryzyka) pomiędzy różnymi rynkami.

Formalne zwiększenie otwartości na przepływy kapitału, najczęściej analizowane przy wykorzystaniu indeksu Chinna i Ito [2008], powinno prowadzić do zwiększenia się przepływów kapitałowych pomiędzy krajami. Badania empiryczne wskazują, że w ślad za zwiększaniem się wielkości międzynarodowych przepływów kapitałowych idzie wzrost ich zmienności [Aizenman i in. 2010]. Warto jednak zaznaczyć, że zależność ta występuje z różną siłą w poszczególnych krajach. Wydaje się, że kraje o większym i bardziej rozwiniętym rynku finansowym mogą czerpać więcej korzyści (większe napływy przy mniejszej ich zmienności) ze zwiększenia otwartości aniżeli kraje o słabiej rozwiniętych rynkach finansowych. Wynika to m.in. z większej płynności, która w przypadku występowania różnych szoków pomaga szybciej powrócić do stanu względnej równowagi. Reinhardt, Ricci i Tressel [2010] zauważają z kolei, że w przypadku dużej formalnej otwartości na przepływy kapitałowe w krajach rozwiniętych i rozwijających się kapitał płynie z bogatszych krajów

do biedniejszych zgodnie ze standardową neoklasyczną teorią. Dotyczy to jednak przede wszystkim kapitału właścicielskiego. W przypadku ograniczeń w przepływach kapitału nie zauważyli oni istotnej statystycznie relacji pomiędzy poziomem rozwoju kraju a jego przepływami. Warto wskazać, że celem wprowadzenia restrykcji kapitałowych może być nie tyle zahamowanie ich przepływów, ile zmiana kompozycji, najczęściej w kierunku zwiększenia inwestycji długoterminowych.

Duże znaczenie dla przepływów kapitału międzynarodowego mogą mieć czynniki instytucjonalne świadczące o konkurencyjności danej gospodarki, takie jak stabilność polityczna, jakość kapitału ludzkiego, stan infrastruktury, poziom rozwoju rynku finansowego i postrzeganie korupcji, które nie stanowią wprawdzie barier formalnych, ale mogą wpływać na wielkość, kierunek i strukturę przepływów kapitałowych. Dzieje się tak ze względu na ich wpływ na postrzeganie przez inwestorów kształtowania się oczekiwanego dochodu oraz ryzyka inwestycyjnego w przyszłości. Należy zakładać, że lepsza jakość instytucjonalnego otoczenia biznesu prowadzić powinna do pozytywnego nastawienia inwestorów do inwestycji w danym kraju i w konsekwencji do większego napływu stabilnego kapitału zagranicznego. Wynika to m.in. z dobrze udokumentowanej badaniami empirycznymi pozytywnej korelacji pomiędzy jakością czynników instytucjonalnych a wzrostem ekonomicznym (np. [Acemoglu, Johnson 2005]). Lepsza jakość instytucji przyczynia się też do obniżenia szeregu nieoperacyjnych rodzajów ryzyka, np. ryzyka politycznego, które zwiększają koszty prowadzenia działalności gospodarczej w danym kraju, szczególnie dla inwestujących w dłuższym terminie.

4. Zakończenie

W opracowaniu podjęto próbę usystematyzowania analizowanych w literaturze potencjalnych czynników determinujących napływ kapitału międzynarodowego. Metoda zaproponowana w artykule polega na uwzględnieniu roli wewnętrznych i zewnętrznych czynników przepływów kapitałowych przyporządkowanych do kategorii zaczerpniętych bezpośrednio z teorii portfelowych, tj.: dochodowości, ryzyka, dostępności kapitału i barier inwestycyjnych. Przeprowadzona analiza wskazuje, że makroekonomiczne czynniki zewnętrzne i wewnętrzne często są tożsame z determinantami przepływów kapitału w ujęciu portfelowym i dlatego podstawą badań empirycznych w tym obszarze powinno być syntetyczne podejście rekomendowane w tym artykule.

Wewnętrzne czynniki makroekonomiczne, takie jak tempo wzrostu gospodarczego, polityka pieniężna i wysokość stóp procentowych, wielkość gospodarki i wynikająca z niej możliwość wykorzystania rosnących korzyści skali, rozwój rynku finansowego, niskie oczekiwane i bieżące obciążenia podatkowe, powiązane z wysokością deficytu i długu publicznego oraz zmiana indeksów giełdowych, determinują stopę zwrotu z inwestycji portfelowych i bezpośrednich w krajach goszczących kapitał. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego, polityka pieniężna i sytuacja na ryn-

ku kapitałowym w głównych krajach eksportujących kapitał, czyli makroekonomiczne czynniki zewnętrzne, pozwalają ustalić relatywną stopę zwrotu z inwestycji zagranicznej i optymalny skład portfela.

Drugie momenty wielu z wymienionych powyżej zmiennych makroekonomicznych są jednocześnie miarami ryzyka inwestycyjnego uwzględnianego przez inwestorów w swoich decyzjach. Wysokie odchylenie standardowe wzrostu gospodarczego oraz zmian indeksów giełdowych utrudnia przewidywania dotyczące dochodowości. Podobnie działa wzrost zmienności kursu walutowego, inflacja, dług publiczny czy wysokość rezerw banku centralnego, które przez inwestorów uznawane są za miary ryzyka inwestycyjnego.

Niemniej nie tylko miary dochodowości i ryzyka są nierozzerwalnie związane z sytuacją makroekonomiczną oraz polityką fiskalną i monetarną. Bariery w przepływie kapitału są albo bezpośrednim skutkiem polityki państwa, albo pochodną cech strukturalnych gospodarki, które pośrednio są kształtowane przez władze fiskalne i monetarne. Trudno zaprzeczyć, że polityka makroekonomiczna wpływa na stopień otwartości gospodarki i wielkość rynku finansowego (płynność zarówno lokalną, jak i globalną), a ogólna jakość zarządzania gospodarką przez władze publiczne jest obojętna dla alokacji kapitału inwestorów zagranicznych. Wydarzenia kryzysowe, takie jak zatrzymanie napływu (*sudden stops*) albo odpływ kapitału i załamanie na rynku walutowym są w literaturze analizowane jako zjawiska makroekonomiczne, których podłoże stanowią niefrasobliwe polityki makroekonomiczne albo niedoskonałości rynku. Skłaniają one indywidualne podmioty do zachowania generującego nieoptymalną równowagę w skali makroekonomicznej. Te zjawiska mogą być również interpretowane w ramach teorii portfelowej. Omówione w artykule makroekonomiczne determinanty dochodowości, ryzyka i swobody inwestowania kształtują skład portfela w równowadze. Zjawiska kryzysowe pojawiają się natomiast wtedy, gdy podmioty dokonują realokacji aktywów i globalny rynek finansowy zmierza do osiągnięcia nowego stanu równowagi.

Zdaniem autorów artykułu zintegrowane podejście makroekonomiczne i portfelowe może być zastosowane w analizie determinant przepływów kapitału międzynarodowego, zarówno krótko-, jak i długoterminowego, co będzie celem kolejnych prac zespołu badawczego tworzonego przez autorów niniejszego artykułu.

Literatura

- Acemoglu D., Johnson S., 2005, *Unbundling institutions*, Journal of Political Economy 113(5), s. 949-995.
- Aizenman J., Chin M.D., Ito H., 2010, *The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma*, Trade Working Papers 21873, East Asian Bureau of Economic Research.
- Bernstein P., Damodaran A., 1999, *Zarządzanie inwestycjami*, Warszawa.
- Blonigen B.A., Davies R.B., Head K., 2003, *Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise: comment*, American Economic Review 93, s. 980-994.

- Branson W.H., Henderson D.W., 1985, *The Specification and Influence of Asset Markets*, [w:] P.B. Kenen, R.W. Jones (red.), *Handbook of International Economics*, Amsterdam: North Holland.
- Broner F.A., Rigobon R., 2006, *Why Are Capital Flows So Much Volatile in Merging Than in Developed Countries?*, Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, in: Ricardo Caballero & César Calderón & Luis.
- Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C.M., 1996, *Inflows of capital to developing countries in the 1990s*, *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), s. 123-139.
- Calvo G.A., Reinhart C.M., 2002, *Fear of floating*, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 117(2), maj, s. 379-408.
- Campos F.N., Kinoshita Y., 2008, *Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America*, IMF Working Papers 08/26, International Monetary Fund.
- Chinn M., Ito H., 2008, *A new measure of financial openness*, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10 (3), s. 309-322.
- Fratzscher M., 2011, *Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis*, NBER, Working Paper 17357.
- Gregorio de J., 2010, *Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation*, Working Papers wp359, University of Chile, Department of Economics.
- Grubel H.G., 1968, *Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows*, *American Economic Review*, grudzień.
- Hashimoto Y., Wacker K., 2012, *The Role of Risk and Information for International Capital Flows: New Evidence from the SDDS*, IMF Working Papers No 242.
- Herrmann S., Winkler A., 2008, *Real Convergence, Financial Markets and the Current Account*, ECB Occasional Paper No. 88.
- International Monetary Fund (IMF), 2007, *Global Financial Stability Report*, October Washington, DC.
- Magud N.E., Reinhart C.M., 2007, *Capital Controls: An Evaluation*, NBER Chapters, [w:] *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, s. 645-674.
- Magud N.E., Reinhart C.M., Rogoff K.S., 2011, *Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach*, NBER Working Papers 16805.
- Markowitz H.M., 1952, *Portfolio selection*, *The Journal of Finance*.
- Markowitz H.M., 1959, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven.
- Melvin M., 1983, *An Alternative Approach to International Capital Flows*, [w:] M.R. Darby, J.R. Lothian, A.E. Gandolfi, A.J. Schwarz, A.C. Stockman (red.), *The International Transmission of Inflation*, University of Chicago Press, s. 380-418.
- Minsky H., 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*, Hyman P. Minsky Archive, Paper 144, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archi-ve/144.
- Najlepszy E., Śliwiński P., 2008, *Determinanty salda bilansu obrotów bieżących w grupie wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej*, [w:] Najlepszy E. (red.), *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Portes R., Rey H., 2005, *The determinants of cross-border equity flows*, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 65(2), s. 269-296.
- Reinhardt D.B.S., Ricci L.A., Tressel T., 2010, *International Capital Flows and Development: Financial Openness Matters*, IMF Working Paper, No. 10/235.
- Sørensen B.E., Yi-Tsung W., Oved Y., Yu Z., 2007, *Home bias and international risk sharing: twin puzzles separated at birth*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, no. 4, s. 587-605.