

*Małgorzata Janicka**

KIERUNKI PRZEPŁYWÓW KAPITAŁOWYCH W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

WSTĘP

W 1990 roku R. Lucas [Lucas, 1990, str. 92–96] opublikował artykuł, w którym podważył zasadność wniosków płynących z analizy modelu neoklasycznego odnośnie do kierunków przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Zgodnie z przedstawionymi przez niego tezami kapitał nie przepływa z krajów bogatych (rozwinętych) do krajów biednych (rozwijających się), a dokładnie rzecz ujmując – przepływa w znacznie mniejszej ilości niż wynikałoby to z różnicy w wartościach krańcowych produktywności kapitału w tych krajach¹.

R. Lucas w swoim artykule wskazał na mniejsze od oczekiwanych rzeczywiste przepływy kapitałów od krajów rozwiniętych do rozwijających się². Obecnie jako paradoks Lucasa określa się przede wszystkim sytuację przeciwną niż wynikałoby to z teorii neoklasycznej kierunku przepływu kapitałów w skali globalnej – od krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych.

Celem artykułu jest analiza kierunków przepływów kapitału w gospodarce światowej z uwzględnieniem głównych kapitałodawców i kapitałobiorców, oraz próba odpowiedzi na pytanie, czy trwający w gospodarce światowej kryzys gospodarczy wywarł na nie istotny wpływ.

* Dr hab., prof. nadzw., Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Łódzki.

¹ Wnioski R. Lucasa pozwoliły zanegować przydatność krańcowej produktywności kapitału jako czynnika objaśniającego kierunki przepływów kapitałów w skali globalnej i otworzyły trwającą do chwili obecnej dyskusję, co wobec tego jest ich główną determinantą. Por. Alfaro, Kalemli-Ozcan, Volosovych, 2005(1), str. 1.

² Szerzej na temat paradoksu Lucasa: C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, 2004; L. Alfaro, S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych, 2005(2); P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, 2007; M.A. Clemens, 2002; F. Caselli, J. Feyrer, 2006; B. Block, K. Forbes, 2004, str. 11–12.

1. EKSPORTERZY I IMPORTERZY KAPITAŁU NETTO W GOSPODARCE GLOBALNEJ

W prowadzonych wcześniej badaniach obejmujących lata 2003, 2005 i 2007 wskazałam [Janicka, 2010], że główne wnioski płynące z artykułu R. Lucasa zyskały potwierdzenie w danych empirycznych. Kapitał płynął od krajów nadwyżkowych do deficytowych (inaczej zresztą płynąć nie mógł), jednak kraje nadwyżkowe nie były jednocześnie bogatymi, uwzględniając PKB per capita, krajami wysoko rozwiniętymi (z wyjątkami). Danych w tym zakresie dostarcza Międzynarodowy Fundusz Walutowy, przy czym zgodnie z zasadami przyjętymi przez MFW procentowy udział krajów odpowiednio w grupie eksporterów/importerów kapitału netto jest mierzony ich nadwyżką/deficytem notowanymi na rachunku obrotów bieżących.

Tabela 1. Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej, lata 2003, 2005, 2007 (%)

Lp.	2003	2005	2007
1	Japonia (20,8)	Japonia (14,2)	Chiny (21,4)
2	Niemcy (9,8)	Chiny (13,7)	Japonia (12,6)
3	Rosja (6,2)	Niemcy (9,7)	Niemcy (11,0)
4	Szwajcaria (6,2)	Arabia Saudyjska (7,5%)	Arabia Saudyjska (6,0)
5	Norwegia (4,6)	Rosja (7,5)	Rosja (4,5)
6	Tajwan (4,2)	Szwajcaria (4,4)	Szwajcaria (4,2)
7	Hongkong (3,8)	Norwegia (4,3)	Norwegia (3,6)
8	Francja (3,7)	Holandia (3,5)	Kuwejt (3,1)
9	Singapur (3,7)	Singapur (2,9)	Holandia (3,0)
10	Arabia Saudyjska (3,6)	Kuwejt (2,8)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (2,5)
11	Chiny (3,3)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (2,6)	Singapur (2,3)
12	Holandia (3,3)	Wenezuela (2,2)	Szwecja (2,3)
13	Kanada (2,3)	Kanada ((2,2)	Tajwan (1,9)
14	Pozostałe kraje (25,2) ¹⁾	Pozostałe kraje (22,6) ²⁾	Pozostałe kraje (21,5) ³⁾

Uwagi: Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział w nadwyżce bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 2,3%.

Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział w nadwyżce bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 2,2%.

Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział w nadwyżce bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 1,9%.

Źródło: „Global Financial Stability Report” April 2004, April 2006, April 2008, IMF

W okresie „przedkryzysowym” (2003–2007) na bardzo wysokich miejscach w rankingu kapitałodawców znalazły się kraje zaliczane do grupy rozwijających się – Rosja i Chiny (por. tabela 1). Szczególną uwagę należy zwrócić właśnie na

Chiny, które jeszcze w roku 2003 uczestniczyły w skumulowanej światowej nadwyżce obrotów bieżących jedynie w 3,3% i zajmowały 11 miejsce w zestawieniu, w 2005 r. było to już miejsce drugie (13,7%), zaś w 2007 r. zajęły pierwsze miejsce z udziałem ponad 21%. Tak wysoka pozycja Chin była pochodną ogromnej nadwyżki handlowej tego kraju, realizującego konsekwentnie proeksportową politykę wzrostu gospodarczego. W przypadku pozostałych krajów rozwijających się znaczące nadwyżki finansowe były w głównej mierze pochodną eksportu surowców (np. w Rosji, Kuwejcie, Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Arabii Saudyjskiej czy Wenezueli).

Tabela 2. Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej, lata 2009, 2011 (%)

Lp.	2009	2011
1	Chiny (23,4)	Niemcy (12,8)
2	Niemcy (13,3)	Chiny (12,5)
3	Japonia (11,7)	Arabia Saudyjska (8,8)
4	Norwegia (4,8)	Japonia (7,5)
5	Rosja (4,7)	Rosja (6,3)
6	Szwajcaria (3,6)	Szwajcaria (5,6)
7	Korea (3,5)	Kuwejt (4,6)
8	Tajwan (3,5)	Norwegia (4,4)
9	Holandia (3,4)	Holandia (3,9)
10	Singapur (2,8)	Singapur (3,6)
11	Kuwejt (2,8)	Iran (3,2)
12	Malezja (2,4)	Katar (3,1)
13	Szwecja (2,1)	Tajwan (2,6)
14	Pozostałe kraje (18,0) ¹⁾	Pozostałe kraje (21,2) ²⁾

Uwagi: Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział w nadwyżce bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 2,1%; Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział w nadwyżce bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 2,6%.

Źródło: „Global Financial Stability Report” April 2010, April 2012, IMF

W latach 2009–2011 widać już oddziaływanie negatywnych skutków kryzysu gospodarczego (tabela 2), udział Chin w światowej nadwyżce istotnie się zmniejszył (z 23,4% w 2009 roku do 12,5% w roku 2011), poza tym Chiny spadły na drugą pozycję w rankingu wiodących eksporterów kapitału netto. Na pierwszym miejscu znalazły się Niemcy, kraj wysoko rozwinięty należący do pogrążonej w głębokim kryzysie strefy euro. Czy oznacza to zmianę tendencji w zakresie składu grupy kapitałodawców? W mojej opinii raczej nie. Procentowy udział Niemiec w światowej nadwyżce nie uległ zasadniczej zmianie, a wręcz zmalał (z 13,3% do 12,8%), co dowodzi nie tyle rosnącej siły gospodar-

czej Niemiec, co spadku pozycji Chin będącym pochodną skurczenia się rynków zbytu na chiński eksport. W grupie kapitałodawców nadal liczbowo dominują kraje rozwijające się (uwzględniając klasyfikację MFW) eksportujące surowce.

Tabela 3. Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej, lata 2003, 2005, 2007 (%)

Lp.	2003	2005	2007
1	USA (74,2)	USA (65,1)	USA (49,4)
2	Australia (3,5)	Hiszpania (6,8)	Hiszpania (9,3)
3	Hiszpania (3,0)	Wielka Brytania (3,9)	Wielka Brytania (9,1)
4	Wielka Brytania (2,3)	Australia (3,4)	Australia (3,4)
5	Włochy (2,1)	Francja (2,7)	Włochy (3,2)
6	Meksyk (1,9)	Włochy (2,2)	Grecja (2,9)
7	Grecja (1,5)	Turcja (1,9)	Turcja (2,5)
8	Pozostałe kraje (11,5) ^{1.}	Pozostałe kraje (14,1) ^{2.}	Pozostałe kraje (20,2) ^{3.}

Uwagi: pozostałe kraje zawierają wszystkie kraje, których udział w deficycie bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 1,5%; pozostałe kraje zawierają wszystkie kraje, których udział w deficycie bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 1,9%; pozostałe kraje zawierają wszystkie kraje, których udział w deficycie bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 2,5%.

Źródło: „Global Financial Stability Report” April 2004, April 2006, April 2008, IMF

Tabela 4. Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej, lata 2009, 2011 (%)

Lp.	2009	2011
1	USA (41,7)	USA (38,5)
2	Hiszpania (7,3)	Turcja (6,3)
3	Włochy (7,0)	Włochy (5,7)
4	Francja (3,9)	Francja (5,0)
5	Australia (3,7)	Hiszpania (4,5)
6	Kanada (3,6)	Brazylia (4,3)
7	Grecja (3,5)	Kanada (4,0)
8	Pozostałe kraje (29,3) ^{1.}	Pozostałe kraje (31,8) ^{2.}

Uwagi: pozostałe kraje zawierają wszystkie kraje, których udział w deficycie bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 3,5%; pozostałe kraje zawierają wszystkie kraje, których udział w deficycie bilansu obrotów bieżących ogółem jest mniejszy niż 4,0%.

Źródło: „Global Financial Stability Report” April 2010, April 2012, IMF

Do wiodących biorców kapitału w gospodarce światowej należą przede wszystkim kraje rozwinięte. Zaskakujący jest zwłaszcza szeroko dyskutowany w literaturze światowej fakt tak znaczącego udziału USA w tej grupie³. Jedna

³ Szerzej na temat pozycji USA: T. McKinley, 2006; M. Obstfeld, K. Rogoff, 2005, str. 67–146.

z najbardziej rozwiniętych gospodarek świata jeszcze w roku 2003 wchłaniała prawie 75% wolnych środków finansowych w skali globalnej. W 2007 r. udział USA spadł do niespełna 50%, ale i tak była to wartość bardzo wysoka (tabela 3).

W latach 2009 i 2011 utrzymana została tendencja obecna we wcześniejszym okresie – dominujący, choć stopniowo malejący, udział Stanów Zjednoczonych w grupie importerów kapitału netto (tabela 4). Obok USA wiodącymi kapitałobiorcami były także kraje wysoko rozwinięte – Włochy, Francja, Hiszpania czy Kanada. Warto jednocześnie wskazać, że w badanym okresie nastąpiła zmiana usytuowania krajów będących liderami grupy. Zniknęły z niej Wielka Brytania i Grecja, na dalsze pozycje przesunęła się Hiszpania. Jest to rezultatem zmiany sytuacji gospodarczej tych krajów będącej konsekwencją trwającego obecnie kryzysu, w tym szczególnie kryzysu w strefie euro. Gospodarcze problemy Europy przełożyły się na sytuację krajów członkowskich UE, przede wszystkim Grecji, która stała się praktycznie niewypłacalna, stąd też zahamowanie napływu kapitału do tego kraju. W badanym okresie widoczny był także wzrost roli krajów rozwijających się, tj. Brazylia czy Turcja, jako importerów kapitału netto.

Analiza okresu 2003–2011 pokazuje także zmianę struktury grupy kapitałobiorców – o ile na początku badanego okresu *gros* kapitału „odsysała” gospodarka Stanów Zjednoczonych, a na tzw. pozostałe kraje przypadał relatywnie niewielki udział procentowy (11,5% w 2003 roku), o tyle w 2011 roku przy malejącej roli Stanów Zjednoczonych znacząco wzrósł udział pozostałych krajów (do 31,8%). Oznacza to, że zasoby kapitału kierowane są do coraz liczniejszej grupy krajów, choć nadal większość wolnych środków finansowych wchłaniają gospodarki krajów rozwiniętych.

2. KSZTAŁTOWANIE SIĘ SALD RACHUNKÓW OBROTÓW BIEŻĄCYCH WIODĄCYCH KRAJÓW I REGIONÓW

W nawiązaniu do wcześniejszych danych w tabeli 5 dokonano zestawienia sald rachunku obrotów bieżących w odniesieniu do PKB w wiodących krajach i grupach krajów gospodarki światowej.

Tabela 5. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów (% PKB)

Kraje/regiony	2003	2005	2007	2009	2011
1	2	3	4	5	6
Kraje rozwinięte	-0,7	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2
USA	-4,8	-5,9	-5,1	-2,7	-3,1
Japonia	3,2	3,6	4,8	2,8	2,0
Wielka Brytania	-1,3	-2,6	-2,5	-1,5	-1,9

Tabela 5 (cd.)

1	2	3	4	5	6
Strefa euro, w tym:	0,5	0,5	0,4	0,0	0,3
Niemcy	1,9	5,1	7,4	5,9	5,7
Hiszpania	-3,5	-7,4	-10,0	-5,2	-3,7
Holandia	5,5	7,4	6,7	4,2	7,5
Grecja	-6,4	-7,4	-14,4	-11,0	-9,7
Portugalia	-6,1	-10,3	-10,1	-10,9	-6,4
Luksemburg	8,0	11,5	10,1	6,5	6,9
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej	-4,2	-5,2	-8,3	-3,1	
Polska	-2,1	-2,4	-6,2	-4,0	-4,3
Rosja	8,2	11,1	5,9	4,0	5,5
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	2,7	3,4	6,6	3,8	1,8
Chiny	2,8	5,9	10,1	5,2	2,8
Indie	1,5	-1,3	-0,7	-2,1	-2,8
Środkowy Wschód i Północna Afryka, w tym:	8,3	16,0	14,6	2,5	13,2
Kuwejt	19,7	37,2	36,8	24,4	41,8
Arabia Saudyjska	13,1	28,5	24,3	5,6	24,4
Zjednoczone Emiraty Arabskie	8,6	12,4	6,9	3,4	9,2

Źródło: „World Economic Outlook” April 2008, 2012, IMF, www.imf.org

Istotna część krajów rozwiniętych ma deficyt na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, co oznacza, że musi korzystać z zasobów finansowych pozostałych gospodarek świata. Zdecydowanie największymi nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących, oprócz Chin, dysponują kraje Środkowego Wschodu, będące wiodącymi eksporterami ropy naftowej. Ich wartość w odniesieniu do PKB jest wręcz szokująco wysoka. Analiza okresu 2009–2011 pokazuje jednak, że oddziaływanie kryzysu na gospodarki krajów „nadwyżkowych” było zróżnicowane. W przypadku gospodarki Chin widać wyraźny spadek wartości nadwyżki bilansu obrotów bieżących w stosunku do PKB – jest to przede wszystkim efektem spadku wolumenu eksportu będącego skutkiem kurczenia się rynków zbytu i wzrostu kosztów pracy w Chinach. Inaczej wygląda sytuacja w przypadku krajów eksportujących surowce, w tym ropę naftową. Po spadku wartości nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w roku 2009 widoczny jest jej ponowny wzrost w roku 2011. W tej sytuacji można zaryzykować twierdzenie, że kryzys przede wszystkim doprowadził do redukcji wolumenu handlu na linii kraje eksportujące dobra konsumpcyjne (np. Chiny, Japonia) i kraje, które je importują (np. USA). W przypadku dóbr, na które

popyt jest relatywnie sztywny (tj. ropa naftowa) redukcja ta jest istotnie mniejsza, poza tym istotne jest także kształtowanie się cen surowców, które przekłada się na wzrost/spadek wartości nadwyżki w bilansie obrotów bieżących krajów, które je eksportują. Poza tym spadek wolumenu eksportu ropy naftowej do krajów Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych został skompensowany przez wzrost zapotrzebowania zgłaszany przez kraje rozwijające się, w tym głównie Chiny i Indie (co nie pozostało bez wpływu na kształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących tych krajów).

Nie sposób także nie zauważyć, że kryzys przyczynił się do redukcji sald na rachunkach obrotów bieżących w krajach będących stronami tzw. nierównowagi globalnej, czyli we wspomnianych już wcześniej Chinach, Japonii czy Stanach Zjednoczonych. Przed wybuchem kryzysu ekonomiści dostrzegali potencjalne zagrożenia związane z narastaniem tego zjawiska dla gospodarki światowej, jednak ich ostrzeżenia trafiały w próżnię. Obecnie coraz częściej wskazuje się na kwestię nierównowagi globalnej jako jedną z kluczowych przyczyn wybuchu kryzysu gospodarczego w 2008 roku.

Dane zawarte w tabeli 5 pozwalają także przybliżyć problem uwarunkowań wybuchu kryzysu w strefie euro, analizowany z punktu widzenia nierównowagi zewnętrznej krajów strefy. Jeszcze niedawno nie postrzegano narastania nierównowagi w obrębie strefy jako zagrożenia dla jej stabilności. Wartość salda rachunku obrotów bieżących przedstawiana była dla strefy jako całości. Dane z okresu 2003–2011 dowodzą, że przyjmując taką metodę prezentacji danych trudno postrzegać kwestię wartości salda na rachunku obrotów bieżących w kategoriach zagrożenia dla stabilności strefy. Jednak analiza kształtowania się wartości sald dla poszczególnych krajów strefy pokazuje już całkiem odmienny obraz sytuacji. W tabeli 5 zaprezentowano jedynie wybrane kraje strefy, jednak widać wyraźnie narastającą nierównowagę zewnętrzną w tych krajach.

Należy podkreślić, że z punktu widzenia nierównowagi równie ważne jest pogłębianie się deficytu, jak i narastanie nadwyżki. Można zadać retoryczne w zasadzie pytanie, jak to możliwe, aby wartość deficytu na rachunku obrotów bieżących przekraczająca poziom 10% PKB z jednej strony (przypadek Grecji, Hiszpanii, Portugalii), zaś istotny wzrost nadwyżki z drugiej (Holandia, Niemcy; Luksemburg jest specyficznym krajem „zarabiającym” na świadczeniu usług finansowych) nie skłaniała do refleksji na temat uwarunkowań stabilnego rozwoju krajów strefy euro. Ekonomiści stawiali tezę, że pogłębianie się deficytu obrotów bieżących w części państw strefy euro wynika z działania modelu neoklasycznego na terytorium jednowalutowym ze zliberalizowanymi przepływami kapitałowymi – kapitał płynie od krajów nadwyżkowych (Niemcy, Holandia, Luksemburg) do krajów niedoboru (Grecja, Portugalia, Hiszpania) kosztem spadku wolumenu przepływów wobec krajów spoza strefy euro [por. Schmitz, von Hagen, 2009]. Ciekawe jednak, dlaczego nie została podjęta dyskusja, jakie są granice zadłużania się krajów funkcjonujących w ramach

obszaru jednawalutowego w sytuacji ich pełnej suwerenności wobec zaciągania długów.

Warto nadmienić, że projekt budowy unii gospodarczej i walutowej nie zakładał budowy unii fiskalnej, w ramach której następowałyby transfery finansowe od obszarów dysponujących nadwyżką środków finansowych do obszarów, które cierpią na ich niedobór. Wręcz przeciwnie, zainicjowany w 1997 roku Pakt Stabilności i Wzrostu zawierał zapisy na rzecz przestrzegania przez kraje UGiW fiskalnych kryteriów zbieżności, w tym kryterium deficytu budżetowego, co jasno dowodzi, że warunkiem stabilności strefy miała być stabilność finansowa poszczególnych krajów członkowskich. Kraj kandydujący do strefy euro był i jest nadal zobligowany do wypełnienia kryteriów wskazujących na jego zdolność do zachowania równowagi wewnętrznej. Przyjmuje się tym samym, że zachowanie równowagi zewnętrznej jest pochodną istniejącej przez krótki okres równowagi wewnętrznej (badane są wskaźniki z roku poprzedzającego decyzję o przyjęciu kraju do trzeciego etapu integracji) w warunkach stabilnego kursu waluty krajowej względem euro. Jak bardzo takie założenie okazało się złudne pokazał obecny kryzys.

Warto także zauważyć, że po utworzeniu strefy euro zaprzestano publikowania wartości rzeczywistych przepływów kapitałowych między krajami strefy wychodząc z założenia, że na obszarze UGiW nie ma już przepływów *per se*, a istnieją jedynie transfery finansowe wewnątrz strefy. Rodzi to istotne problemy przy dokonywaniu analiz, jako że wykorzystywane są do nich, uwzględniane także w niniejszym artykule, wartości sald na rachunkach obrotów bieżących. Miernik ten jest jednak wysoce niedoskonały i nie odzwierciedla rzeczywistej skali przepływów finansowych między krajami⁴.

3. OSZCZĘDNOŚCI I INWESTYCJE W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Kierunki przepływu środków inwestycyjnych w gospodarce światowej można także przeanalizować wykorzystując dane dotyczące oszczędności i inwestycji w krajach i regionach tej gospodarki (patrz tabela 6).

⁴ Wbrew teorii ekonomii suma sald obrotów bieżących i finansowych korygowana o zmianę poziomu rezerw dewizowych nie ma wartości zerowej. Jak wskazuje P. Lane, z tego względu trudno uznać kształtowanie się salda bilansu obrotów bieżących za dobry miernik odzwierciedlający wartość przepływów kapitałowych między danym krajem a zagranicą (korelacja między saldem rachunku obrotów bieżących a zmianami pozycji netto aktywów zagranicznych powinna wynosić jeden, w rzeczywistości wartość współczynnika tej korelacji często odbiega od jedności). P. Lane i G.M. Milesi-Ferretti przeprowadzili badania w odniesieniu do krajów rozwiniętych, jednak płynące z nich wnioski znajdują także zastosowanie w przypadku krajów rozwijających się. Por. Lane, 2003, str. 3; Lane, Milesi-Ferretti, 2001, str. 263–294 za: Lane, 2003, str. 16.

Tabela 6. Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej w odniesieniu do PKB (%)

Kraje/regiony	1994–2001 (przeciętnie)	2003	2005	2007	2009	2011
Świat						
Oszczędności	22,1	20,8	22,5	24,2	21,9	24,0
Inwestycje	22,4	21,1	22,4	23,7	21,7	23,5
Kraje rozwinięte						
Oszczędności	21,6	19,1	19,7	20,7	17,2	18,5
Inwestycje	21,8	19,9	20,9	21,6	17,7	18,8
USA						
Oszczędności	17,0	13,3	14,0	14,6	11,5	12,9
Inwestycje	19,6	18,4	19,9	19,6	14,7	15,9
Strefa euro						
Oszczędności	21,3	20,7	20,9	22,9	19,0	20,0
Inwestycje	21,0	20,1	20,8	22,6	19,0	19,6
Nowo uprzemysłowione kraje						
Azji						
Oszczędności	33,0	31,5	31,3	33,4	31,2	32,4
Inwestycje	29,9	24,7	25,9	26,2	23,5	26,0
Kraje rozwijające się i rynki wschodzące						
Oszczędności	24,1	27,7	31,3	33,1	32,1	33,6
Inwestycje	24,8	25,7	27,2	29,2	30,5	31,8
Grupy regionalne						
Afryka						
Oszczędności	18,5	21,4	24,3	24,8	—	—
Inwestycje	19,5	21,8	22,5	24,5		
Europa Środkowo-Wschodnia						
Oszczędności	20,2	17,0	17,5	16,3	16,0	16,8
Inwestycje	22,8	21,2	22,2	24,7	19,1	22,7
Wspólnota Niepodległych Państw						
Oszczędności	24,6	27,5	29,7	30,7	21,9	29,1
Inwestycje	21,0	21,2	21,0	26,7	19,1	24,4
Kraje rozwijające się Azji						
Oszczędności	32,7	36,6	41,3	43,5	45,3	43,5
Inwestycje	32,4	33,8	37,2	36,9	41,4	41,7
Środkowy Wschód						
Oszczędności	25,2	31,3	42,0	44,7	—	—
Inwestycje	22,1	23,0	22,3	24,9		
Środkowy Wschód i Północna Afryka						
Oszczędności	—	—	—	—	31,5	39,6
Inwestycje					29,0	26,6

Źródło: „World Economic Outlook” April 2008, 2012, IMF, www.imf.org

Dane te potwierdzają wcześniejsze wnioski, iż krajem, który od lat korzysta z zasobów innych krajów są Stany Zjednoczone, permanentnie inwestujące więcej niż są w stanie zaoszczędzić. Warto także zauważyć, że USA są również krajem o jednym z najniższych wskaźników oszczędności w odniesieniu do PKB⁵.

Uwzględniając różnicę pomiędzy udziałami oszczędności i inwestycji w PKB największy wkład jako kapitałodawcy na międzynarodowym rynku finansowym mają kraje Środkowego Wschodu. Wbrew powszechnej opinii nie są to więc rozwijające się kraje Azji, które choć bardzo dużo oszczędzają, także bardzo dużo inwestują. Poziom rozbieżności pomiędzy oszczędnościami i inwestycjami w krajach Środkowego Wschodu⁶ jest wyjątkowo duży, co oznacza, że dysponują one znaczącymi zasobami wolnych środków finansowych, które użyczają pozostałym krajom gospodarki światowej. Fakt ten znajduje odzwierciedlenie w danych zawartych w tabelach 1 i 2, które wyraźnie wskazują, jak znaczący udział mają te kraje w grupie eksporterów kapitału netto.

Bardzo niski poziom oszczędności mają natomiast kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które relatywnie dużo inwestują. W badanym okresie widoczny jest również stopniowy spadek wolumenu oszczędności w tych krajach mierzonego ich udziałem w PKB. Oszczędności te nieznacznie wzrosły dopiero w 2011 roku, jednak ich poziom nadal znacząco odbiega od wartości 20% PKB. W tabeli 7 przedstawione zostały dane odnośnie do kształtowania się sald rachunku obrotów bieżących w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, które charakteryzują sytuację poszczególnych krajów w kwestii ich równowagi zewnętrznej. To, co jest najbardziej zaskakujące w tych danych, to pozytywny wpływ kryzysu na wartość tychże sald. Z wyjątkiem Albanii i Turcji, w 2011 roku we wszystkich krajach wartość deficytu w odniesieniu do PKB uległa zmniejszeniu w porównaniu z rokiem 2007, a w części wręcz pojawiła się nadwyżka. Wydaje się, że w tym przypadku sytuacja może być analogiczna do sytuacji gospodarki amerykańskiej, w której redukcja deficytu na rachunku obrotów bieżących była w znaczącym stopniu pochodną recesji zapoczątkowanej w 2009 roku.

⁵ Co prawda część krajów rozwiniętych ma zdecydowanie wyższy deficyt na rachunku obrotów bieżących niż USA, ale ze względu na znacznie mniejsze rozmiary gospodarki i niższy poziom PKB przechwytyują one mniej światowych oszczędności w wymiarze bezwzględny.

⁶ MFW zmienił sposób prezentowania danych i do grupy krajów Środkowego Wschodu dołączone zostały kraje Afryki Północnej.

Tabela 7. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej, saldo rachunku obrotów bieżących (%PKB)

Kraj	2007	2009	2011
Europa Środkowo-Wschodnia	- 8,3	-3,1	-6,0
Albania	- 10,4	-13,5	-13,2
Bośnia i Hercegowina	- 10,7	-6,3	-8,3
Bułgaria	- 25,2	-8,9	1,9
Chorwacja	- 7,3	-5,0	0,9
Republika Czech	- 4,4	-2,5	-2,9
Estonia	- 15,9	3,7	3,2
Węgry	- 7,3	-0,2	1,1
Łotwa	- 22,4	8,7	-1,2
Litwa	- 14,5	4,7	-1,7
Macedonia	- 7,1	-6,8	-2,8
Republika Czarnogóry	- 39,5	-29,6	-19,4
Polska	- 6,2	-4,0	-4,3
Rumunia	- 13,4	-4,2	-4,2
Serbia	- 16,1	-7,1	-9,1
Słowacja	- 5,3	-3,2	0,1
Turcja	- 5,9	-2,2	-9,9

Źródło: „World Economic Outlook” April 2012, IMF, www.imf.org

Uwagi: Estonia i Słowacja są krajami członkowskimi UGiW, Republika Czech zaliczana jest do grupy krajów rozwiniętych

Dotychczas przedstawione dane wskazują, że kraje rozwinięte chętnie korzystają z zasobów finansowych zgromadzonych przez kraje rozwijające się. Pozostaje to niewątpliwie w sprzeczności z założeniami modelu neoklasycznego, zgodnie z którym to właśnie kraje rozwinięte powinny wypracowywać nadwyżki finansujące rozwój krajów rozwijających się. Kraje, które osiągają wspomniane nadwyżki finansują de facto rozwój innych gospodarek zamiast własnych.

4. GŁÓWNI INWESTORZY NA MIĘDZYNARODOWYM RYNKU FINANSOWYM

Zapewne zaskoczenie może budzić fakt, że największym inwestorem na międzynarodowych rynkach finansowych w ujęciu bezwzględnym jest kraj będący jednocześnie wiodącym kapitałobiorcą, czyli Stany Zjednoczone. Kraj ten posiada aktywa zagraniczne o największej wartości, druga po Stanach Zjednoczonych w tym zestawieniu jest Wielka Brytania. Wartości aktywów i pasywów zagranicznych głównych kapitałobiorców i kapitałodawców gospodarki światowej, a także ich pozycję inwestycyjną netto, pokazują dane zawarte w tabelach 8 i 9.

Tabela 8. Pozycja inwestycyjna netto, aktywa i pasywa zagraniczne głównych kapitałobiorców w gospodarce światowej, 2010 (mld USD)

Lp.	Kraj	Aktywa zagraniczne	Pasywa zagraniczne	Pozycja inwestycyjna netto	Udział pozycji inwestycyjnej netto w pasywach zagranicznych (%)
1.	Stany Zjednoczone	15 284	18 356	- 3 072	-16,7
2.	Hiszpania	1 673	2 936	- 1 263	-43,0
3.	Australia	1 044	1 769	- 752	-42,5
4.	Brazylia	587	1 290	- 703	-54,5
5.	Włochy	2 734	3 187	- 453	-14,2
6.	Wielka Brytania	10 943	11 390	- 446	-3,9
7.	Meksyk	259	613	- 355	-58,0
8.	Grecja	215	646	- 331	-51,2
9.	Francja	6 622	6 947	- 325	-4,7
10.	Polska	162	470	- 308	-65,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: McKinsey Global Institute „Mapping Global Capital Markets 2011”, str. 34.

Tabela 9. Pozycja inwestycyjna netto, aktywa i pasywa zagraniczne głównych kapitałodawców w gospodarce światowej, 2010 (mld USD)

Lp.	Kraj	Aktywa zagraniczne	Pasywa zagraniczne	Pozycja inwestycyjna netto	Udział pozycji inwestycyjnej netto w aktywach zagranicznych (%)
1.	Japonia	6 795	3 748	3 010	44,3
2.	Chiny	3 892	1 699	2 193	56,3
3.	Niemcy	7 323	6 116	1 207	16,5
4.	Arabia Saudyjska	1 084	202	882	81,4
5.	Szwajcaria	3 047	2 348	698	22,9
6.	Hong Kong	2 723	2 032	691	25,4
7.	Tajwan	1 015	389	626	61,7
8.	Zjednoczone Emiraty Arabskie	783	198	585	74,7
9.	Singapur	1 376	884	492	35,8
10.	Norwegia	1 122	762	360	32,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: McKinsey Global Institute „Mapping Global Capital Markets..”, op.cit., str. 34.

Dane zawarte w tabeli 8 wskazują, że ujemna pozycja inwestycyjna netto Stanów Zjednoczonych stanowi jedynie niecałe 17% pasywów zagranicznych tego kraju, w przypadku Włoch to ok. 14%, Francji – 4,7%, zaś Wielkiej Brytanii – jedynie 3,9% odpowiednio. Uwzględniając wartość zaangażowania kapitału zagranicznego na rynkach finansowych wskazanych krajów widać

wyrażnie, że mimo wysokich wartości bezwzględnych relatywna wartość ujemnej pozycji netto tych krajów w odniesieniu do ich pasywów zagranicznych nie jest wysoka. Z punktu widzenia stabilności finansowej kraju ważna jest przede wszystkim możliwość obsługi jego bieżących zobowiązań i utrzymania płynności finansowej. Ma na to wpływ nie tylko poziom zaangażowania kapitału zagranicznego, ale także jego struktura rodzajowa i terminowa. Warto także pamiętać, że koszt obsługi zadłużenia dla krajów rozwiniętych jest zwykle niższy niż dla rozwijających się⁷. Wartość pozycji inwestycyjnej netto per se nie powinna być w tej sytuacji postrzegana jako kluczowy wskaźnik determinujący stopień podatności kraju na destabilizację rynków finansowych. Jeśli wziąć pod uwagę kształtowanie się badanej relacji w krajach rozwijających się widać, że wygląda ona dużo mniej korzystnie – wśród wymienionych krajów najgorzej przedstawia się niestety w Polsce, w której udział ujemnej pozycji inwestycyjnej netto w pasywach zagranicznych przekroczył 65%.

Jeśli chodzi o kapitałodawców trudno w tym przypadku rozpatrywać kwestię potencjalnej destabilizacji ich rynków będącej następstwem nadmiernego zadłużania się względem pozostałych krajów gospodarki światowej. Analizując udział pozycji inwestycyjnej netto w aktywach zagranicznych widać jednak, że w krajach rozwiniętych wskaźnik ten kształtuje się generalnie na niższym poziomie, niż w przypadku krajów rozwijających się. Aktywa zagraniczne Niemiec wynoszą ponad 7 bln USD, zaś badany wskaźnik tylko 16,5%, w Chinach badane wielkości kształtują się odpowiednio na poziomie: niecałe 4 bln USD i ponad 56%.

Rynki krajów rozwiniętych generalnie cechuje większa symetria aktywów i pasywów zagranicznych, w przypadku krajów rozwijających się widoczna jest asymetria – w krajach deficytowych istotnie dominują pasywa nad aktywami zagranicznymi, zaś w krajach nadwyżkowych – aktywa nad pasywami.

5. STRUKTURA NAPŁYWAJĄCYCH INWESTYCJI

Analiza wcześniejszych danych wskazuje, że kapitał pochodzący z krajów rozwijających się zasila rynki krajów rozwiniętych. Powstaje jednak pytanie, czy znaczący napływ kapitału nie sprzyja potencjalnej destabilizacji rynków tych ostatnich? Za inwestycje sprzyjające stabilności gospodarczej należy przede wszystkim uznać długoterminowe inwestycje bezpośrednie, które oprócz kapitału niosą ze sobą miejsca pracy, know-how, itd. powiększając bazę produkcyjną danej gospodarki. W tabeli 10 przedstawiona została struktura kapitału napływającego do krajów rozwiniętych i rozwijających się, która pozwoli odpowiedzieć na powyżej postawione pytanie.

⁷ Kryzys zadłużenia części krajów strefy euro zachwiał tą zasadą.

Tabela 10. Struktura kapitału napływającego do krajów rozwiniętych i rozwijających się, 2000–2010 (%)

Rodzaj transakcji finansowej	Kraje rozwinięte (48,3 bln USD)	Kraje rozwijające się (6,7 bln USD)
Inwestycje bezpośrednie	21	53
Inwestycje portfelowe (instrumenty właścicielskie)	13	10
Inwestycje portfelowe (instrumenty dłużne)	35	8
Pożyczki dla sektora niebankowego	12	22
Pożyczki międzybankowe	19	7

Źródło: McKinsey Global Institute „Mapping Global Capital Markets 2011”, str. 29.

Zgodnie z przedstawionymi danymi, struktura kapitału napływającego do krajów rozwiniętych i rozwijających się istotnie się różni. Do krajów rozwiniętych napływają przede wszystkim inwestycje portfelowe, przy czym największą kategorię tworzą dłużne papiery wartościowe finansujące zadłużenie tych krajów. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne tworzą jedynie 21% ogółu napływających środków finansowych, przy czym trzeba podkreślić, że w ujęciu bezwzględnym ich wartość wielokrotnie przekracza wartość inwestycji bezpośrednich w krajach rozwijających się (10,14 bln USD w krajach rozwiniętych versus 3,55 bln USD w krajach rozwijających się). Bardzo znaczącą wartość w krajach rozwiniętych ma najbardziej niestabilna kategoria przepływów kapitałowych, czyli pożyczki międzybankowe. W ujęciu bezwzględnym ich wartość w latach 2000–2010 wyniosła aż 9,2 bln USD, czyli znacznie więcej niż wartość całego kapitału, który napłynął do gospodarek rozwijających się.

W krajach rozwijających się struktura napływającego kapitału prezentuje się dużo korzystniej. Gros napływających środków finansowych tworzą inwestycje bezpośrednie (aż 51%). Udział wierzycielskich papierów wartościowych to 8%, zaś pożyczek międzybankowych tylko 7% ogółu napływającego kapitału. Inwestycje napływające do krajów rozwijających się, choć ogółem wartościowo zdecydowanie mniejsze (ok. 7,2-krotnie w stosunku do inwestycji napływających do krajów rozwiniętych) cechuje jednak zdecydowanie wyższa stabilność. Wniosek ten znajduje potwierdzenie w badaniach prowadzonych przez ekonomistów McKinsey Global Institute. Wskazali oni, że inwestycje napływające do krajów rozwiniętych obarczone są o 20% większą zmiennością, niż inwestycje napływające do krajów rozwijających się [McKinsey Global Institute, 2011, str. 29].

Struktura kapitału napływającego na rynki krajów rozwiniętych nie sprzyja więc ich stabilności, a wręcz przeciwnie – można ją uznać za jeden z czynników sprzyjających potencjalnej destabilizacji ich rynków finansowych. Jednak kraje rozwijające się i tak wolą inwestować wolne środki finansowe w krajach

rozwiniętych niż reinwestować je we własne gospodarki. Problem ten został zbadany przez M. Clemensa [Clemens, 2002], który określił go jako tzw. „*wealth bias*” – bogate kraje eksportują kapitał do innych bogatych krajów, zaś kapitałobiorcy z krajów rozwijających się mają relatywnie trudny dostęp do zasobów krajowego kapitału, gdyż kapitałodawcy z tych krajów wolą inwestować za granicą niż na rodzimych rynkach. Sytuacja taka wynika w znacznej mierze z niedoskonałości rynków krajów rozwijających się. Clemens wskazał, że kapitałobiorcy z krajów rozwijających się są traktowani przez kapitałodawców z bogatych krajów tak samo, jak przez kapitałodawców z krajów rozwijających się. Innymi słowy rzecz ujmując, kapitałodawcy z krajów rozwijających się także nie mają wystarczających bodźców by inwestować w krajach rozwijających się. Oznacza to, że obserwowane współcześnie w gospodarce światowej kierunki przepływu kapitału są następstwem racjonalnych decyzji inwestorów pochodzących z krajów rozwijających się – kierując się dobrze pojętym interesem własnym preferują oni inwestycje w krajach rozwiniętych. Jednocześnie w krajach rozwijających się, z uwagi na niższy poziom rozwoju rynków finansowych, zarówno w wymiarze jakościowym, jak i ilościowym, gros inwestycji stanowią właśnie inwestycje bezpośrednie.

PODSUMOWANIE

Reasumując, z powyżej przedstawionych treści można wyciągnąć następujące wnioski:

- w całym badanym okresie 2003–2011 można zaobserwować występowanie tzw. paradoksu Lucasa rozumianego jako niezgodny z modelem neoklasycznym kierunek przepływu kapitału w gospodarce światowej – w grupie kapitałodawców dominują kraje rozwijające się, zaś w grupie kapitałobiorców – kraje rozwinięte;

- kryzys gospodarczy 2008–2011 spowodował przesunięcia zarówno w grupie kapitałodawców, jak i kapitałobiorców. Wiodącym kapitałobiorcą netto pozostały Stany Zjednoczone (choć ich udział w tej grupie sukcesywnie maleje), wiodącym kapitałodawcą netto w 2011 roku zostały Niemcy, zastępując na tym miejscu Chiny, jednak w grupie eksporterów kapitału netto nadal znaczącą część tworzą kraje rozwijające się;

- kryzys przyniósł bardzo poważne konsekwencje dla strefy euro, zagrażając jej stabilności. Niestabilność strefy euro została w istotnym stopniu spowodowana narastającą nierównowagą zewnętrzną krajów strefy, w tym znaczącymi transferami finansowymi wewnątrz strefy, od krajów dysponujących nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących do krajów deficytowych. Strefa euro, w obrębie której występuje jedna waluta i pełna swoboda przepływów kapitałowych, odzwierciedla działanie modelu neoklasycznego odnośnie do kierunku

przepływów kapitałów, brakuje jednak w niej mechanizmów korygujących wspomnianą nierównowagę;

– kraje gospodarki światowej mają bardzo zróżnicowany stosunek do oszczędzania. Najmniejszą skłonność do oszczędzania wykazują Stany Zjednoczone, które lukę między poziomem oszczędności i inwestycji muszą wypełniać kapitałem zagranicznym. Najwyższa skłonność do oszczędzania cechuje kraje azjatyckie i kraje Środkowego Wschodu, regiony te różni jednak poziom inwestycji. Kraje azjatyckie w istotnym stopniu wykorzystują oszczędności, jako że również dużo inwestują, kraje Środkowego Wschodu mają relatywnie niski poziom inwestycji, stąd są znaczącymi eksporterami kapitału netto. Strefa euro jako całość ma praktycznie zbilansowane oszczędności i inwestycje;

– struktura kapitałów napływających do krajów także jest zróżnicowana. W krajach rozwijających się dominują inwestycje bezpośrednie, w krajach rozwiniętych – dłużne papiery wartościowe. Choć wolumen kapitału napływającego do krajów rozwijających się jest wielokrotnie niższy niż napływający do krajów rozwiniętych, inwestycje te cechuje znacznie większy poziom stabilności.

BIBLIOGRAFIA

- Alfaro L., S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych „Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation” NBER Working Paper 11901, December 2005 (1)
- Alfaro L., S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych “Capital Flows in a Globalized World: the Role of Policies and Institutions”, NBER Working Paper 11696, October 2005 (2)
- Block B., K. Forbes, „Capital Flows to Emerging Markets: The Myths and Realities” paper prepared for the Conference „Myths and Realities of Globalization” at the Federal Reserve Bank of Dallas, November 4, 2004, www.whitehouse.gov/cea/forbes-capitalflows-mythstealities-20041104.pdf
- Caselli F., J. Feyrer “The Marginal Product of Capital”, paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the IMF, Washington D.C., November 9-10, 2006 www.imf.org/external/np/res/seminars/2006/arc/pdf/cas.pdf
- Clemens M.A., „Do Rich Countries Invest Less in Poor Countries than the Poor Countries Themselves?”, Center for Global Development, Working Paper No. 19, December 2002, <http://www.cgdev.org/content/publications/detail/2771>
- „Global Financial Stability Report” April 2004, IMF, www.imf.org
- „Global Financial Stability Report” April 2006, IMF, www.imf.org
- „Global Financial Stability Report” April 2008, IMF, www.imf.org
- „Global Financial Stability Report” April 2010, IMF, www.imf.org
- „Global Financial Stability Report” April 2012, IMF, www.imf.org
- Gourinchas P.-O., O. Jeanne “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle”, NBER Working Paper 13602, November 2007

- Janicka M., „Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski”, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010
- Lane P.R., G.M. Milesi-Ferretti „The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries” *Journal of International Economics*, No. 55/2001
- Lane P.R., “The Macroeconomics of International Finance Trade” Institute for International Studies, Economics Department, Trinity College Dublin, Discussion Paper No. 13, August 2003
- Lucas, R.E., Jr. „Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?”, „*American Economic Review*”, Paper and Proceedings 80 (May 1990)
- McKinley T., „The Monopoly of Global Capital Flows: Who Needs Structural Adjustment Now?”, International Poverty Centre, United Nations Development Programme, Working Paper No. 12, March 2006, www.undp.org/povertycentre
- McKinsey Global Institute „Mapping Global Capital Markets 2011”, http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/mapping_global_capital_markets_2011
- Obstfeld M., K. Rogoff „Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments“, „*Brookings Papers on Economic Activity*“, No. 1, 2005
- Reinhart C.M., K.S. Rogoff „Serial Default and the „Paradox” of Rich to Poor Capital Flows”, NBER Working Paper 10296, February 2004
- Schmitz B., von Hagen Juergen, „Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area”, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 7262, April 2009
- „World Economic Outlook” April 2008, IMF, www.imf.org
- „World Economic Outlook” April 2012, IMF, www.imf.org

Małgorzata Janicka

DIRECTIONS OF CAPITAL FLOWS IN THE GLOBAL ECONOMY

The aim of the paper is to analyze the directions of capital flows in the global economy including major lenders and borrowers, and the answer to the question whether the ongoing global economic crisis affected their structure. During the period 2003–2011 the so-called Lucas paradox could be observed. This paradox is understood as the incompatibility between the directions of capital flows in the global economy and the assumptions of the neoclassical model. Group of lenders is dominated by the developing countries, while the group of borrowers – by the developed ones. In the period 2008–2011 the economic crisis has caused shifts in the groups of lenders and borrowers. The United States has remained the leading net importer of capital, but in 2011 Germany became the main net exporter of capital replacing China at this place.