

Małgorzata Janicka



MIĘDZYNARODOWE PRZEPŁYWY INWESTYCJI

**Zarys teorii i praktyki
na tle ewolucji
międzynarodowego
systemu walutowego**

MIĘDZYNARODOWE PRZEPŁYWY INWESTYCJI



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Małgorzata Janicka

MIĘDZYNARODOWE PRZEPŁYWY INWESTYCJI

**Zarys teorii i praktyki
na tle ewolucji
międzynarodowego
systemu walutowego**



**WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

Łódź 2022

Małgorzata Janicka (ORCID: 0000-0003-2199-0093) – Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Gospodarki Międzynarodowej
Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENCI

Sławomir I. Bukowski
Wawrzyniec Michalczyk

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Oleg Aleksejczuk

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Elżbieta Pich

PROJEKT OKŁADKI

Polkadot Studio Graficzne
Aleksandra Woźniak, Hanna Niemierowicz

Ilustracja wykorzystana na okładce: © Depositphotos/koydesign

© Copyright by Małgorzata Janicka, Łódź 2022

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2022
Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie
niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)
<https://doi.org/10.18778/8220-960-0>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.09538.19.0.M

Ark. wyd. 12,5; ark. druk. 12,0

ISBN 978-83-8220-960-0
e-ISBN 978-83-8220-961-7

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 34A
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp

7

Rozdział 1

Międzynarodowe przepływy kapitału inwestycyjnego w teorii ekonomii

11

- 1.1. Kapitał finansowy – definicja pojęcia, klasyfikacje 11
- 1.2. Co mówi teoria ekonomii o swobodzie przepływu inwestycji? 15
 - 1.2.1. Teoria neoklasyczna – swoboda jest najlepsza 15
 - 1.2.2. Teoria keynesowska – może jednak ograniczenia 19
 - 1.2.3. Ograniczać czy nie ograniczać, czyli neoklasycyzm kontra keynesizm 24
 - 1.2.4. Powrót do liberalizmu gospodarczego – monetaryzm 25
- 1.3. Teorie ekonomiczne dotyczące inwestycji bezpośrednich i pośrednich 27
- 1.4. Efektywność informacyjna rynków finansowych – prawda czy mit? 33
- 1.5. Asymetria informacji na rynkach finansowych i jej konsekwencje 38
- 1.6. Rozwiązanie „drugie po najlepszym” jako argument na rzecz ograniczeń 42
- 1.7. Równowaga zewnętrzna w gospodarce światowej 45

Rozdział 2

Uwarunkowania swobody międzynarodowych przepływów finansowych

51

- 2.1. Swoboda przepływów kapitałowych a globalizacja rynków finansowych 51
- 2.2. Determinanty przepływów inwestycji w gospodarce światowej 56
- 2.3. Ograniczenia – rodzaje i ekonomiczne uzasadnienie ich nakładania 61
 - 2.3.1. Rodzaje ograniczeń nakładanych na przepływy kapitałowe 61
 - 2.3.2. Nakładanie ograniczeń – motywy, przykłady, efektywność 65
- 2.4. Sekwencje znoszenia ograniczeń wobec transgranicznych przepływów finansowych 75
- 2.5. Koszty i korzyści otwarcia gospodarek na międzynarodowe przepływy inwestycji 79
 - 2.5.1. Zdynamizowanie wzrostu gospodarczego – główna korzyść swobody przepływu inwestycji 80
 - 2.5.2. Pozostałe korzyści dla gospodarki i jej podmiotów 84
 - 2.5.3. Zagrożenia wynikające ze zniesienia ograniczeń 87
 - 2.5.4. Kryzys walutowy jako konsekwencja swobody przepływu inwestycji 93

Rozdział 3

Uwarunkowania międzynarodowych przepływów inwestycji w międzynarodowym systemie walutowym	97
3.1. System waluty złotej – liberalizm gospodarczy	97
3.2. Okres międzywojenny XX wieku – chaos i dezorganizacja	102
3.3. System z Bretton Woods – powojenna odbudowa i stabilizacja	104
3.3.1. Okres 1946–1958	107
3.3.2. Okres 1959–1978	111
3.3.3. Powstanie rynku eurowalutowego	114
3.4. System wielodewizowy – powrót liberalizmu	116
3.5. Działanie mechanizmu wyrównawczego w międzynarodowym systemie walutowym	121

Rozdział 4

Kierunki przepływów inwestycji w gospodarce światowej	135
4.1. Paradoks Lucasa – czyli co zbadał Robert E. Lucas Jr. i jakie wyciągnął wnioski	135
4.2. Przepływy inwestycji w systemie waluty złotej – czy model neoklasyczny działa?	141
4.3. Przepływy kapitałowe w systemie z Bretton Woods – keynesizm i ograniczenia	146
4.4. Przepływy kapitałowe w systemie wielodewizowym – brak zasad to także problem	152
4.4.1. Sytuacja przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku	152
4.4.2. Czy kryzys zmienił kierunki międzynarodowych przepływów inwestycji?	156
4.4.3. Inwestycje i oszczędności w gospodarce globalnej	160
4.5. Lucas raz jeszcze	167
Zakończenie	177
Bibliografia	181
Spis rysunków i tabel	191

Wstęp

Gospodarka światowa podlega nieustannym przemianom. Ich siłą napędową jest rozwój przebiegający w każdym obszarze życia gospodarczego zarówno w ujęciu mikro-, jak i makroekonomicznym. Pojawia się pytanie, czy nadchodzące zmiany można antycypować opierając się o doświadczenia zdarzeń przeszłych. Historia rozwoju gospodarczego świata dowodzi, że nie jest to możliwe, kluczowymi punktami zwrotnymi są zwykle zdarzenia nieprzewidywalne, jak wybuchy wojen lub/i kryzysów. Gospodarka globalna ma również swoją wewnętrzną dynamikę rozwoju, zatem część zmian generują procesy w niej zachodzące.

Celem niniejszej publikacji jest określenie uwarunkowań teoretycznych i praktycznych międzynarodowych przepływów inwestycji wobec zmieniających się zasad funkcjonowania otoczenia zewnętrznego, którego ramy wyznacza ewolucja międzynarodowego systemu walutowego. Transgraniczne przepływy środków finansowych stanowią istotny element zachodzących współcześnie procesów gospodarczych i są ważną determinantą zmienności parametrów makroekonomicznych. Pomimo faktu, że mechanizmy działania zarówno gospodarek krajowych, jak i gospodarki globalnej są coraz lepiej rozpoznawane, prognozowanie kierunków i wolumenu międzynarodowych przepływów inwestycji jest nadal bardzo trudne. Nie tylko oddziałuje na nie coraz większa liczba zróżnicowanych czynników, ale również sformułowane przez teorię ekonomii modele stają się coraz mniej przydatne do ich objaśniania.

Niniejsza monografia ma w założeniach dostarczyć czytelnikowi wiedzy i kompetencji do analizy i interpretacji międzynarodowych przepływów finansowych. Jest kierowana do szerokiego grona odbiorców, studentów, pracowników nauki, przedstawicieli biznesu oraz wszystkich osób zainteresowanych przedstawianą tematyką. Okres, w którym została ukończona, stanowi prawdopodobnie moment przełomowy i jednocześnie początek kolejnego etapu rozwoju gospodarki globalnej. Został on rozpoczęty przez wybuch ogólnoświatowego kryzysu finansowego w 2008 roku, kolejnym istotnym czynnikiem zmiany był zapoczątkowany w 2020 roku kryzys pandemii, obecnie kryzys gospodarczy jest kontynuowany i pogłębiany przez wybuch konfliktu ukraińsko-rosyjskiego. Długofalowe skutki dwóch ostatnich kryzysów są trudne do przewidzenia, nie sposób ocenić ich wpływu na międzynarodowe przepływy inwestycji – jesteśmy obecnie w ich centrum, co powoduje brak, niezbędnych do formułowania ocen, dystansu i perspektywy

(np. prognozy dotyczące kształtowania się m.in. równowagi zewnętrznej w gospodarce światowej, zawarte w *External Sector Report* [IMF, 2021], stały się wobec wybuchu wojny nieaktualne). Oba czynniki indukujące obecny kryzys w globalnej gospodarce mają charakter egzogeniczny, nie zostały wykreowane przez system jako taki, zatem w obszarze działania systemu nie leży ich przezwyciężenie. Analiza międzynarodowych przepływów inwestycji kończy się zatem na kryzysie systemowym, za jaki można uznać światowy kryzys gospodarczy i finansowy 2008+.

Praca została podzielona na cztery rozdziały.

W rozdziale pierwszym zostały przedstawione najważniejsze teoretyczne przesłanki uzasadniające swobodę, lub jej brak, dla międzynarodowych przepływów inwestycji oraz objaśniające ich kierunki i osadzone w teorii determinanty. Zamierzeniem autorki było przedstawienie różnych nurtów teoretycznych, których stosunek do swobody przepływów finansowych między krajami jest zróżnicowany. Współczesne podejście do międzynarodowych przepływów inwestycji, które w krajach rozwiniętych jest zdecydowanie proliberalizacyjne, znajduje uzasadnienie w jednej z dwóch głównych teorii systemowych – neoklasycyzmie. Druga z teorii – keynesizm, reprezentująca odmienne podejście, jest bliższa stanowisku (części) krajów rozwijających się.

Rozdział drugi to kontynuacja części teoretycznej, jego celem jest nakreślenie szerokiego spektrum czynników uwzględnianych przez kraje przy podejmowaniu decyzji o zniesieniu barier wobec przepływów finansowych, a także determinant przemieszczania się kapitału inwestycyjnego w skali globalnej. Przedstawiona została w nim ich krótka charakterystyka, ze szczególnym uwzględnieniem podziału na czynniki o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym. W rozdziale zaprezentowano także przekrój zróżnicowanych sekwencji znoszenia przez kraje ograniczeń istniejących wobec przepływów finansowych oraz bogaty zestaw możliwych do zastosowania narzędzi ograniczających swobodę tych przepływów. W końcowej części rozdziału dokonana została charakterystyka potencjalnych korzyści i zagrożeń wiążących się z włączaniem kraju w procesy globalizacji rynków finansowych, w tym szczególnym aspekcie, jakim jest liberalizacja przepływów finansowych.

W rozdziale trzecim przedstawiono zarys zasad funkcjonowania trzech dotychczas działających międzynarodowych systemów walutowych, przy czym nacisk został położony na przedstawienie uwarunkowań transgranicznych przepływów finansowych. W każdym systemie kluczowe elementy prowadzonej przez kraje polityki makroekonomicznej, postrzeganej przez pryzmat tzw. trylematu makroekonomicznego (szerzej w rozdziale pierwszym monografii), były odmienne. Fakt ten rodzi konkretne konsekwencje dla polityki krajów wobec swobody międzynarodowych przepływów inwestycji, która stanowi część prowadzonej przez nie polityki gospodarczej. W rozdziale poruszony został również problem działania mechanizmu wyrównawczego w poszczególnych systemach. Nieefektywność działania tego mechanizmu nie tylko wpływa na zaburzenia równowagi zewnętrznej poszczególnych krajów systemu, ale może być także źródłem kryzysu o zasięgu krajowym, regionalnym bądź globalnym.

Rozdział czwarty poświęcony został charakterystyce i badaniom kierunków przepływów inwestycji w gospodarce globalnej. Punktem wyjścia prowadzonych w nim analiz jest odwołanie do modelu neoklasycznego i wniosków z próby jego empirycznej weryfikacji w zakresie przydatności do objaśniania rzeczywistych kierunków przepływu kapitału w gospodarce globalnej. Wnioski te zostały sformułowane przez Roberta E. Lucasa Jr. w artykule opublikowanym w 1990 roku i znane są jako tzw. paradoks Lucasa. Stanowią one po dziś dzień punkt wyjścia do badań prowadzonych przez licznych ekonomistów próbujących zweryfikować ich zasadność we wszystkich okresach działania międzynarodowego systemu walutowego. Zadanie to nie jest proste z uwagi na bardzo ograniczone dane na temat transgranicznych przepływów inwestycji dotyczące nie tylko najstarszego systemu, czyli systemu waluty złotej, ale także systemu Bretton Woods, który powstał po zakończeniu II wojny światowej. We współczesnym systemie wielodewizowym, w którym dostępność danych jest znacznie większa, przeprowadzanie analiz jest utrudnione przez niejednorodność obowiązujących w nim zasad. Powoduje to istotne zróżnicowanie polityk makroekonomicznych prowadzonych przez poszczególne kraje, co ma znaczący wpływ na wolumen i kierunki przepływów finansowych.

Monografia stanowi kontynuację rozpoczętych wiele lat temu prac badawczych, które wówczas zaowocowały przygotowaniem publikacji dotyczącej procesów liberalizacji przepływów kapitałowych w gospodarce światowej, ze szczególnym uwzględnieniem Polski. Niniejsze opracowanie jest znacznie bardziej syntetyczne i przekrojowe, a jego głównym zadaniem jest zapoznanie czytelnika z różnymi teoriami, poglądami, faktami i danymi dotyczącymi międzynarodowych przepływów inwestycji na przestrzeni ostatnich dwóch wieków. Przynosząca nieustanne zmiany ewolucja międzynarodowego systemu walutowego daje uczestnikom tego procesu szerokie możliwości interpretacyjne przeszłych i obecnych wydarzeń. Owa różnorodność poglądów, opinii i stanowisk stanowi zaś fundament i punkt wyjścia wspomnianego na początku rozwoju, który nieuchronnie prowadzi nas do powstania kolejnego, nowego, światowego porządku gospodarczego.

Rozdział 1

Międzynarodowe przepływy kapitału inwestycyjnego w teorii ekonomii

W ciągu ostatnich dekad znacząco wzrosła wartość transgranicznych przepływów finansowych. Przyczyniła się do tego liberalizacja finansowa stanowiąca jeden z kluczowych elementów globalizacji rynków finansowych. Zarówno procesy globalizacji, jak i liberalizacji są oceniane niejednoznacznie z punktu widzenia interesów krajów w nich uczestniczących. Włączanie się w międzynarodowy system finansowy niesie dla nich nie tylko korzyści, ale generuje również zagrożenia. Stosunek krajów do swobody transgranicznych przepływów finansowych zmieniał się na przestrzeni wieków. Zmienność ta wynikała przede wszystkim ze zróżnicowanych uwarunkowań działania gospodarki światowej w poszczególnych etapach jej rozwoju. Teoria ekonomii nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy dla kraju korzystne jest znoszenie, czy utrzymywanie ograniczeń w tym zakresie. W rozdziale pierwszym dokonany został przegląd wybranych uwarunkowań teoretycznych, które pozwalają zrozumieć teoretyczne przesłanki na rzecz, lub przeciwko, swobodzie międzynarodowych przepływów inwestycji.

1.1. Kapitał finansowy – definicja, klasyfikacje

Pojęcie **kapitał** wykorzystywane jest w niniejszej publikacji jako synonim kapitału finansowego (inwestycyjnego), rozumianego jako określony zasób środków finansowych przeznaczonych na cele inwestycyjne¹. Pojęcia – „przepływy kapitału”,

1 Należy tu podkreślić niejednoznaczność pojęcia „inwestycje”. W powszechnym rozumieniu inwestycje postrzegane są jako angażowanie środków finansowych w określone przedsięwzięcia w celu uzyskania dochodu. W teorii ekonomii istnieje jednak również pojęcie definiowane jako produkcja i ulepszanie istniejącego kapitału rzeczowego (zasób wytworzonych

„przepływy finansowe”, „przepływy inwestycji”, będą zatem używane wymiennie. W teorii ekonomii kapitał inwestycyjny traktowany jest jako zasób jednorodny i generalnie nie jest dokonywana jego dezagregacja. Kapitał finansowy/inwestycyjny jest jednak pojęciem złożonym, zaś analizy empiryczne często odnoszą się do jego poszczególnych kategorii. Poniżej przedstawione zostaną najczęściej występujące klasyfikacje.

Najpowszechniej spotykaną klasyfikacją przepływów kapitałowych jest **klasyfikacja stosowana przy konstrukcji krajowych bilansów płatniczych** przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). MFW określa i modyfikuje okresowo zasady konstrukcji bilansów płatniczych dostosowując je do zmieniającej się sytuacji w gospodarce światowej (w tym szczególnie na rynkach finansowych). Zgodnie z zasadami obowiązującymi od 1993 roku², ogół przepływów finansowych klasyfikowany jest odpowiednio na rachunkach obrotów bieżących (*Current Account*), kapitałowych (*Capital Account*) oraz finansowych (*Financial Account*). Płatności z tytułu transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących obejmują eksport i import towarów i usług, dochody pierwotne i dochody wtórne. Do obrotów kapitałowych zalicza się transfery kapitałowe (w tym m.in. rządowe oraz związane z migracją osób) oraz zakup bądź wywóz aktywów niefinansowych i nieprodukcyjnych (np. zakup patentów, znaków towarowych). Rachunek obrotów finansowych³ tworzą transakcje dotyczące inwestycji bezpośrednich, inwestycji portfelowych, innych inwestycji, instrumentów pochodnych i aktywów rezerwowych.

Klasyfikacja przepływów finansowych może być dokonana w oparciu o następujące kryteria:

- kategorię przepływu kapitału;
- czas, na jaki pozyskane są środki finansowe;
- motywy przepływu kapitału;
- charakter biorców/dawców kapitału.

Uwzględniając **kategorie przepływu kapitału** można wyróżnić, wspomniane już, składowe rachunku obrotów finansowych bilansu płatniczego, czyli:

dóbr, przyczyniających się do produkcji innych dóbr i usług), z wyróżnieniem inwestycji brutto (ogół wytworzonych dóbr) i inwestycji netto (inwestycje brutto pomniejszone o zużycie istniejącego zasobu kapitału rzeczowego) (Begg et al., 1994, s. 361–363).

- 2 Szczegółowe informacje dotyczące struktury bilansu płatniczego zawarte są w *Balance of Payments and International Investment Position Manual* (BPM6), the 6th edition, IMF, 2009.
- 3 Do 1993 roku rachunek obrotów finansowych nosił nazwę rachunek obrotów kapitałowych. W wielu publikacjach poświęconych przepływowi finansowemu pojawia się zatem określenie „rachunek obrotów kapitałowych” (*Capital account*) oznaczające *de facto* właśnie rachunek obrotów finansowych (*Financial account*). Trudno uniknąć niejasności, szczególnie w przypadku przywoływania wypowiedzi tych autorów, którzy nadal używają pojęcia „obroty kapitałowe”. W istotnej części literatury ekonomicznej, poświęconej problematyce przepływów kapitałowych, wykorzystywane więc jest nieprawidłowe nazewnictwo. Niejasności związane z nazewnictwem powodują, że w pracy może pojawić się niekonsekwencja – generalnie używane jest pojęcie „obroty finansowe”, „rachunek finansowy”, z wyjątkiem odwoływania się do publikacji innych autorów *in extenso* – wówczas używane jest to określenie, które wykorzystują sami autorzy. Podobne zastrzeżenie uczynili np. Fratzscher i Bussiere (2004, s. 7–8).

- inwestycje bezpośrednie;
- inwestycje pośrednie;
- inne inwestycje (głównie pożyczki i kredyty);
- finansowe instrumenty pochodne⁴;
- aktywa rezerwowe.

Zgodnie z powszechnie akceptowaną nomenklaturą OECD, z **inwestycją bezpośrednią** mamy do czynienia wówczas, gdy inwestor zagraniczny posiada w danym przedsiębiorstwie udział w wysokości co najmniej 10% akcji lub głosów, przy czym nie musi on sprawować absolutnej kontroli nad firmą, ważne, by miał wpływ na jej zarządzanie. Wskazuje się przy tym, że wymóg posiadania 10% akcji lub głosów może być przez kraje traktowany elastycznie, niemniej jednak kraje, które nie zdecydują się na przyjęcie tego progu winny dostosować swe statystyki do niniejszego wymogu w celu uczynienia ich porównywalnymi w skali międzynarodowej (OECD, 1999, s. 8). Inwestycje bezpośrednie mogą przyjmować formę inwestycji *greenfield* (budowa przedsiębiorstwa od podstaw), *brownfield* (przejęcie lub nabycie istniejącego przedsiębiorstwa w drodze np. procesów prywatyzacji), czy też zaangażowania kapitałowego w przedsiębiorstwo (w przypadku przekroczenia wspomnianego progu dziesięcioprocentowego). Zatem głównym kryterium wyróżnienia bezpośredniej inwestycji zagranicznej jest wpływ inwestora na zarządzanie podmiotem gospodarczym.

Inwestycje pośrednie (inaczej portfelowe) to wszelkie transakcje papierami wartościowymi, z wyjątkiem tych, które klasyfikowane są jako inwestycje bezpośrednie. Inwestycje te mogą mieć charakter własnościowy lub wierzytelnościowy, w zależności od rodzaju papierów wartościowych, które są ich przedmiotem.

Inne inwestycje to kategoria obejmująca przede wszystkim kapitał o charakterze pożyczkowym. Jest ona bardzo pojemna i dotyczy wszelkich rodzajów kredytów i pożyczek udzielanych w skali międzynarodowej.

Finansowe instrumenty pochodne to prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny towarów, walut, złota dewizowego, platyny dewizowej lub papierów wartościowych, albo od wysokości stóp procentowych lub indeksów (Pietrzak et al., 2003, s. 332).

Aktywa rezerwowe stanowią osobną kategorię rachunku obrotów finansowych, na której notowana jest zmiana zasobów rezerwowych danego kraju (złota monetarne, walut, SDR, itp.).

Przedmiotem rozważań w niniejszej monografii są **międzynarodowe przepływy inwestycji**, które obejmują trzy kategorie: **inwestycje bezpośrednie, inwestycje pośrednie oraz inne inwestycje**.

4 Osobna kategoria „instrumenty pochodne” została dodana w 2000 roku na skutek zmiany w *Balance of Payments Manual*, 5th edition, IMF, 1993 opublikowanej jako *Financial Derivatives. A Supplement to the Fifth Edition (1993) of the Balance of Payments Manual*, IMF, 2000a. Przed tą zmianą instrumenty pochodne rejestrowane były jako podkategoria inwestycji portfelowych.

Z uwagi na **czas zaangażowania środków finansowych** na rynku zagranicznym, z uwzględnieniem kryterium instrumentu finansowego, wyróżnić można inwestycje o charakterze:

- krótkoterminowym (do 1 roku);
- długoterminowym (powyżej 1 roku).

Obecnie istniejące instrumenty finansowe pozwalają bardzo elastycznie, z punktu widzenia inwestora, kształtować terminowy charakter inwestycji, np. inwestycje teoretycznie długoterminowe mogą stać się krótkoterminowe – sprzedaż przez inwestora przed upływem roku długoterminowych obligacji. W tej sytuacji, aby uniknąć niejasności, klasyfikacja jest dokonywana z punktu widzenia charakteru inwestycji (krótko- czy długoterminowa), a nie z punktu widzenia inwestora. Uwzględniając powyższy przykład, zakup przez inwestora obligacji długoterminowych jest równoznaczny z dokonaniem inwestycji długoterminowej, jako że głównym kryterium jej przyporządkowania jest charakter instrumentu finansowego.

Ze względu na **motywy zawierania transakcji** wyróżnić można transakcje (Rączkowski, 1984, s. 184–185):

- podstawowe (autonomiczne);
- wyrównawcze (kompensujące).

Stanisław Rączkowski do transakcji podstawowych zalicza wszystkie transakcje bieżące oraz ruch kapitału długoterminowego (z terminem zwrotu co najmniej rocznym), zaś do transakcji wyrównawczych – przepływy kapitału krótkoterminowego oraz przepływy złota monetarnego⁵. W przypadku pojawienia się ujemnego salda transakcji podstawowych występuje deficyt bilansu płatniczego, który jest kompensowany przez transakcje wyrównawcze (podobnie jak nadwyżka bilansu płatniczego). Można zatem przyjąć, że deficyt bilansu płatniczego stanowi zatem tą część ujemnego salda obrotów bieżących, której nie finansuje napływ kapitału wynikający z normalnej działalności gospodarczej (Płowiec i Orłowski, 1999, s. 130).

Istotnych trudności przysparza **podział przepływu inwestycji** ze względu na ich **publiczny** lub **prywatny charakter**. Można spotkać dwa rodzaje klasyfikacji, uwzględniające:

- charakter kapitałodawców (podmioty publiczne i prywatne);
- charakter kapitałobiorców (podmioty publiczne i prywatne).

Jeśli zestawić wszystkie możliwe kombinacje przepływów kapitałowych między ww. podmiotami, pojawiają się cztery możliwości: publiczne-publiczne, publiczne-prywatne, prywatne-publiczne, prywatne-prywatne. Ponieważ często nie jest znane pierwotne źródło pochodzenia środków finansowych obecnych na rynku, w klasyfikacji zwykle uwzględnia się **profil biorcy kapitału** i z uwagi na jego charakter dzieli przepływy na prywatne lub publiczne. Jako przykład

5 Przepływy złota monetarnego to część bilansu transakcji oficjalnych (części bilansu transakcji finansowych), które mają miejsce między bankami centralnymi. Do grupy tej należą także transakcje rezerwami walutowymi dokonywane przez banki centralne.

można podać sytuację, kiedy np. środki publiczne zostaną ulokowane w prywatnym banku, wówczas wejdą na międzynarodowy rynek finansowy jako środki prywatne. Oznacza to błędną klasyfikację źródła pochodzenia kapitału – będzie on uwzględniany jako prywatny, choć w rzeczywistości ma charakter publiczny⁶.

1.2. Co mówi teoria ekonomii o swobodzie przepływu inwestycji?

Swoboda przepływu kapitałów między krajami oznacza możliwość nieograniczonego dokonywania przez podmioty z tych krajów płatności zagranicznych z wszelkich tytułów wynikających z transakcji bilansu płatniczego. Teoria ekonomii prezentuje zróżnicowane podejście do kwestii pełnej swobody przepływu środków finansowych między krajami i jej uzasadnienia.

1.2.1. Teoria neoklasyczna – swoboda jest najlepsza

Pierwszym nurtem teoretycznym, w którym podjęta została próba kompleksowej analizy procesów zachodzących w ramach gospodarek krajowych, była **ekonomia klasyczna**. Do jej czołowych przedstawicieli można zaliczyć: Adama Smitha (jego główna praca *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* wydana w 1776 roku wyznacza początek okresu ekonomii klasycznej), Davida Ricardo⁷ (*Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, 1817) oraz Johna Stuarta Milla (*Zasady ekonomii politycznej*, 1865). Przed powstaniem ekonomii klasycznej kwestie dotyczące szeroko pojętej wymiany międzynarodowej traktowane były przez ekonomistów jako drugorzędne, zaś głównym celem teorii ekonomii była interpretacja zależności występujących w obrębie gospodarek krajowych.

Po okresie ekonomii klasycznej nastąpił, dominujący w systemie waluty złotej, nurt neoklasyczny. System waluty złotej to czas rozkwitu międzynarodowych relacji gospodarczych i swobody przemieszczania się kapitału swobodnie między krajami. Teoria neoklasyczna nawiązywała wprost do realiów ówczesnego otoczenia

6 Wpływ charakteru biorcy/dawcy kapitału na wzrost gospodarczy kraju został przebadany przez Laurę Alfaro et al. (2014). Z ich badań wynika, że rozróżnienie charakteru biorców i dawców kapitału ma także istotne znaczenie przy analizie kierunków przepływu kapitału w gospodarce globalnej.

7 Odrębna teoria handlu międzynarodowego (prawo kosztów komparatywnych) została stworzona dopiero przez wspomnianego Ricardo. Z punktu widzenia tematu pracy bardzo ważne są wnioski Ricardo w zakresie działania mechanizmu wyrównawczego (niwelującego nierównowagę bilansu płatniczego między krajami) w systemie waluty złotej.

gospodarczego – potwierdzała zatem korzyści związane ze swobodą przemieszczania się kapitału w skali międzynarodowej. Początek epoki ekonomii neoklasycznej wyznacza publikacja Williama Stanleya Jevonsa *Teoria ekonomii politycznej* z 1871 roku. Za głównego przedstawiciela teorii neoklasycznej uważany jest jednak inny ekonomista – Alfred Marshall (*Zasady ekonomiki*, 1890), który upowszechnił teorię produkcyjności krańcowej czynników produkcji (w warunkach konkurencji doskonałej cena danego czynnika produkcji natychmiast zrównuje się z jego produktem krańcowym) i wykorzystywał w prowadzonych badaniach modele analizy cząstkowej. Model równowagi ogólnej dotyczący funkcjonowania całej gospodarki krajowej został stworzony dopiero przez Léona M. Walrasa, choć założenia przyjęte przy jego konstrukcji istotnie ograniczają możliwość odniesienia go do rzeczywistości gospodarczej. Za jedno z najbardziej dyskusyjnych można uznać założenie dotyczące działania konkurencji doskonałej⁸, dzięki której następuje natychmiastowa korekta wszystkich odchyleń od stanu równowagi.

Skutki zniesienia barier w przepływie kapitału między dwoma krajami można zatem zilustrować na neoklasycznym modelu równowagi ogólnej, przy wykorzystaniu metod analizy marginalnej (w ujęciu statycznym). Do jego konstrukcji przyjęte zostały założenia upraszczające: badane są tylko dwa kraje⁹, istnieją konkurencja doskonała, pełne wykorzystanie pozostałych czynników produkcji i stała krzywa produkcji dóbr, ustanowione są bariery ograniczające przepływ towarów, nie ma wpływu otoczenia zewnętrznego, badane są dwa skrajne stany – pełne zamknięcie i pełne otwarcie (układ 0-1). Model ten opiera się na analizie funkcji produkcji w krótkim czasie. Producent decyduje o wielkości zapotrzebowania na kapitał w zależności od przychodu, jaki uzyska zwiększając wykorzystanie kapitału o jednostkę, podstawą analizy jest więc wartość krańcowego produktu kapitału¹⁰. Zgodnie z teorią produktywności krańcowej¹¹, wzrost ilości zaangażowanego kapi-

8 Konkurencja doskonała to model rynku oparty na czterech zasadach:

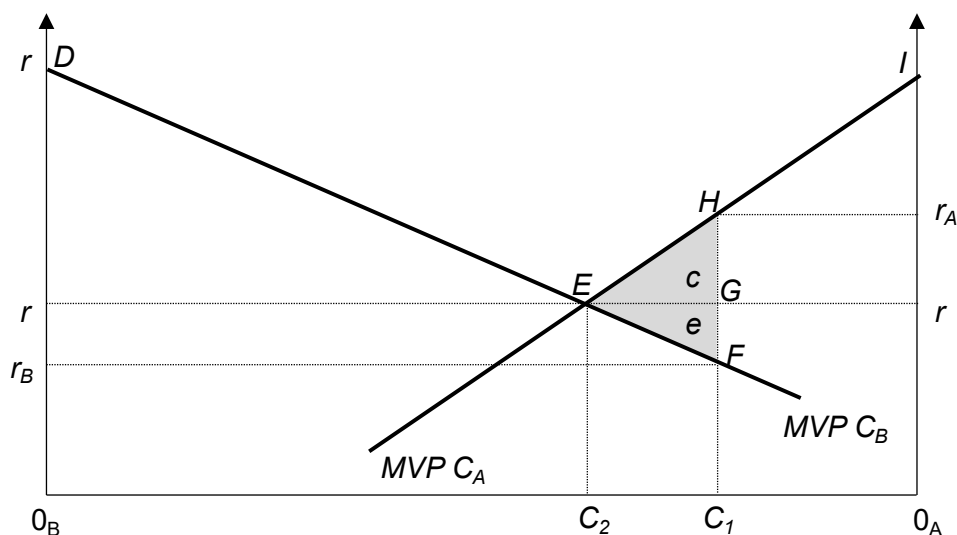
- 1) atomizacji – liczba podmiotów gospodarczych na rynku jest tak duża, że żaden z nich nie ma wpływu na poziom cen lub warunki wymiany;
- 2) jednorodności – towary na rynku są jednorodne;
- 3) transparentności – każdy podmiot działający na rynku ma doskonałe informacje o wielkości podaży i cenach rynkowych;
- 4) płynności – wejście/wyjście z rynku są łatwe i nie pociągają za sobą dodatkowych kosztów, czynniki produkcji przemieszczają się swobodnie między różnymi rodzajami działalności, także bez ponoszenia dodatkowych kosztów. Źródło: Brémond et al., 2005, s. 30.

9 Jak słusznie zauważyli Claudio Borio i Piti Disyatat (2015, s. 2) w analizach teoretycznych występuje „tendencja do ekstrapolacji wniosków ze świata dwóch krajów na świat wielu krajów”, co w konsekwencji może prowadzić do błędnych wniosków.

10 Krańcowa produktywność kapitału to stosunek przewidywanych dochodów netto z dodatkowej jednostki dodatkowego nakładu tego czynnika do jego ceny.

11 Zgodnie z teorią produktywności krańcowej, w stanie równowagi każdy czynnik produkcji będzie otrzymywał wynagrodzenie zgodne ze swą produktywnością krańcową mierzoną wpływem, jaki na produkt całkowity wywiera dodanie lub ujęcie jednostki tego czynnika, przy stałej ilości wszystkich innych czynników produkcji (Blaug, 1994, s. 434).

tału powoduje spadek wartości jego krańcowego produktu. Optymalna ilość zaangażowanego kapitału jest uzależniona od wartości krańcowego produktu kapitału i jego ceny. Ponieważ brakuje podstaw ekonomicznych, by producent angażował dodatkowy kapitał w sytuacji, gdy jego cena przewyższa osiągnięty przez niego zysk, optymalna wartość zaangażowanego kapitału jest osiągnięta wówczas, gdy cena kapitału zrówna się z wartością jego produktu krańcowego. Sytuacja ta jest przedstawiona na rysunku 1.1.



Rysunek 1.1. Efekty produkcyjne i dochodowe w sytuacji swobody przepływu kapitału

Źródło: Czarczyńska i Śledziwska, 2003, s. 72.

Kraj A jest relatywnie gorzej wyposażony w kapitał niż kraj B, co oznacza, że w kraju A przy cenie kapitału r_A wykorzystywane jest $0_A C_1$ kapitału, zaś w kraju B przy cenie r_B – $0_B C_1$ kapitału, przy łącznej wartości kapitału $0_A 0_B$. W warunkach nałożenia ograniczeń na przepływ kapitału, kraj A wytwarza produkcję globalną odpowiadającą polu $0_A IHC_1$, przy czym właściciele kapitału przejmują jego część $0_A r_A HC_1$, natomiast właściciele pozostałych czynników produkcji – HIr_A . Analogicznie wygląda sytuacja w kraju B – produkcja globalna wynosi $0_B DFC_1$, z tego $0_B r_B FC_1$ przejmują właściciele kapitału, zaś pozostali – $r_B DF$.

Po zniesieniu barier wobec swobody przepływu kapitału sytuacja w obu krajach zmienia się. Do wyposażonego w mniejszą ilość kapitału kraju A zaczyna napływać kapitał, powodując tym samym spadek jego ceny. Odwrotna sytuacja ma miejsce w kraju B, z którego kapitał odpływa, co powoduje wzrost jego ceny. Po pewnym czasie następuje wyrównanie cen kapitału w obu krajach do wysokości r . Do kraju A napływa kapitał, stopa rentowności obniża się z r_A do r , ale wzrasta wartość produkcji globalnej z $0_A IHC_1$ do $0_A IEC_2$ (część produkcji $C_1 C_2 EG$ przejmują zagraniczni inwestorzy). Równocześnie zmniejszeniu ulegają dochody

właścicieli kapitału w tym kraju – z $0_A r_A HC_1$ do $0_A rGC_1$, a wzrostowi – dochody właścicieli innych czynników wytwórczych – $r_A IH$ do rIE . Z kraju B kapitał odpływa, rozmiary produkcji w tym kraju obrazuje pole $0_B DEC_2$, przy czym część kapitału, który odpłynął z kraju B do kraju A, generuje produkcję w kraju A wartość $C_1 C_2 EG$. W efekcie przesunięcia części kapitału za granicę rośnie wartość dochodu narodowego kraju B, która wynosi teraz $0_B DEGC_1$ i jest wyższa od dotychczasowej o EGF . Dochody właścicieli kapitału w kraju B rosną i wynoszą $0_B rGC_1$, natomiast zmniejszają się dochody właścicieli pozostałych czynników produkcji do rED . Wzrost dobrobytu netto obszaru, na którym zliberalizowano przepływy kapitałowe, obrazuje powierzchnia trójkąta EFH ($EGH + EGF$). Konwergencja cen kapitału wywiera pozytywny wpływ na sytuację krajów, które zdecydują się na likwidację barier w przepływach kapitału, a tym samym przyczynia się do poprawy sytuacji całej gospodarki światowej.

Teoria neoklasyczna w sposób jednoznaczny potwierdza istnienie korzyści wiążących się z pełną swobodą przepływów kapitałowych. Przenoszenie płynących z niej wniosków do praktyki współczesnej gospodarki powinno być jednak czynione z dużą ostrożnością. Rzecz nie tylko w założeniach, które mocno wpływają na aplikowalność wniosków z teorii, ale także odmiennych, w stosunku do współczesnych, uwarunkowaniach funkcjonowania systemu waluty złotej. Przede wszystkim w systemie waluty złotej funkcję pieniądza narodowego i międzynarodowego pełniło złoto lub jego substytuty wymienne na złoto – inne formy pieniądza znajdujące się w obiegu były tylko znakami pieniężnymi mającymi odniesienie do kruszcu (pieniądz kruszcowy). Wszystkie waluty miały ustalone parytety w złocie, zaś wzajemne kursy walut wynikały z relacji tych parytetów. Nie istniał zatem problem zmiennych kursów walutowych i nadmiernej podaży pieniądza – każdy kraj mógł go wyemitować tyle, ile miał zgromadzonych rezerw złota. Żaden kraj, przynajmniej teoretycznie, nie był uprzywilejowany, jeśli chodzi o możliwość emisji pieniądza – była ona ściśle uzależniona od posiadanych zasobów złota. Zakładając, że zasady systemu realizowane były w praktyce, wolumen i kierunki przepływów kapitałowych były głównie funkcją wartości rzeczywistych zasobów finansowych zgromadzonych w poszczególnych krajach oraz pochodną kształtowania się sald ich bilansów handlowych. **Model neoklasyczny odzwierciedlał zatem pewien idealny stan, który nie był i nie jest możliwy do uzyskania w gospodarce realnej.** Biorąc jednak pod uwagę warunki działania krajów w systemie waluty złotej można zaryzykować twierdzenie, że żaden kolejny system, który nastąpił po systemie waluty złotej, nie był tak bliski ich wypełnienia. Warunki te umożliwiły bezprecedensowy wzrost przepływów kapitałowych w skali globalnej i powstanie pierwszej fali globalizacji rynków finansowych.

1.2.2. Teoria keynesowska – może jednak ograniczenia

Wybuch I wojny światowej w 1914 roku wyznaczył koniec epoki systemu waluty złotej. Po zakończeniu działań wojennych powrót do jego zasad okazał się niemożliwy. Część krajów dysponowała relatywnie niewielkimi zasobami złota, które były nieadekwatne do zgłaszanego w gospodarce popytu na pieniądź, część przestała przestrzegać zasad działania systemu (np. wprowadzając ograniczenia na przepływy kapitałowe). Kraje skupiły się na ochronie interesów krajowych i rozwoju własnych gospodarek, a także przewyżczeniu skutków kryzysu gospodarczego (lata 30. XX w.). Powszechne stało się odejście od zasad liberalizmu gospodarczego. Wobec nowych uwarunkowań gospodarczo-politycznych narodził się także nowy nurt w teorii ekonomii, który był odpowiedzią na zachodzące zmiany. W 1936 roku John Maynard Keynes opublikował pracę *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza* (Keynes, 1936), w której zawarte zostały podstawy nowej teorii ekonomicznej, zwanej od nazwiska ich twórcy keynesizmem. Istotnym *novum*, które przyniósł **keynesizm**, było odejście od liberalizmu i wiary w samoregulującą rolę rynku oraz położenie nacisku na konieczność prowadzenia przez kraj aktywnej polityki gospodarczej na rynku wewnętrznym (**interwencjonizm**).

Zdaniem Keynesa swoboda przepływu środków finansowych w skali międzynarodowej stanowiła jeden z czynników destabilizujących gospodarki krajowe. Popierając swobodę przepływu towarów, **Keynes negował pełną swobodę przepływów finansowych**. Jego zdaniem natura inwestycji finansowych powoduje, że są one niestabilne, nieprzewidywalne, czasami wręcz szkodliwe dla rynków krajowych, a mechanizm działania rynków finansowych nie gwarantuje efektywnej alokacji zasobów, nie zapewnia też oczekiwanego poziomu wzrostu gospodarczego. Ponieważ umożliwienie podmiotom gospodarczym dostępu do płynności wymaga uporządkowania działalności uczestników rynków finansowych, konieczne, jego zdaniem, jest wdrożenie różnych form regulacji przepływów kapitałowych warunkujących stabilny rozwój krajów (Najlepszy i Bartosik-Purgat (red.), 2009, s. 280). Keynes był zwolennikiem utrzymywania stałych relacji kursowych (w okresie międzywojennym inne rozwiązanie w ogóle nie było brane pod uwagę), prowadzenie przez kraje aktywnej polityki gospodarczej na rynku wewnętrznym znacząco ograniczało więc możliwość zachowania swobody przepływu kapitału w skali międzynarodowej.

Poglądy Keynesa na funkcjonowanie gospodarek krajowych były w znaczącej mierze pochodną wydarzeń mających miejsce w gospodarce światowej w okresie międzywojennym. Znalazły one swoje odzwierciedlenie w postanowieniach statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Statut ten stał się fundamentem, na którym powstał kolejny międzynarodowy system walutowy – system z Bretton Woods. Keynesizm to pierwszy nurt teoretyczny otwarcie wskazujący na potrzebę ograniczania swobody przepływów kapitałowych z uwagi na możliwość ich niekorzystnego oddziaływania na gospodarkę krajową. Trzeba podkreślić, że

Keynes nie był zwolennikiem zakazywania przepływów inwestycji między krajami, uważał, że należy ograniczać te kategorie przepływów, które mogą zagrozić stabilnemu rozwojowi gospodarczemu.

Analiza skutków liberalizacji przepływów kapitałowych w ujęciu teorii keynesowskiej jest całkiem odmienna niż w przypadku teorii neoklasycznej. Neoklasycyzm nie zagłębia się w badanie sytuacji na rynkach wewnętrznych krajów dokonujących liberalizacji, nie ma tu w ogóle problemu kształtowania się kursów walutowych, realizacji celów polityki pieniężnej, itp. Czysta analiza neoklasyczna obejmuje dwa kraje o różnym wyposażeniu w kapitał, w których ceny kapitału dążą do wyrównania. Neoklasycy w swych badaniach skupiają się przede wszystkim na interakcjach zachodzących między dwoma krajami i dochodzeniu do stanów optymalnych (optymalnej alokacji zasobów) w warunkach równowagi ogólnej.

Analiza keynesowska wskazuje na skutki, jakie zmiana polityki zewnętrznej prowadzonej przez dany kraj niesie dla jego rynku wewnętrznego – dokładnie rzecz ujmując, jak liberalizacja przepływów kapitałowych wpływa na możliwość prowadzenia aktywnej polityki pieniężnej bądź fiskalnej w sytuacji stałych (obecnie też płynnych) kursów walutowych. Keynesizm nie zajmuje się badaniem wpływu swobody przepływów kapitałowych na dobrobyt gospodarki światowej. W teorii keynesowskiej wzrost tego dobrobytu jest pochodną wzrostu dobrobytu poszczególnych krajów dążących do optymalnego, z ich punktu widzenia, wykorzystania posiadanych zasobów (kapitału, pracy, etc.).

Oddziaływanie swobody przepływu inwestycji na gospodarkę krajową nie występuje tylko w przypadku gospodarki zamkniętej (która nie prowadzi wymiany z zagranicą). Uwzględniając klasyczne podejście teorii ekonomii można zapisać, że w takim przypadku $S = I$, czyli oszczędności krajowe (S) są zawsze równe inwestycjom krajowym (I), zatem podmioty funkcjonujące w gospodarce zamkniętej mogą zainwestować dokładnie tyle, ile zaoszczędziły, a ich zasoby są ograniczone do środków krajowych. To ograniczenie niesie ze sobą istotne konsekwencje: z jednej strony nie ma możliwości dokonania inwestycji przekraczających wartość oszczędności, z drugiej zaś, w przypadku znacznych oszczędności, może brakować atrakcyjnych finansowo projektów inwestycyjnych. Zaletą gospodarki zamkniętej jest to, że nie boryka się z problemami wynikającymi z występowania nadwyżek bądź deficytów rejestrowanych na rachunkach bilansu płatniczego. W praktyce gospodarczej przypadek „czystej” gospodarki zamkniętej nie występuje.

Kraje funkcjonujące we współczesnej gospodarce światowej wchodzą w związki z otoczeniem zewnętrznym, przy czym poziom ich otwartości jest zróżnicowany. Kraje prowadzą wymianę handlową – z jednej strony sprzedają za granicę dobra i usługi, z drugiej – kupują je od podmiotów zagranicznych. Różnica między eksportem dóbr i usług (Ex) a importem dóbr i usług (Im), definiowana jako saldo rachunku obrotów handlowych, stanowi nadal najważniejszy element salda rachunku obrotów bieżących, choć coraz większą rolę odgrywa w nim wartość przepływających dochodów z inwestycji (saldo dochodów pierwotnych). Dla

uproszczenia dalszych rozważań przyjęto założenie obecne w teorii ekonomii, że saldo rachunku obrotów handlowych jest równe saldu rachunku obrotów bieżących (CA): $Ex - Im = CA$. Kraj, w którym import przewyższa eksport ma deficyt na rachunku obrotów bieżących, natomiast kraj, w którym eksport przewyższa import ma odpowiednio nadwyżkę na tym rachunku. Zarówno deficyt, jak i nadwyżka oznaczają stan nierównowagi. W przypadku deficytu kraj musi pozyskać za granicą środki finansowe, by go skompensować. W przypadku nadwyżki kraj udostępnia środki innym krajom, by mogły takiej kompensaty dokonać. Zaciąganie kredytów i udzielanie pożyczek w skali międzynarodowej można utożsamiać z tzw. wymianą międzyokresową. Kraj mający deficyt na rachunku obrotów bieżących importuje konsumpcję teraźniejszą, a eksportuje konsumpcję przyszłą, zaś kraj nadwyżkowy – *vice versa* (Krugman i Obstfeld, 2003, s. 27).

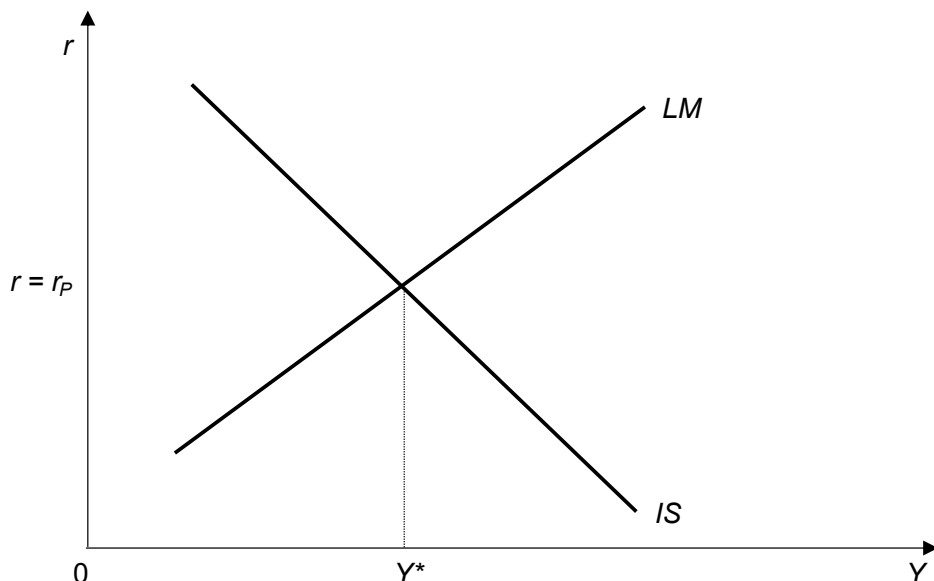
Analogicznie rzecz wygląda z inwestycjami i oszczędnościami. Jak już wspomniano, w gospodarce zamkniętej oszczędności muszą się równać inwestycjom. Sytuacja zmienia się w gospodarce otwartej, gdzie $S = I + CA$, czyli inwestycje danego kraju nie muszą się równać oszczędnościom. Jeśli np. kraj realizuje inwestycję, która wymaga zakupienia za granicą określonych materiałów, wówczas dokonując ich zakupu powiększa swój deficyt na rachunku obrotów bieżących, ale jednocześnie zwiększa swój potencjał inwestycyjny korzystając z oszczędności innego kraju. Bilans płatniczy, na który składa się, ogólnie rzecz ujmując, rachunek obrotów bieżących i finansowych, zawsze musi być formalnie wyrównany, co oznacza, że deficyt na rachunku obrotów bieżących powinien być skompensowany przez nadwyżkę na rachunku obrotów finansowych.

Ponieważ oszczędności jednego kraju mogą być pożyczane w celu zwiększenia zasobu kapitałowego drugiego kraju, o nadwyżce rachunku bieżącego kraju mówi się często jako o jego inwestycjach zagranicznych netto. [...] Inwestycje krajowe i inwestycje zagraniczne stanowią dwa różne sposoby, za pomocą których dany kraj może zużytkować produkcję bieżącą w celu powiększenia swych przyszłych dochodów (Krugman i Obstfeld, 2003, s. 28).

Z punktu widzenia prowadzonej przez kraj polityki gospodarczej istotne są jednak nie tylko relacje z otoczeniem zewnętrznym, ale także procesy zachodzące na rynku wewnętrznym. Także na tym rynku powinna panować równowaga, czyli w równowadze powinien się znajdować zarówno sektor finansowy, jak i sektor realny (sektor dóbr i usług). Główną determinantą warunkującą sytuację w sektorze realnym jest poziom dochodu (Y), zaś w sektorze finansowym – stopa procentowa (r). Równowagę na rynku wewnętrznym przedstawia **model IS-LM**. Krzywa IS reprezentuje sektor realny, natomiast krzywa LM – sektor finansowy. Obie krzywe pokazują takie kombinacje dochodu (Y^*) i stopy procentowej (r_p), przy których te dwa sektory, niezależnie od siebie, pozostają w równowadze. Punkt przecięcia krzywych wskazuje kombinację tych dwóch zmiennych pozwalającą na zachowanie równowagi jednocześnie w obu sektorach (rys. 1.2).

Model IS-LM, zwany modelem stabilności ogólnogospodarczej (Schaal, 1996, s. 180), przedstawił po raz pierwszy John R. Hicks (1937, s. 147–159) (uzupełniając

tym samym niedobór w pierwotnej teorii Keynesa – brak badań analizujących współzależności między zmianami zachodzącymi w sektorach realnym i finansowym), zaś spopularyzował Alvin Hansen.



Rysunek 1.2. Model IS-ML

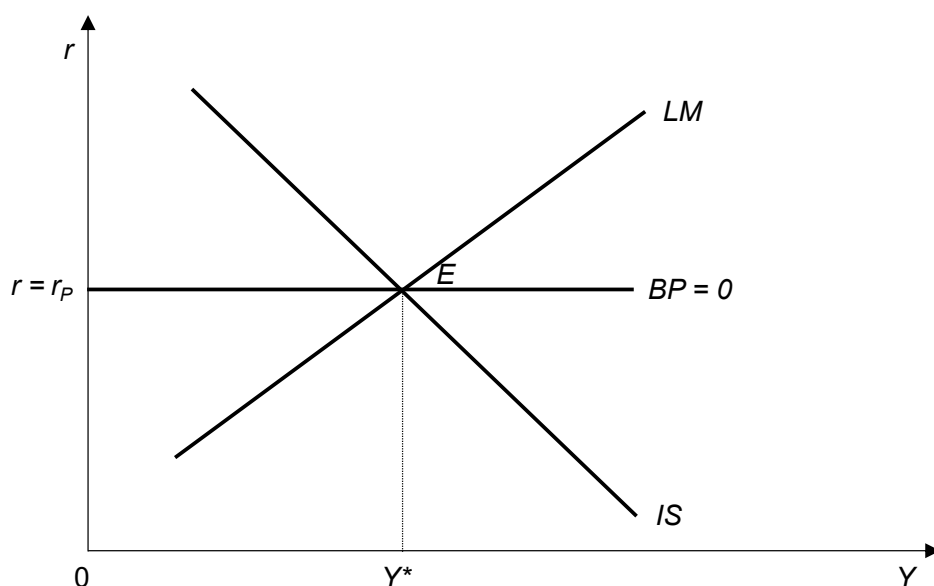
Źródło: Hicks, 1937, s. 147–159.

Na bazie modelu IS-LM powstał **model Mundella-Fleminga** (Mundell, 1968; Fleming, 1962, s. 369–379), tzw. model IS-LM-BP. Model ten przedstawia stan równowagi osiągany przez kraj jednocześnie na rynkach wewnętrznym i zewnętrznym. Na standardowy model równowagi wewnętrznej IS-LM (por. rys. 1.2) nałożony został model równowagi zewnętrznej. W przypadku pełnego uwolnienia przepływów kapitałowych linia BP jest równoległa w stosunku do osi odciętych. Pełna i nieograniczona mobilność kapitału oznacza, że poziom krajowej stopy procentowej jest równy poziomowi zagranicznej stopy procentowej. Linia BP odzwierciedla stan równowagi zewnętrznej danego państwa. W efekcie wyznaczony został punkt E, w którym zarówno rynek wewnętrzny, jak i zewnętrzny pozostają w równowadze. Rysunek 1.3 przedstawia model IS-LM-BP w sytuacji pełnej liberalizacji przepływu kapitału.

Analiza modelu IS-LM-BP umożliwia sformułowanie, na bazie teoretycznych rozważań, zaleceń mających zastosowanie w praktyce gospodarczej. Uwzględniając założenia teorii keynesowskiej, swoboda przepływów kapitału będzie oddziaływała na możliwość skutecznego prowadzenia przez kraj ekspansywnej polityki pieniężnej i fiskalnej w zależności od prowadzonej przezeń polityki kursowej. Syntetyczne ujęcie wniosków płynących z dokonanych analiz zostało zawarte w paradygmacie tzw. **trójkąta niemożliwego** (*impossible trinity*, zwanego też

„trylematem niemożliwym” czy „trylematem makroekonomicznym”)¹². Określenie „**trójkąt niemożliwy**” oznacza, że kraj nie może jednocześnie realizować trzech celów, może wybrać dwa¹³:

- stabilizacja kursu walutowego;
- prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej;
- utrzymywanie pełnej swobody przepływów kapitałowych.



Rysunek 1.3. Model IS-LM-BP

Źródło: Mundell, 1968; Fleming, 1962, s. 369–79.

Zatem zgodnie z teorią keynesowską, podejmowana przez dany kraj decyzja o stopniu swobody przepływów kapitałowych wynika z szerszego kontekstu prowadzonej przez ten kraj polityki makroekonomicznej i stanowi jej immanentną część.

¹² „Trójkąt niemożliwy” został zdefiniowany przez Maurice'a Obstfelda, Alana M. Taylora i Jaya C. Shambaugh (2004).

¹³ Zdaniem Héléne Rey (2015), współcześnie kraje stoją przed dylematem, a nie trylematem – kraj, który chce prowadzić relatywnie niezależną politykę pieniężną powinien ograniczyć swobodę przepływu kapitału między rynkiem wewnętrznym a otoczeniem zewnętrznym (jest to rezultatem uczestniczenia przez kraje gospodarki światowej w globalnym cyklu finansowym).

1.2.3. Ograniczać czy nie ograniczać, czyli neoklasycyzm kontra keynesizm

Istotną **różnicą między keynesizmem i neoklasycyzmem** w zakresie stosunku do swobody przepływu inwestycji jest to, że neoklasycyzm dostrzega tylko jeden stan optymalny z punktu widzenia gospodarek krajowych i gospodarki światowej – pełną swobodę przepływów kapitałowych. Pozostałe stany (liberalizacja częściowa lub brak liberalizacji) są uważane jako suboptymalne, których istnienie wynika z konkretnych okoliczności. Pozostawianie krajów na poziomie suboptymalnym oznacza jednak, że ich dobrobyt, a przez to dobrobyt całej gospodarki światowej, jest niższy od możliwego do uzyskania. Z punktu widzenia teorii keynesowskiej wybór stopnia swobody przepływów kapitałowych jest immanentnie powiązany z wyborem reżimu kursowego oraz polityki realizowanej przez kraj na rynku wewnętrznym. Aby osiągnąć stan optymalny, z punktu widzenia interesu danego kraju, kombinacja ta może być różna, co oznacza, że pełna swoboda przepływów kapitałowych nie zawsze jest możliwa do osiągnięcia.

Czy w takim razie można stwierdzić, że dobrobyt gospodarki światowej będzie w tej sytuacji na niższym poziomie niż w gospodarce funkcjonującej zgodnie z zasadami liberalnymi? Zdecydowanie nie. Każdy kraj stara się maksymalizować poziom własnego dobrobytu, ta maksymalizacja wiąże się z różną kombinacją prowadzonej przez niego polityki kursowej i polityki wewnętrznej (fiskalnej i monetarnej). Jeśli przyjąć założenie, że kraje zawsze dążą do maksymalizacji swego dobrobytu, suma rezultatów osiągniętych w poszczególnych krajach daje maksymalny poziom dobrobytu globalnego możliwy do osiągnięcia w danym momencie. Trzeba podkreślić, że, w przeciwieństwie do teorii neoklasycznej, w teorii keynesowskiej nie można mówić o stanie optymalnym gwarantującym osiągnięcie przez kraje maksymalnych korzyści. W teorii keynesowskiej takim stanem jest przede wszystkim osiągnięcie przez dany kraj równowagi wewnętrznej i zewnętrznej przy pełnym zatrudnieniu. Wszystkie kombinacje rozwiązań, przy których ten warunek jest spełniony, dają zatem stan optymalny, także w przypadku braku pełnej swobody przepływów finansowych.

Choć teoria keynesowska nie potwierdza jednoznacznych korzyści wynikających ze swobody przepływu kapitału, keynesiści nie są przeciwnikami takiej swobody, uważają za zasadne ograniczanie tych kategorii przepływów, które mogą niekorzystnie wpływać na funkcjonowanie rynku wewnętrznego¹⁴. Keynes i jego następcy wskazują, że z uwagi na specyfikę działania rynków finansowych istnieje obawa, że ceny instrumentów finansowych będą w większym stopniu determinowane przez decyzje spekulantów niż racjonalne decyzje inwestorów. Określenie

14 W tej doktrynie ekonomicznej widać przesunięcie punktu ciężkości z relacji międzynarodowych na rynek wewnętrzny. W modelu Mundella-Flaminga nie występują korzyści wiążące się z liberalizacją przepływu czynników produkcji. Każdy kraj dysponuje ich określonymi zasobami i celem krajowej polityki gospodarczej powinno być umożliwienie efektywnego wykorzystania tych zasobów, nie zaś ich odpływ na rynki innych krajów.

„spekulant” ma w tym wypadku jednoznacznie negatywny wydźwięk i oznacza osobę, która świadomie podejmuje próbę zaburzania efektywnego działania rynków z uwagi na chęć wzbogacenia się kosztem pozostałych inwestorów. Neoklasyczne założenie o działaniu „niewidzialnej ręki rynku” nie sprawdza się w tej sytuacji w praktyce gospodarczej.

Teoria Keynesa wywarła decydujący wpływ na powojenną architekturę międzynarodowego systemu walutowego i stała się fundamentem budowy systemu z Bretton Woods. Upadek systemu z Bretton Woods zbiegł się w czasie z rozpadem systemu kursów stałych, rozpoczęciem procesu zmian w gospodarce światowej (w tym liberalizacji przepływów kapitałowych) i powstaniem nowego nurtu teoretycznego – monetaryzmu.

1.2.4. Powrót do liberalizmu gospodarczego – monetaryzm

W przeciwieństwie do keynesizmu, który zastąpił neoklasycyzm w sposób, można rzec, rewolucyjny (rozpad starego systemu poprzez wybuch dwóch wojen światowych), przejście od interwencjonizmu, który reprezentował keynesizm, do liberalizmu gospodarczego¹⁵ miało raczej charakter ewolucyjny. Milton Friedman, uważany za czołowego przedstawiciela monetaryzmu, publikował swe prace krytykujące zbyt daleko posunięty interwencjonizm państwa już pod koniec II wojny światowej, kiedy istniał powszechny konsensus co do konieczności ingerencji państwa w gospodarkę. W 1957 roku opublikował on *Teorię funkcji konsumpcji* (Friedman, 1957) zawierającą krytykę podstaw keynesizmu, natomiast w 1980 roku wydał, we współautorstwie z żoną, **jedną z najważniejszych prac monetaryzmu** *Wolny wybór* (Friedman i Friedman, 1980), w której wskazano, że **najwyższą wartością w gospodarce jest wolny rynek oparty na prywatnej własności i wolności wyboru jednostki**. Poglądy monetarystów zyskały na znaczeniu wraz ze zmianami, jakie rozpoczęły się w gospodarce światowej wraz z powolnym rozpadem systemu z Bretton Woods. Wzrost wolumenu międzynarodowych przepływów inwestycji przyczynił się do rozpoczęcia w krajach rozwiniętych procesu znoszenia barier istniejących wobec przepływu kapitału oraz rozpadu reżimu kursów stałych. Intensyfikacja przepływów kapitałowych spowodowała także konieczność rewizji uwarunkowań teoretycznych, zgodnie z którymi przepływy inwestycyjne miały dla gospodarek krajowych znaczenie drugorzędne, podobnie jak aktywna polityka pieniężna (keynesiści preferowali oddziaływanie na gospodarkę poprzez ekspansywną politykę fiskalną). Narastanie presji inflacyjnej w wielu krajach rozwiniętych dowiodło, że podejście to było błędne. Zgodnie z doktryną monetarystyczną, wzrost podaży pieniądza jest jednym z podstawowych czynników kształtujących wzrost nominalnego PKB, natomiast ceny i płace są względnie elastyczne,

15 Andrzej Wojtyna (1994, s. 11) zauważył, że monetaryzm dominował w światowej polityce gospodarczej w okresie 1979–1983, natomiast od 1984 roku mamy do czynienia z eklektyzmem, łączącym podejście monetarystyczne i keynesowskie.

co oznacza, że nadmierny wzrost podaży pieniądza prowadzi do wzrostu cen, nie zaś do wzrostu produkcji. Spór o to, czy wzrost podaży pieniądza prowadzi do wzrostu popytu na towary i usługi (a przez to oddziałuje na wzrost podaży towarów i usług), czy też do wzrostu cen towarów i usług, jest jedną z największych kwestii spornych między keynesistami i monetarystami, która pozostaje nierozwiązana.

Monetarysty, w przeciwieństwie do keynesistów, są zwolennikami działania sił rynkowych jako narzędzia kształtowania równowagi na rynku zarówno w wymiarze wewnętrznym, jak i zewnętrznym. **Powrót do liberalizmu gospodarczego oznaczał powrót do neoklasycznego modelu gospodarki otwartej, w której funkcjonuje swoboda przepływów kapitałowych.** Teoria neoklasyczna, z dorobku której korzysta monetarizm, wskazuje na występowanie prostego związku przyczynowo-skutkowego w przypadku liberalizacji obrotów finansowych. **Główną przesłanką transgranicznych przepływów kapitałów są znaczące różnice w wyposażeniu poszczególnych krajów w kapitał**, dzięki czemu w krajach tych występują różne stopy procentowe odzwierciedlające cenę kapitału. Uzasadnienie takie trudno uznać współcześnie za wystarczające, nawet pomijając czysto teoretyczne uwarunkowania działania modelu neoklasycznego¹⁶. Model neoklasyczny przede wszystkim jest modelem statycznym – w sytuacji zróżnicowanego wyposażenia krajów w kapitał następuje przepływ środków finansowych między nimi, co prowadzi do wyrównania stóp procentowych i likwiduje przyczyny kolejnych przepływów. We współczesnej gospodarce światowej kapitał przepływa między krajami, w których parametry gospodarcze są porównywalne, i proces ten nie ulega zakończeniu.

Zniesienie ograniczeń istniejących wobec przepływów kapitałowych powoduje niwelację różnic w wysokości stóp procentowych między krajami poprzez ruchy kapitału krótkoterminowego i dostosowania kursowe. Warunek równowagi rynku walutowego (na którym koncentruje się popyt i podaż na waluty, w których denominowane są kapitały przepływające między krajami) zwany **warunkiem parytetu stóp procentowych** wskazuje, że rynek walutowy znajduje się w równowadze, kiedy oczekiwane dochody z depozytów denominowanych w różnych walutach wyrażone w jednej walucie są takie same. W przypadku pojawienia się różnic w dochodach, do kraju dysponującego aktywami o wyższej dochodowości niż pozostałe kraje napłyną kapitały, zmianie ulegnie kurs walutowy i nastąpi powrót do równowagi wyrażonej warunkiem parytetu stóp procentowych. Jeśli między krajami występują różnice w stopach procentowych, co skutkuje zróżnicowaną dochodowością substytucyjnych inwestycji, wówczas nastąpią przemieszczenia kapitału powodujące niwelację tych różnic i zmianę relacji kursowych (aprecjacje/

16 Jak słusznie wskazał Joseph E. Stiglitz (2004, s. 59), model neoklasyczny pokazujący korzyści z liberalizacji przepływów kapitałów może działać tylko w sytuacji poczynienia istotnych założeń, tj. istnienie doskonałego przepływu informacji, doskonale efektywnych rynków i doskonałej konkurencji. „Ale tak skonstruowany model dostarcza złej charakterystyki gospodarek wysoko rozwiniętych, i nawet gorszej, gospodarek rozwijających się i międzynarodowych rynków kapitałowych”.

deprecjację kursów walutowych). Aby odseparować krajowy rynek finansowy od rynku światowego (i utrzymać inną niż światowa stopę procentową) trzeba wprowadzić ograniczenia w przepływach kapitałów. W przypadku pełnej swobody przepływów kapitałowych nie ma możliwości, by między krajami wystąpiły istotne różnice w realnych stopach procentowych, w rezultacie których inwestorzy mogliby uzyskać w jednym z krajów dochody z porównywalnych inwestycji wyższe niż w innych krajach – jeśli taka sytuacja miałaby miejsce natychmiast zostałyby uruchomione procesy dostosowawcze, w wyniku których zmianie uległyby relacje kursowe.

1.3. Teorie ekonomiczne dotyczące inwestycji bezpośrednich i pośrednich

Istotna trudność w interpretacji wniosków płynących z analiz teoretycznych wynika, jak już wspomniano, z przyjęcia w modelu neoklasycznym założenia, że kapitał ma charakter homogeniczny i przybiera uniwersalną postać czynnika produkcji. Kapitał jako czynnik produkcji angażowany jest zwykle długookresowo, co wiąże się z długością trwania cyklu inwestycyjnego. Dynamiczny rozwój rynków finansowych sprawił, że modele neoklasyczne traktujące kapitał jako zasób jednorodny stają się nadto uproszczonym obrazem rzeczywistości. Poszczególne kategorie transakcji finansowych różnią się między sobą m.in. potencjalnym wpływem, jaki wywierają na gospodarki krajów kapitałobiorców oraz motywami, jakimi kierują się inwestorzy. Ze względu na te różnice, w wieku XX pojawiły się **odrębne teorie odnoszące się do zagranicznych inwestycji bezpośrednich i pośrednich**¹⁷.

Inwestycje bezpośrednie ze względu na swój charakter postrzegane są wyłącznie jako inwestycje długoterminowe, które charakteryzuje znacznie większa stabilność niż inwestycje pośrednie. Teorie objaśniające motywy przepływu kapitału w odniesieniu do inwestycji portfelowych i inwestycji bezpośrednich różnią się zasadniczo od wcześniej przedstawionych teorii ekonomicznych. Z uwagi na fakt, że nie tworzą całościowych systemów teoretycznych należało by je określać mianem teorematów bądź doktryn ekonomicznych, niemniej jednak zwyczajowo przyjęło się nazywać je teoriami.

¹⁷ W zakresie udzielania kredytów i zaciągania pożyczek trudno o inne niż przedstawione w ujęciach modelowych, teoretyczne uzasadnienie liberalizacji, główną determinantą o charakterze ekonomicznym jest bez wątpienia bieżąca stopa procentowa (cena kapitału), będąca wypadkową podaży i popytu na kapitał pożyczkowy. Inna sytuacja ma miejsce w przypadku kredytów udzielanych ze środków publicznych, np. dla krajów biednych czy w sytuacji wybuchu w kraju kryzysu finansowego. W takim przypadku stopa zwrotu jest tylko jednym z czynników decydujących o przyznaniu kredytu, który nie ma charakteru kluczowego.

Na gruncie teorii neoklasycznej wyjaśnienie złożoności decyzji inwestycyjnych nie było możliwe. Jak wskazali James Tobin i F. Trenery Dolbear Jr (1963), jednym z wiodących założeń teorii neoklasycznej jest racjonalność wyborów dokonywanych przez jednostki, oznaczająca, że każda jednostka spośród wielu danych jej możliwości wybiera tę, która jej najlepiej odpowiada (czyli albo preferuje dobro A, albo dobro B), np. dla przedsiębiorcy, przy założeniu stałości pozostałych zmiennych, decydującym kryterium będzie maksymalizacja zysku. Co się jednak stanie, gdy pozostałe zmienne przestaną być stałe? Wówczas racjonalny wybór sprowadzi się do subiektywnego uszeregowania alternatywnych możliwości, składających się z różnych kombinacji zmiennych¹⁸. Zdaniem Tobina i Dolbeara nie jest prawdą, że z punktu widzenia zbiorowości podmiotów możliwe jest zastąpienie pewnej ilości jednego dobra innym dobrem, przy tym samym poziomie satysfakcji. Słabością teorii neoklasycznej jest brak indywidualnego stosunku do podmiotów składających się na daną zbiorowość (np. kapitałodawców i kapitałobiorców), co powoduje niemożność stworzenia indywidualnych map preferencji i wiążących się z tym decyzji (np. inwestycyjnych).

Tobin i Dolbear wskazali również, że **teoria ekonomii powinna uwzględnić w szerszym niż dotąd zakresie wpływ założeń dotyczących wyborów ekonomicznych, które są uwarunkowane psychologicznie**, czyli nie poddają się prostym racjonalnym wyborom. Wniosek ten jest istotny dla rozwoju teorii dotyczących inwestycji pośrednich i bezpośrednich, w których większą rolę zaczęły odgrywać czynniki inne niż tylko wysokość stopy procentowej (maksymalizacja zysku postrzeganego jako subiektywna satysfakcja podmiotów nie jest w tym przypadku tożsama z maksymalnym dochodem z inwestycji). Rozwój nowej generacji teorii mógł jednak nastąpić dopiero wówczas, gdy zmodyfikowano doktrynalne podejście postrzegające kapitał jako jednorodny czynnik produkcji, który przemieszcza się między różnymi zastosowaniami produkcyjnymi w poszukiwaniu najwyższej stopy zwrotu. Współczesne teorie próbują zidentyfikować także inne, prócz zysku, motywy, jakimi kierują się kapitałodawcy podejmując decyzje o zainwestowaniu środków w określone przedsięwzięcia.

Teoria inwestycji pośrednich (portfelowych), która powstała po II wojnie światowej, początkowo oparta została o dorobek myśli neoklasycznej. Jej punktem wyjścia było przyjęcie neoklasycznego założenia, że głównym bodźcem powodującym przemieszczanie się kapitału jest zróżnicowane wyposażenie krajów w ten czynnik wytwórczy. H. Peter Gray i Gary Clyde Hufbauer (i inni) rozwinęli tę koncepcję tworząc **teorię inwestycji portfolio** (Misala, 2005, s. 113). Stwierdzili oni, że właściciele kapitału podejmują decyzje o dokonaniu inwestycji na rynkach zagranicznych kierując się przede wszystkim wysokością oczekiwanej stopy zwrotu. Teoria tę cechowała jednak istotna słabość – nie wyjaśniała przyczyn dokonywania inwestycji dwukierunkowych (inwestorzy z krajów A i B, które są podobnie wyposażone w kapitał, dokonują inwestycji w drugim kraju – inwestorzy

18 Pomocne może być tu wprowadzenie pojęcia „malejącej użyteczności krańcowej”, wskazujące, że wraz z rosnącą ilością danego dobra jego użyteczność dla konsumenta maleje.

z kraju A w kraju B i vice versa – co nie może być wyjaśnione motywem maksymalizacji zysku). Teoria zakłada istnienie klasycznego statycznego układu – jeśli kraj A oferuje wyższą stopę zwrotu z inwestycji, oznacza to, że kapitał będzie migrował z kraju B do kraju A aż do momentu zrównania tych stóp.

Teorią, która podejmuje próbę wyjaśnienia dwukierunkowych inwestycji pośrednich jest **nowoczesna teoria portfolio**. Została ona wstępnie sformułowana przez Harry'ego M. Markowitza (1952), który w roku 1952 opublikował pracę charakteryzującą motywy działania inwestorów dokonujących inwestycji portfelowych. Według Markowitza

proces wyboru portfela inwestycyjnego można podzielić na dwa etapy. W etapie pierwszym dokonuje się oceny na podstawie doświadczeń i obserwacji przyszłego kształtowania się stóp zwrotu z ogółu dostępnych papierów wartościowych. W etapie drugim, na podstawie powyższych przesłanek podejmowana jest decyzja dotycząca wyboru papierów wartościowych wchodzących w skład portfela (Markowitz, 1952, s. 77).

W artykule dotyczącym, jak wskazał autor, „tylko etapu drugiego”, Markowitz zanegował dotychczas obowiązujący kanon konstrukcji portfela inwestycyjnego, zgodnie z którym inwestorzy powinni dokonać wyboru takiego portfela papierów wartościowych, inwestycje w które obarczone byłyby jak najmniejszym ryzykiem. Taki algorytm wyboru inwestycji oznaczałby, że inwestorzy jako grupa wykazują awersję wobec ryzyka, natomiast portfele znakomitej większości z nich powinny się składać z bezpiecznych instrumentów dłużnych. Podmioty charakteryzuje jednak odmienny poziom awersji do ryzyka, dzięki czemu ten sam portfel inwestycyjny nie odpowiada preferencjom wszystkich. Opierając się na zasadzie – maksymalny zysk przy danym poziomie ryzyka lub minimalne ryzyko przy danym poziomie zysku – każdy podmiot dąży do skonstruowania własnego portfela inwestycyjnego kierując się nie tyle charakterystyką poszczególnych instrumentów finansowych, ile łącznym kształtowaniem się relacji zysk-ryzyko całego portfela.

Teoria portfolio została następnie rozwinięta przez Williama F. Sharpa (1964) i Jamesa Tobina (1958). Choć objaśnia ona zasady konstrukcji portfela inwestycyjnego, jej przydatność do wyjaśnienia kierunków przepływów kapitałowych w skali międzynarodowej jest duża (dywersyfikacja inwestycji w skali międzynarodowej). Znaczenie teorii portfolio wynika nie tylko z faktu wyodrębnienia inwestycji w papiery wartościowe z całości inwestycji, ale także ze wskazania, że inwestycje portfelowe charakteryzują dwa kluczowe parametry – zysk i ryzyko, które muszą być rozpatrywane łącznie. Oznacza to, że różnice co do kształtowania się oczekiwanych stóp zwrotu nie są jedynym parametrem uwzględnianym przez inwestorów. Różnice te były zaś jedną determinantą przepływów kapitałowych uwzględnianą przez teorię neoklasyczną.

Odrębny nurt teoretyczny rozwinął się w odniesieniu do **inwestycji bezpośrednich**. W przeciwieństwie do inwestycji portfelowych, determinanty inwestycji bezpośrednich mają daleko bardziej złożoną naturę. Motywy podejmowania zagranicznych inwestycji bezpośrednich można podzielić na dwie główne grupy (Umiński i Stępnia, 1998, s. 9):

- czynniki pośrednie – to warunki, które muszą być spełnione, by nastąpił wywóz kapitału (o charakterze instytucjonalnym – prawna możliwość wywozu, bądź ekonomicznym – wielkość przedsiębiorstwa, możliwości inwestycyjne, itd.);
- czynniki bezpośrednie – to czynniki decydujące o jego wywozie, szczególnie o strukturze branżowej i kierunkach geograficznych (m.in. koszty siły roboczej, dostęp do surowców, koszt kredytu, ulgi podatkowe, różnice w stopach zysku).

Mimo że głównym celem przedsiębiorstwa funkcjonującego na rynkach międzynarodowych jest maksymalizacja zysku, wiodącym motywem wchodzenia na rynki zagraniczne nie musi być wyższa produktywność krańcowa kapitału. Na ostateczny zysk przedsiębiorcy bezpośredniego składają się bowiem różne czynniki, nie tylko koszt kapitału.

Inwestycje bezpośrednie oznaczają najczęściej nie tylko transfer kapitału, ale również i innych zasobów, takich jak przykładowo technologiczne know-how, zarządzanie i umiejętności marketingowe. To właśnie dochód oczekiwany z całkowitego transferu zasobów, a nie tylko z kapitału per se stanowi dla firmy uzasadnienie podjęcia bezpośredniej inwestycji zagranicznej (Molle, 2000, s. 178).

Z uwagi na specyfikę bezpośrednich inwestycji zagranicznych, teorie dotyczące tychże mają często nie tyle modelowy, co opisowy charakter. Co więcej, analiza teoretycznych uwarunkowań dokonywania BIZ wkracza w obszary z pogranicza sfery makro- i mikroekonomii, czego dowodzi zestawienie podstawowych warunków, które muszą być spełnione, by dana firma zaangażowała się w BIZ (Black i Dunning (ed.), 1982, s. 22–58):

- firma powinna mieć tzw. przewagę netto w zakresie stanu posiadania w stosunku do firm innych narodowości, które funkcjonują na danym rynku. Przewaga ta wyraża się głównie w wartościach niematerialnych (np. w przewadze technologicznej), które przez pewien czas są wyłączne lub specyficzne dla firmy, która je posiada;
- jeśli powyższy warunek będzie spełniony, bardziej opłacalne dla firmy będzie wykorzystanie powyższych przewag we własnym zakresie niż ich sprzedaż bądź dzierżawa firmom zagranicznym (internalizacja własnych przewag *versus* eksternalizacja poprzez sprzedaż bądź udzielanie licencji);
- jeśli spełnione są oba warunki, opłacalne dla firmy będzie wykorzystanie tych przewag w połączeniu z przewagami lokalizacji (wynikających z przynajmniej niektórych nakładów na czynniki wytwórcze) poza granicami kraju.

Józef Misala zakwalifikował **teorie BIZ**¹⁹ do **trzech głównych grup** (Misala, 2005, s. 108–119) wskazując jednocześnie, że większość z nich ma raczej charakter hipotez opisowych niż teorii ekonomicznych sensu stricto:

19 Trafnie scharakteryzował BIZ Edward Cyron (1981, s. 157) wskazując, że jest to przemieszczający się za granicę pakiet produkcyjny, w którym kapitał nie jest składnikiem dominującym, lecz jedynie współtowarzyszącym.

1) Teorie makroekonomiczne:

- rentowności kapitału;
- wolumenu produkcji zagranicznej i chłonności rynków zagranicznych;
- obszarów walutowych;
- względnych przesunień kosztów siły roboczej i kapitału;
- kształtowania się pozycji inwestycyjnej na rynkach zagranicznych.

2) Teorie mikroekonomiczne²⁰:

- zachowywania się przedsiębiorstw w skali międzynarodowej;
- reakcji przedsiębiorstwa na warunki konkurencji typu oligopolistycznego;
- przewagi własnościowej przedsiębiorstwa;
- internalizacji.

3) Teorie mieszane:

- lokalizacji zagranicznych inwestycji bezpośrednich;
- eklektyczna teoria produkcji międzynarodowej.

Teorie o charakterze mikroekonomicznym i mieszanym mieszczą się w zakresie analizy specyfiki uwarunkowań działania przedsiębiorstwa produkcyjnego w skali międzynarodowej. Teorie o charakterze makroekonomicznym również w większości są powiązane z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa jako takiego, natomiast płynące z nich wnioski w ograniczonym stopniu przyczyniają się do wyjaśnienia wolumenu i kierunków przepływów BIZ w skali międzynarodowej. Żadna z teorii BIZ nie jest jednak w stanie samodzielnie objaśnić przepływów tych inwestycji.

Z punktu widzenia niniejszej pracy istotniejsze wydają się teorie o charakterze makroekonomicznym, w których podjęta została próba wyjaśnienia przepływów BIZ w aspekcie ogólnoeconomicznym, a nie z punktu widzenia funkcjonowania przedsiębiorstwa międzynarodowego. Teorią o najszerszym zakresie, w ujęciu makroekonomicznym, jest pierwsza ze wskazanych teorii – teoria rentowności kapitału, zgodnie z którą działalność inwestycyjna przedsiębiorstwa (także na rynkach międzynarodowych) prowadzona jest do momentu, gdy oczekiwana rentowność kolejnej inwestycji równa jest krańcowym kosztom projektu inwestycyjnego lub inwestycja zagraniczna dokonywana w formie bezpośredniej stanowi pochodną różnic w rentowności lokowanego kapitału występujących w skali międzynarodowej. Teoria ta, podobnie jak teoria inwestycji portfolio, nie wyjaśnia jednak w żaden sposób specyfiki dokonywania bezpośrednich inwestycji zagranicznych i w znaczącym stopniu odzwierciedla wnioski płynące z teorii międzynarodowej migracji czynników produkcji. Na drugim biegunie znajduje się teoria chłonności rynków zagranicznych, zgodnie z którą wielkość BIZ podejmowanych w danym kraju jest wprost uzależniona od chłonności jego rynku, czyli koszt kapitału jest tu zmienną o drugorzędym znaczeniu. Chłonność rynku jest bez wątpienia

²⁰ Punktem wyjścia budowy teorii BIZ o charakterze mikroekonomicznym jest założenie istnienia warunków konkurencji niedoskonałej w skali międzynarodowej, co daje przedsiębiorstwom możliwość zyskania określonych przewag na rynkach różnych krajów (np. struktura rynku jest oligopolistyczna).

istotnym parametrem decyzyjnym, jednak biorąc pod uwagę fakt, że większość przedsiębiorstw tworzonych w drodze BIZ nie produkuje wyłącznie na rynek wewnętrzny kraju biorcy inwestycji, teoria ta wydaje się istotnie różnić z praktyką życia gospodarczego. Bardzo specyficzną teorią jest teoria obszarów walutowych – decyzje inwestycyjne podmiotów (także w zakresie inwestycji portfelowych) są tu determinowane pozycją waluty kraju inwestora i kraju inwestycji. Inwestycje przepływają z krajów o relatywnie silnych walutach do krajów, których waluty są relatywnie słabsze. Sprowadzanie decyzji dotyczących podejmowania BIZ do szacowania korzyści płynących z kształtowania się relacji kursowych wydaje się jednak co najmniej dyskusyjne – krótkookresowa zmienność relacji kursowych w niewielkim stopniu oddziałuje na długoterminowe inwestycje przedsiębiorstw. Teoria względnych przesunięć kosztów siły roboczej i kapitału dotyczy odmiennych relacji kosztowych w zakresie pracy i kapitału, które cechują kraje rozwinięte i rozwijające się – na gruncie tej teorii nie można jednak uzasadnić przepływów kapitałów w formie BIZ mających miejsce między krajami rozwiniętymi. Ostatnia ze wskazanych teorii – teoria kształtowania się pozycji inwestycyjnej na rynkach zagranicznych – poszukuje wyjaśnienia przepływów BIZ między krajami poprzez analizę związku między PKB per capita w różnych krajach oraz wielkością dokonywanych przez nie inwestycji. Im wyższy poziom PKB per capita w kraju, tym większe prawdopodobieństwo, że pozycja inwestycyjna kraju w odniesieniu do BIZ będzie dodatnia (jego aktywa będą przeważały nad pasywami)²¹. Wniosek ten nie wydaje się specjalnie zaskakujący, aby móc inwestować za granicą niezbędne są do tego odpowiednie środki finansowe. Teoretycznie zamożność obywateli kraju (wzrost PKB per capita) łączy się z zamożnością kraju jako takiego (wzrost PKB), jednak możliwe są sytuacje, gdy kraj jest zamożny, natomiast PKB per capita relatywnie niewysokie (np. Chiny).

Nawet pobieżna prezentacja teorii BIZ pozwala wyciągnąć wniosek, że uzasadnienie podejmowania BIZ na gruncie teoretycznym jest złożone. W ujęcie makroekonomiczne nie sposób włączyć elementów immanentnie związanych z BIZ, a wywodzących się z teorii dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstwa (a więc o charakterze mikroekonomicznym). W efekcie tego braku powstały teorie o charakterze mieszanym, które próbują łączyć w jedną całość czynniki makro- i mikroekonomiczne. Wśród nich najbardziej znana jest **eklektyczna teoria produkcji międzynarodowej**, zwana także paradygmatem OLI (ze względu na wykorzystywanie tzw. przewag wynikających z: własności – *ownership*, lokalizacji – *location* i internalizacji prowadzonej działalności – *internalization*), której autorem jest John H. Dunning (1974, 1981).

Próbę teoretycznej identyfikacji zależności między poziomem rozwoju gospodarczego, konkurencyjnością, zmianami strukturalnymi w gospodarce i wpływem BIZ na wskazane elementy podjęli Michael E. Porter (1990) i Terutomo Ozawa (1992, s. 27–54). Wyróżnili oni etapy rozwoju gospodarczego krajów poprzez

21 Przedstawienie zarysu teorii na podstawie: Misala, 2005, s. 109–112.

badanie wzorców przewag komparatywnych tych krajów i zmian tych wzorców w czasie. Ich zdaniem etapy rozwoju ekonomicznego mają związek z ewolucją wzorców – od przewagi w dziedzinach mniej technologicznie zaawansowanych o niskiej produktywności do bardziej zdywersyfikowanych produktów o większym udziale technologii i kapitału ludzkiego. Oznacza to, że

kraj rozwijający się, o dużej obfitości zasobów pracy, może w stosunkowo niedługim czasie przekształcić się w aktywnego zagranicznego inwestora, poszukującego w innych krajach rozwijających się tanich zasobów pracy, a następnie wykorzystującego również zdobyte w toku rozwoju inne przewagi wynikające z efektu uczenia się dzięki importowanej technologii, zakupowi licencji i stopniowo kształconej, własnej zdolności innowacyjnej (Olesiński, 1998, s. 120).

Teorie inwestycji bezpośrednich nie są nadto użyteczne w budowaniu teoretycznych przesłanek swobody przepływów finansowych w gospodarce światowej. Płynące z nich wnioski ułatwiają głównie identyfikację przyczyn podejmowania inwestycji w formie BIZ w skali międzynarodowej, a nie dają odpowiedzi na pytanie, czy swoboda przepływu wybranych kategorii kapitału przynosi konkretne i wymierne korzyści zarówno krajom, jak i całej gospodarce światowej. Teorie dotyczące wybranych kategorii przepływów finansowych nie mogą być tym samym traktowane na równi z teoriami systemowymi – nie uwzględniają bowiem złożoności funkcjonowania gospodarki światowej jako całości.

1.4. Efektywność informacyjna rynków finansowych – prawda czy mit?

Powracając do teorii systemowych, dowód na istnienie korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych mógł być przeprowadzony w modelu neoklasycznym tylko przy przyjęciu założenia o pełnym, równym i swobodnym dostępie do informacji wszystkich podmiotów działających na rynku finansowym (warunki konkurencji doskonałej). **Dyskusja dotycząca kwestii efektywności informacyjnej rynków finansowych jest jednym z gorętszych sporów toczonych przez ekonomistów od lat**, jest ona także wyjątkowo spolaryzowana – z jednej strony występują ortodoksyjni zwolennicy teorii, z drugiej strony jej równie zagorzali przeciwnicy. Co ciekawe, jedni i drudzy prezentują wyniki badań empirycznych dowodzące słuszności ich poglądów, przy czym badania te opierają się na tych samych danych, natomiast uzyskane wnioski są całkiem odmienne.

Efektywność rynków finansowych **może być analizowana w trzech kategoriach**:

- efektywności transakcyjnej (niskie koszty transakcyjne wynikające z wysokiego stopnia konkurencji panującej na rynku finansowym);

- efektywności alokacyjnej (przepływ środków finansowych od kapitałodawców do przedsięwzięć, które zapewnią im potencjalnie najwyższą stopę zwrotu);
- efektywności informacyjnej.

Teoria efektywności informacyjnej rynków finansowych dotyczy tej ostatniej. Zgodnie z nią **rynki są efektywne, jeśli ceny walorów odzwierciedlają w pełni wszelkie dostępne informacje**. Oznacza to, że inwestorzy działający na rynku nie są w stanie osiągnąć zysków nadzwyczajnych stosując nawet najbardziej wyrafinowane techniki inwestycyjne.

Pierwsze koncepcje wskazujące na istnienie zależności między cenami papierów wartościowych a wydarzeniami zachodzącymi w gospodarce powstały już na początku XX wieku²², jednak za twórcę teorii rynków efektywnych uważany jest Eugene F. Fama, który jako pierwszy w swych kolejnych pracach (Fama, 1965; 1970) sformułował całościową teorię opisującą to zjawisko. Poglądy Famy w zakresie sprecyzowania znaczenia terminu „rynek efektywny” ewoluowały na przestrzeni lat. W swoich wczesnych badaniach określił on **rynek efektywny jako taki rynek, który natychmiast dyskontuje wszystkie nowe informacje**. Z upływem czasu stało się jasne, że natychmiastowe dostosowywanie się rynku do nowych informacji jest bardzo ważnym czynnikiem definiującym efektywność, ale nie jedynym. Stąd też istotna modyfikacja definicji, której dokonał Fama na początku lat 90. XX wieku – rynek efektywny to rynek, który w pełni odzwierciedla wszystkie dostępne informacje. Punkt ciężkości przesunął się tym samym z natychmiastowego dopasowywania się cen walorów do nowych informacji na pełne odzwierciedlenie pojawiających się informacji w cenach tych walorów.

Początkowo Fama (1970) określił **warunki wystarczające, które charakteryzują rynek efektywny informacyjnie** w taki sposób, że efektywność ta byłaby stanem nieosiągalnym w praktyce:

- brak kosztów transakcyjnych;
- powszechna dostępność do nieodpłatnych informacji dla wszystkich uczestników rynku;
- jednakowa ocena przez wszystkich uczestników rynku napływających informacji kształtujących bieżące i przyszłe ceny akcji.

Analiza powyższych warunków pozwala na wniosek, że zawsze występują mniejsze lub większe koszty transakcyjne, pozyskanie większości informacji wiąże się z koniecznością poniesienia określonych nakładów, dyskusyjna jest powszechna dostępność do informacji wszystkich uczestników rynku, zaś postrzeganie przez nich tych samych informacji w kontekście kształtowania się przyszłych cen walorów jest często wysoce zróżnicowane. Biorąc pod uwagę fakt, że warunki te nie są spełnione przez żaden działający rynek, weryfikacja teorii w praktyce byłaby niemożliwa.

22 Szeroki przegląd informacji nt. historii rozwoju teorii rynków efektywnych, np. Dimson i Marsh, 1999.

Teoria rynków efektywnych jest jednak zbyt ważna dla teorii ekonomii, by spuścić ją wnioskiem o wydzźwięku jednoznacznie negatywnym. Stąd też zapewne próby „dopasowania” teorii do gospodarczych realiów, pociągające za sobą tak oryginalne interpretacje, jak ta Michaela C. Burdy i Charles’a Wyplosza (2000, s. 568):

Jeśli rynki są efektywne, to nie potrzebujemy zdobywać informacji, gdyż rynek ujawnia je nam w postaci ceny, jaką wyznacza aktywom. Jeśli ceny akcji dzisiaj spadną, to naprawdę nie musimy wiedzieć, dlaczego: mechanizm rynkowy otrzymał informację i doprowadził do właściwego skutku.

Trudno się zgodzić z tą opinią. Aby rynek „przekazał” uczestnikom wiadomość o zmianie ceny spowodowanej pozyskaniem istotnych informacji, ktoś, czyli właśnie uczestnik rynku musi podjąć decyzje mające ostateczny wpływ na tę zmianę. Mechanizm rynkowy nie jest bytem abstrakcyjnym, a konkretnym układem gry popytu i podaży, generowanym przez podmioty działające w swoim jak najlepiej pojętym interesie właśnie w oparciu o zasób posiadanych informacji (Janicka, 2008a, s. 171).

Inną możliwością uwiarygodnienia teorii nieznajdującej potwierdzenia w praktyce jest dopasowanie parametrów charakteryzujących rynek efektywny do realiów gospodarczych. Pojawił się zatem **nowy zbiór cech charakteryzujących rynek efektywny informacyjnie**, który w większym stopniu uwzględnił realia działania rynków finansowych (Szyska, 2003, s. 17):

- duża liczba uczestników – dzięki temu rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się, w wyniku zawierania wielu transakcji, ceny walorów dyskontujących wszelkie istotne informacje;
- homogeniczność produktów – handlowane walory winny charakteryzować się uniwersalnymi parametrami umożliwiającymi ich porównanie;
- sposób organizacji rynku – ustanowienie odpowiednich regulacji prawnych sprzyjających efektywności informacyjnej;
- losowy charakter napływu nowych informacji – w praktyce oznacza brak możliwości przewidzenia terminu pojawiania się nowych informacji.

Podejmowane były liczne próby weryfikacji wiodących paradygmatów, na których bazuje teoria rynków efektywnych. Ich rezultaty (przedstawione hasłowo w tabeli 1.1.) nie są na tyle jednoznaczne, by potwierdzić bądź zaprzeczyć prawdziwości tej teorii.

Tabela 1.1. Weryfikacja hipotez teorii rynków efektywnych

Hipoteza	Rezultaty badań empirycznych
Ceny walorów zmieniają się losowo w czasie.	W przybliżeniu prawdziwe. Niewielka pozytywna autokorelacja dla krótkoterminowych stóp zwrotu z akcji (dziennych, tygodniowych i miesięcznych). Słabe dowody dotyczące okresu długiego (3–5 lat).

Tabela 1.1. (cd.)

Hipoteza	Rezultaty badań empirycznych
Nowe informacje są natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów; bieżące informacje nie mogą być wykorzystywane do przewidywania przyszłych ponadprzeciętnych zysków.	Nowe informacje są zwykle natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów, choć jest kilka wyjątków od tej zasady. Jeśli chodzi o bieżące informacje: – na rynku giełdowym – akcje o wysokich stopach zwrotu będą miały także wysokie stopy zwrotu w krótkim okresie w przyszłości, natomiast akcje spółek o niskim wskaźniku P/E winny przynieść ponadprzeciętne stopy zwrotu w porównaniu ze spółkami o wysokim P/E; – na rynku walutowym – bieżący kurs forward pomaga przewidzieć ponadprzeciętne zyski, jako że jest prognozą przyszłego kursu waluty.
Analiza techniczna nie jest w stanie dostarczyć żadnych użytecznych informacji.	Analiza techniczna jest szeroko wykorzystywana na rynkach finansowych. Brakuje jednoznacznych dowodów, że jej stosowanie pozwala osiągnąć ponadprzeciętne zyski.
Zarządzający funduszami inwestycyjnymi nie są w stanie systematycznie osiągać ponadprzeciętnych zysków.	W przybliżeniu prawdziwe. Istnieją dowody wskazujące, że zarządzający funduszami regularnie osiągają zyski mniejsze niż przeciętne.
Ceny walorów pozostają na poziomie zgodnym z ich ekonomicznymi podstawami.	Czasami ceny walorów wydają się istotnie rozbieżne w stosunku do ekonomicznych „fundamentów”.

Źródło: Beechey et al., 2000, s. 4. W opracowaniu tym zawarte zostały także informacje o autorach poszczególnych badań.

Jak wskazują dane zawarte w tabeli 1.1, brakuje jednoznacznego, praktycznego potwierdzenia prawdziwości teorii efektywności informacyjnej rynków finansowych. Nie zniechęca to jednak jej zwolenników do poszukiwania wytłumaczenia niezgodności teorii z praktyką; pojawiają się dwie główne grupy przyczyn: z jednej strony jest to niedoskonałość stosowanych metod badawczych, dzięki czemu nie jest możliwa prawidłowa empiryczna weryfikacja teorii, z drugiej zaś – istnieje wiele wyjątków od reguły, tzw. anomalii (szerzej na ten temat np. Buczek, 2005, s. 51–80), które przekonująco, ich zdaniem, uzasadniają rozbieżność teorii i praktyki.

Teoria rynków efektywnych zakłada występowanie **różnych form efektywności informacyjnej**:

- „słabej” (*weak*);
- „półmocnej” (*semi-strong*), częściej określanej jako „średnia”;
- „mocnej” (*strong*).

Klasyfikacja ta została wprowadzona przez Famę (1970) i Harry'ego V. Robertsa (1967), jej podstawą jest sposób reakcji rynku na pojawiające się na nim informacje (Gajdka i Walińska, 1998, s. 105):

- „słaba” forma efektywności przyjmuje, że bieżące ceny akcji w pełni odzwierciedlają wszelkie przeszłe informacje mające wpływ na te ceny, natomiast zmiany cen akcji w przeszłości nie wywierają żadnego wpływu na przyszłe zmiany cen;
- „półmocna” forma efektywności rynku zakłada, że ceny akcji uwzględniają wszelkie informacje dostępne publicznie, zarówno przeszłe, jak i bieżące;
- „mocna” forma efektywności rynku wskazuje, że ceny akcji uwzględniają wszystkie informacje nt. danych akcji, zarówno dostępne publicznie, jak i informacje o charakterze prywatnym (informacje poufne).

Nie zagłębiając się w dyskusję nad zasadnością takiego podziału warto zauważyć, że ostatnia z form efektywności – forma mocna – jest *ex definitione* niemożliwa do spełnienia. Jeśli bowiem rynek odzwierciedla wszelkie informacje oznacza to, że informacje te muszą w jakiś sposób na rynek dotrzeć, a jeśli tak, to informacje poufne stają się informacjami o charakterze publicznym. Wszelkie pokrętne wytłumaczenia, zgodnie z którymi rynek nie znając informacji wyczuwa ich istnienie i odpowiednio na nie reaguje, pozostają w sprzeczności z logiką i rozsądkiem.

Teoria efektywności rynków finansowych ma wielu przeciwników. Sanford Grossman i Joseph E. Stiglitz (1980, s. 393–408) w prosty sposób zanegowali kluczowe założenia tej teorii. Wskazali, że na rynku efektywnym informacja nie powinna posiadać żadnej wymiernej wartości. Tymczasem w rzeczywistości informacje nie tylko nie są darmowe, ale bywają wręcz bardzo kosztowne. Jeśli, zgodnie z teorią, nie posiadałyby wartości, nikt by za nie nie płacił. Podmioty działające na rynku są zaś w stanie zaangażować znaczące środki finansowe tylko w jednym celu – pozyskania i wykorzystania przed innymi uczestnikami rynku informacji mających wpływ na kształtowanie się cen walorów. Oznacza to, po pierwsze, że informacje nie są powszechnie dostępne, i po drugie – co się z tym wiąże – nie są natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów (Zielonka, 2003, s. 14). Ostrą krytykę teorii rynków efektywnych przeprowadził Robert A. Haugen (1999) dowodząc w swoich badaniach, że teoria ta pozostaje w zasadniczej niezgodzie z rzeczywistym działaniem rynków finansowych. Co więcej, wskazał także, że twórcy teorii ekonomicznych są w stanie kreatywnie „pracować” nad testami empirycznymi do momentu, gdy uzyskane rezultaty nie potwierdzą prawdziwości przedstawionej teorii:

Uczeni zajmujący się finansami od dawna hołdują przekonaniu, że posuwamy się naprzód szybciej i pewniej, gdy najpierw tworzymy teorie umożliwiające przewidywanie tego, w jaki sposób działa świat. Następnie należy, w myśl tej koncepcji, zwrócić się ku danym, by sprawdzić, czy potwierdzają one nasze prognozy. Jeśli stwierdzimy, że tak nie jest, albo (a) doskonalimy teorię zmieniając jej założenia, albo (b) doskonalimy testy empiryczne aż do chwili, gdy dane zaczną przemawiać głosem dla nas zrozumiałym i możliwym do przyjęcia (Haugen, 1999, s. 129).

Z pewnością należy docenić wkład Famy i innych badaczy w rozwój teorii rynków finansowych. Dorobek teorii neoklasycznej w zakresie liberalizacji przepływów kapitałowych jest oparty na założeniu, że rynki są efektywne informacyjnie. Jeśli to założenie nie będzie spełnione, badanie skutków swobody przepływów kapitałowych z wykorzystaniem modelu neoklasycznego traci sens. Niepowodzenie empirycznej weryfikacji teorii rynków efektywnych skłoniło jednak część badaczy do odwrócenia klasycznej sekwencji działań i sformułowania teorii, której bazą stało się szerokie spektrum pierwotnie dokonanych obserwacji empirycznych.

1.5. Asymetria informacji na rynkach finansowych i jej konsekwencje

W roku 2001 trzech Amerykanie – George A. Akerlof (1970, s. 488–500), A. Michael Spence (1974) i Joseph E. Stiglitz (1980, 1981 [wspólnie z Grossman], 1985, 1988 [wspólnie z Arnott], 2000) – otrzymali Nagrodę Nobla za osiągnięcia w badaniach nad obecną na rynkach asymetrią informacji, czyli **sytuacją, gdy (wbrew dotychczasowym założeniom) kupujący i sprzedający nie mają równego i pełnego dostępu do informacji rynkowej**. Badacze ci nie tylko wykazali istnienie asymetrii informacji, ale dostrzegli także wagę konsekwencji, jakie niesie ona dla funkcjonowania rynków finansowych.

Teoria asymetrii informacji została zbudowana w oparciu o doświadczenia zebrane na podstawie obserwacji rzeczywistego funkcjonowania rynków finansowych. Jej twórcy podjęli próbę wyjaśnienia istotnej rozbieżności między teorią i praktyką, której nie sposób wytłumaczyć na gruncie teorii neoklasycznej. Teoria asymetrii informacji nie stanowi alternatywy dla teorii neoklasycznej, lecz podważa jej wiodące założenie, zgodnie z którym rynki są efektywne informacyjnie i występujące na nich zasoby przesuwane są dzięki temu do potencjalnie najbardziej dochodowych przedsięwzięć. Zwolennicy teorii asymetrii informacji uważają, że tzw. anomalie, które mają tłumaczyć niedostateczną efektywność rynków występują z tak znacznym natężeniem, że wyklucza to możliwość ich przypadkowości i incydentalności, a wręcz przeciwnie – fakt ten upoważnia do podjęcia próby budowy nowej teorii, która w sposób spójny i logiczny objaśni atypowe (w stosunku do dotychczasowych teorii) zachowanie rynków, w tym przede wszystkim rynków finansowych.

Jeśli swoboda przepływów kapitałowych przyczynia się do poprawy sytuacji ekonomicznej krajów w niej uczestniczących, dlaczego wraz z postępowaniem liberalizacji pojawia się coraz więcej przypadków zaburzenia stabilności rynków finansowych, czy też wręcz kryzysów finansowych i gospodarczych, w krajach, które takiej liberalizacji dokonują? Czy w takim razie zmienność i niepewność, jaką

niesie ze sobą swoboda przepływów finansowych, jest kompensowana przez rosnącą efektywność gospodarek? Pytania te mają fundamentalne znaczenie dla funkcjonowania gospodarek w skali globalnej. Teoria neoklasyczna wyjaśniająca działanie rynków w środowisku niemal abstrakcyjnym nie jest w stanie udzielić na nie rzetelnych odpowiedzi. Stąd zwrot ku praktyce i w oparciu o nią poszukiwanie nowych rozwiązań.

Wadliwe działanie krajowego systemu finansowego przekłada się na efektywność funkcjonowania całej gospodarki i na pogorszenie perspektyw jej rozwoju. Część ekonomistów poszukuje przyczyny ułomnego działania rynków finansowych właśnie w asymetrii informacji. **Asymetria informacji to sytuacja, w której jedna ze stron transakcji finansowej ma znacznie mniej dokładne informacje na temat przedmiotu transakcji niż druga strona.** Jedna ze stron kontraktu jest więc uprzywilejowana i może wykorzystać tę przewagę podczas zawierania transakcji, co oznacza nie tylko stratę dla drugiej strony (w skali mikro), ale także stratę dla całej gospodarki (w skali makro). Występowanie asymetrii informacji na rynku finansowym wiąże się z wieloma istotnymi problemami: negatywną selekcją (*adverse selection*), pokusą nadużycia (*moral hazard*), obecnością *free-riderów*²³ oraz stadnym zachowaniem (*herding behaviour*).

Negatywna selekcja wiąże się z kwestią ryzyka dokonania niewłaściwego wyboru przed zawarciem transakcji. Ryzyko to wynika z nierównego dostępu do informacji obu stron transakcji. Jako przykład można podać sytuację, gdy kredytobiorca o niższych możliwościach spłaty długu jest w stanie zaakceptować mało korzystną ofertę kredytową, ma on bowiem świadomość, której nie posiada kredytodawca, że ryzyko niespłacenia kredytu jest duże. Kredytobiorcy o niskiej zdolności kredytowej mogą także być bardziej przedsiębiorczy w staraniach o kredyt i w efekcie uzyskiwać go wypierając z rynku bardziej wiarygodnych kredytobiorców. Z drugiej strony kredytodawcy, którzy tracą pieniądze w wyniku udzielenia wątpliwej jakości kredytów, mogą stać się dużo bardziej ostrożni i odrzucać wnioski kredytowe składane przez wiarygodne podmioty (Mishkin, 1998, s. 2).

Negatywna selekcja oznacza, że na skutek posiadania przez kredytodawców niepełnej informacji bądź też braku informacji na temat wiarygodności kredytowej podmiotów działających na rynku, prawdopodobieństwo uzyskania kredytu przez podmiot o znacznie niższej wiarygodności kredytowej jest większe niż przez podmiot bardziej wiarygodny. Z punktu widzenia instytucji finansowych kluczowa jest więc możliwość własnej precyzyjnej oceny sytuacji finansowej potencjalnych kredytobiorców bądź pozyskanie wiarygodnych informacji z innych źródeł (np. z agencji ratingowych). Zjawisko negatywnej selekcji jest argumentem przeciw efektywności rynku – wbrew opiniom zwolenników teorii efektywności

23 Termin ten trudno przetłumaczyć na język polski, w literaturze przedmiotu *free-riderów* nazywa się czasem „gapowiczami”. Chodzi tu o osoby, które korzystają z pewnych udogodnień na koszt innych, jako że same nie ponoszą żadnych kosztów (podróż „na gapę”).

informacyjnej rynków, informacje na rynkach nie są ani powszechnie, ani bezpłatne. I oczywiście nie są także kompletne.

Kolejnym problemem rynków finansowych jest tzw. **pokusa nadużycia**²⁴. Zjawisko pokusy nadużycia, w odróżnieniu od negatywnej selekcji, występuje po zawarciu transakcji finansowej. Po finalizacji transakcji obie zaangażowane strony również nie mają równego dostępu do informacji, np. kredytobiorca nie przekazuje kredytodawcy prawdziwych informacji, jak zamierza wykorzystać pozyskane środki finansowe, a chce je ulokować w przedsięwzięciu, które jest z punktu widzenia kredytodawcy wysoce ryzykowne. Kredytodawca być może nie zgodziłby się na finansowanie tego przedsięwzięcia, gdyby przed zawarciem transakcji miał świadomość, gdzie będą zainwestowane użyczone środki finansowe. Po zawarciu transakcji, jeśli jej warunki nie zostały szczegółowo doprecyzowane, możliwości oddziaływania kredytodawcy na decyzje kredytobiorcy są minimalne. Występuje tu klasyczny konflikt interesów – kredytodawca chce pewności terminowej spłaty długu wraz z odsetkami, kredytobiorca – jak najwyższych zysków, wiążących się często także z wyższym ryzykiem. W efekcie kredytodawcy mogą odmawiać udzielania dalszych kredytów obawiając się o bezpieczeństwo ich spłaty. Oznacza to, że inwestycje w danej gospodarce mogą się znaleźć na poziomie znacznie niższym od optymalnego (Mishkin, 1998, s. 3).

Podobnie jak negatywna selekcja, także pokusa nadużycia stanowi argument przeciw efektywności rynku – ponownie jedna ze stron kontraktu, ze względu na niepełną informację, znajduje się w gorszej sytuacji od drugiej – gdyby kredytodawca dysponował wiedzą co do przeznaczenia użyczanego przez niego kapitału, mógłby odmówić udzielenia pożyczki. Rozwiązaniem problemu zjawiska pokusy nadużycia jest wspomniane dokładnie precyzowanie warunków transakcji finansowej, w tym szczegółowe określenie przedsięwzięcia, w które mają być zainwestowane środki finansowe, oraz monitorowanie przez kredytodawcę sposobu wypełniania przez kredytobiorcę przyjętych zobowiązań. Warto jednak dodać, że niekiedy kredytodawcy świadomie podejmują ryzyko udzielając pożyczek na wysoce ryzykowne inwestycje. Ma to miejsce szczególnie w tych przypadkach, gdy zakładają oni, że pożyczki te, w razie niewypłacalności pożyczkobiorcy, zostaną spłacone przez inne podmioty (np. państwo). Jest to swoista odmiana „pokusy nadużycia”. Kapitałodawca przyjmuje założenie, że albo inwestycja przyniesie mu ponadprzeciętne zyski, albo zostanie on spłacony przez gwarantów – rzeczywistych bądź organizowanych ad hoc²⁵.

24 Tłumaczona niekiedy jako „hazard moralny” – to bezpośrednie tłumaczenie z języka angielskiego (*moral hazard*) jest mało zrozumiałe w języku polskim.

25 Sytuacja taka występuje np. w przypadku pojawienia się w danym kraju kryzysu bankowego – tracące płynność banki zasilane są w środki finansowe przez zagraniczne instytucje finansowe (bądź też MFW). Zagrożeni zagraniczni wierzyciele wywierają presję na władze kraju, w którym dokonali inwestycji, aby poprzez zdobycie pomocy finansowej na rynku międzynarodowym umożliwiono im odzyskanie zainwestowanych środków. Tak więc ich prawdziwe ryzyko jest znacznie mniejsze od szacowanego w oparciu o rating inwestycyjny kraju.

Inną przyczyną zaburzeń funkcjonowania rynków finansowych jest **działalność** tzw. *free-riderów*, czyli osób, które nie chcą angażować środków finansowych w pozyskiwanie informacji, ale pragną zyskać profity wynikające z ich posiadania. Problem działalności *free-riderów* najczęściej występuje na rynkach papierów wartościowych. Część uczestników tych rynków może dysponować informacjami wskazującymi, inwestycje w które walory mogą się okazać potencjalnie najbardziej opłacalne. *Free-riderzy* obserwują i naśladują działania tych podmiotów – jeśli kupują one dane walory, *free-riderzy* kupują je również. Jeśli zatem posiadacze informacji mają dane wskazujące, że np. walory danej spółki są niedowartościowane, zaczynają je nabywać. Obserwujący ich działania *free-riderzy* także je nabywają. W rezultacie potencjalnie niedowartościowane walory, ze względu na rosnący popyt, stają się walorami przewartościowanymi. Występuje tu klasyczny efekt przestrzelenia (*overshooting*) – ze względu na nadmierny popyt cena niedowartościowanych walorów nie zatrzymuje się na poziomie odpowiadającym ich wartości wewnętrznej, lecz zaczyna ją przewyższać. Jak wskazuje Frederic S. Mishkin (1998, s. 3), obecności *free-riderów* często towarzyszy zjawisko negatywnej selekcji, kiedy środki finansowe kierowane są nadal na zakup przewartościowanych walorów, a nie na zakup innych, potencjalnie bardziej dochodowych.

Na rynkach, na których występuje asymetria informacji, może także wystąpić tzw. **zachowanie stadne** inwestorów, które przypomina działalność *free-riderów*. W tym przypadku podmioty działające na rynku naśladują zachowania inwestorów, którzy ich zdaniem są w posiadaniu lepszych informacji od nich samych. Zasadnicza różnica między zachowaniem stadnym a działalnością *free-riderów* jest taka, że ci ostatni z założenia nie angażują się w pozyskiwanie informacji, a decyzje podejmują na podstawie obserwacji zachowań wybranych podmiotów. W przypadku zachowań stadnych inwestorzy także naśladują ruchy wybranych podmiotów, jednak nie jest to równoznaczne z ich biernością w analizowaniu dostępnych informacji. Naśladownictwo wynika tu przede wszystkim z obaw, że informacje, którymi dysponują, mogą nie być wystarczające do podjęcia trafnych decyzji. Jako przykład można podać „stadne zachowania” zagranicznych funduszy inwestycyjnych – odwrót dużych funduszy z rynku finansowego danego kraju może stanowić sygnał dla mniejszych funduszy dysponujących ograniczonymi możliwościami pozyskiwania informacji, że istnieją przyczyny, aby wycofać się z tego rynku. Zachowanie stadne może też występować w sytuacji, gdy zbiorowe działanie podejmowane przez grupę podmiotów zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia przez nich pożądanego rezultatu²⁶.

Choć teoria asymetrii informacji budzi zainteresowanie od lat²⁷, jej rozwój nastąpił po serii kryzysów walutowych i finansowych, które wstrząsnęły gospodarką

26 Np. jak wykazał w swych badaniach Obstfeld (1996, s. 1037–47), prawdopodobieństwo powodzenia ataku na stabilność danej waluty (i wymuszenia jej dewaluacji) rośnie wraz z liczbą uczestników tego ataku, pojedyncze podmioty mogą się okazać zbyt słabe, by odnieść sukces.

27 Przeglądu opracowań nt. asymetrii informacji dokonał już w 1988 roku Mark Gertler (1988, s. 559–588).

światową pod koniec lat 90. XX wieku. Jest znamienne, że ekonomiści badający zjawisko asymetrii informacji zostali uhonorowani Nagrodą Nobla dopiero w 2001 roku, kiedy teoria ta zyskała pełne potwierdzenie w dramatycznych okolicznościach przebiegu wspomnianych kryzysów. Dzięki teorii asymetrii informacji możliwe stało się wyjaśnienie specyficznych zachowań rynków finansowych, których interpretacja na gruncie teorii neoklasycznej nie była możliwa.

1.6. Rozwiązanie „drugie po najlepszym” jako argument na rzecz ograniczeń

Ponieważ zwolennicy pełnej swobody przepływu inwestycji między krajami powołują się zwykle na wnioski płynące z teorii neoklasycznej (gospodarka osiąga maksimum korzyści wówczas, gdy zostają zniesione wszelkie ograniczenia dotyczące tych przepływów), warto przeanalizować **teorię** rzadko uwzględnianą w kontekście swobody przepływu kapitału – **rozwiązania „drugiego po najlepszym”**.

Z punktu widzenia modelu neoklasycznego **najbardziej pożądanym stanem dla gospodarki jest wolna konkurencja na wszystkich jej rynkach**, która umożliwia efektywne działanie gospodarki jako całości. Gospodarka spełniająca ten warunek jest efektywna w sensie Pareto²⁸, zaś taki model jej działania zwany jest **rozwiązaniem „pierwszym najlepszym”**. Sytuacja, gdy na żadnym z rynków nie występują zakłócenia jest sytuacją optymalną, rzadko jednak występującą w praktyce. Każdy kraj ingeruje w działalność części lub wszystkich rynków, co oznacza, że przynajmniej w części gospodarki nie obowiązuje zasada wolnej konkurencji. Pojawia się pytanie, co wobec tego należy zrobić: czy przyjąć, że jeśli tylko część rynków poddana jest zakłóceniom, nie ingerujemy w rynki „wolne”, czy też należy wyrównać szanse i wprowadzić zakłócenia także na nich?

Jako pierwszy udzielił na nie odpowiedzi Paul A. Samuelson (1983, s. 252) – **„Jak należy działać, jeśli z jakichś względów warunki optimum nie są wypełniane?** Istniejąca rozbieżność w danym podzbiorze warunków optymalnych wymaga zmiany pozostałych warunków”. Samuelson nie rozwinął jednak sformułowanych przez siebie wniosków i ostatecznie za twórców teorii „drugiego po najlepszym” uważani są Richard Lipsey i Kelvin Lancaster (1956), którzy stwierdzili, że **jeśli nie można wyeliminować zakłócenia na danym rynku, nie należy ograniczać jego działania tylko do tego rynku, ale przenieść je także na inne rynki**. Tym samym doszli oni do wniosku, że w określonej sytuacji (istnienia zakłócenia na części rynków), rząd może zwiększyć ogólny poziom efektywności w całej gospodarce

28 Pojęcie to oznacza taką alokację istniejących zasobów, że niemożliwe jest dokonanie innej alokacji, która nie powodując pogorszenia sytuacji jednych podmiotów spowodowałaby jednocześnie polepszenie sytuacji innych.

poprzez wprowadzanie nowych zakłóceń, które powinny równoważyć zakłócenia już istniejące. Rozwiązanie takie zwane jest właśnie „drugim po najlepszym” – jeśli nie ma możliwości likwidacji wszystkich zakłóceń, trzeba doprowadzić do sytuacji, by wszystkie rynki były w miarę symetrycznie „zakłócone”, co w efekcie powinno równoważyć wpływ tych zakłóceń na wzajemne relacje rynków.

Najczęściej teoria „drugiego po najlepszym” rozpatrywana jest w kontekście liberalizacji obrotów handlowych, jednak korzystając z jej dorobku można także rozważać uwarunkowania liberalizacji przepływów kapitału. Zgodnie z teorią neoklasyczną pełna liberalizacja przepływów kapitałowych jest uzasadniona wówczas, gdy towarzyszy jej niezakłócone działanie pozostałych rynków, czyli gospodarka światowa jest efektywna w sensie Pareto. Idąc dalej tym tropem – jeśli gospodarki światowej nie cechuje taka efektywność, czyli poszczególne państwa wprowadzają różnego typu ograniczenia w swobodnym przemieszczaniu się kapitałów, jest uzasadnione, aby kraje nienakładające dotąd ograniczeń również mogły je zastosować, gdyż nie wpłynie to ujemnie na dobrobyt gospodarki światowej jako całości. Pojawiają się **dwie różne sytuacje uzasadniające nakładanie ograniczeń**:

- nakładanie ograniczeń na przepływy kapitału w ramach rynku wewnętrznego kraju, w którym pozostałe rynki nie funkcjonują efektywnie;
- nakładanie ograniczeń przez kraje, które napotykać na ograniczenia nakładane przez inne kraje na pozostałe rynki (np. rynek towarów czy rynek pracy) w wymiarze międzynarodowym.

W pierwszym przypadku – jeśli np. w danym kraju chroniony jest sektor produkcji określonych dóbr poprzez nałożenie na import tych dóbr ograniczeń (np. tzw. *infant industry*), wówczas pełna liberalizacja przepływu kapitału może doprowadzić do napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do tej gałęzi produkcji, które „wyprą” inwestycje krajowe, co w efekcie zniweczy plany rozwoju tego sektora w oparciu o zasoby krajowe. Ograniczenie istniejące na jednym z rynków gospodarki przełoży się więc na konieczność (przynajmniej czasowego) wprowadzenia ograniczeń na innych rynkach, aby możliwa była realizacja celów polityki gospodarczej danego kraju.

Drugi przypadek jest bardziej złożony. Gospodarka światowa może być rozpatrywana jako układ współzależnych rynków międzynarodowych – towarów, pracy i kapitału. Efektywne działanie gospodarki światowej nie oznacza zatem eliminacji zakłóceń tylko w jednym segmencie, czyli np. pełną liberalizację przepływu kapitałów w skali światowej, lecz eliminację wszystkich zakłóceń istniejących we wszystkich segmentach, czyli także na rynku pracy, czy też na rynku towarowym. Kraje rozwinięte wysuwają często argument, że wprowadzenie pełnej liberalizacji przepływu kapitałów przez kraje, które jeszcze tego nie zrobiły (czyli kraje rozwijające się) spowoduje wzrost efektywności działania ich gospodarek i gospodarki światowej. Ich podejście do liberalizacji bywa jednak zróżnicowane w odniesieniu do różnych rynków, czyli np. utrzymywane są bądź nakładane nowe ograniczenia na pozostałych rynkach – np. na rynkach pracy czy towarów.

W tej sytuacji pełna liberalizacja przepływów kapitałowych dokonana przez pozostałe kraje wcale nie jest równoznaczna z osiągnięciem przez gospodarkę światową optymalnej równowagi w sensie Pareto. Oznacza po prostu dopuszczenie do realizacji wyższych stóp zwrotu przez inwestorów pochodzących z krajów mających znaczące nadwyżki kapitałowe optujących za szybką liberalizacją, przy jednoczesnej blokadzie przez te kraje możliwości podejmowania pracy przez obywateli pozostałych krajów, czy też swobodnego eksportowania przez te kraje towarów na ich rynki (co uniemożliwia choć częściowe wyrównanie kosztów kapitału między krajami poprzez wymianę towarową i zmianę proporcji nakładów kapitału i siły roboczej). Liberalizacja przepływów kapitałowych oznacza w tej sytuacji usunięcie zakłócenia w jednym segmencie rynku przy pozostawieniu zakłóceń w innych. Bez usunięcia wszystkich istniejących ograniczeń dotyczących wszystkich rynków gospodarki światowej, nie może być mowy o przejściu na wyższy poziom efektywności i optymalizację w sensie Pareto, a co najwyżej o stworzeniu warunków do bardziej dogodnego działania wybranej grupy podmiotów.

Powyżej został wskazany pierwszy z możliwych przypadków – gdy zakłócenia występują w innych niż finansowy segment rynku. Jest jednak także druga możliwość – zakłócenia występują na rynku finansowym jako takim. Zastosowanie znajduje tu pozostająca w kontrze do teorii efektywności rynków finansowych teoria asymetrii informacji. Jeśli przyjąć, że rynki nie są efektywne i działające na nich podmioty nie mają równego dostępu do informacji wówczas mamy do czynienia z zakłóceniami występującymi wprost na rynku finansowym. Wcześniej przedstawione zostały szczegółowe uwarunkowania powstania takich sytuacji – zjawiska pokusy nadużycia czy negatywnej selekcji. Nieefektywność działania rynków finansowych może być także argumentem na rzecz wprowadzenia ograniczeń w przepływach kapitałów między krajami.

Wnioski płynące z teorii „drugiego po najlepszym” mogą stanowić argument przeciwko pełnej liberalizacji przepływu kapitału w przypadku, gdy likwidacji ograniczeń w zakresie przepływu kapitałów towarzyszy utrzymanie barier w pozostałych sektorach²⁹. W dyskusjach dotyczących zasadności pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych optymalizacja działania gospodarki światowej w sensie Pareto pojawia się jednak nader rzadko – rynki finansowe traktowane są jako odrębna całość, nie zaś jako część gospodarki światowej wchodząca w interakcje z pozostałymi sektorami.

²⁹ Jak zauważyli Barry J. Eichengreen i Albert Fishlow (1996, s. 52), międzynarodowe przepływy kapitałowe są zjawiskiem pozytywnym, jednak w świecie, w którym panują zakłócenia niezbędne mogą być pewne działania interwencyjne, aby ograniczyć siłę oddziaływania zakłóceń.

1.7. Równowaga zewnętrzna w gospodarce światowej

Teoretyczne uzasadnienie swobody przepływów inwestycji może być także rozpatrywane z punktu widzenia działania mechanizmu wyrównawczego w międzynarodowym systemie walutowym. **Mechanizm wyrównawczy** to mechanizm niwelacji nierównowag występujących między krajami gospodarki światowej (likwidacja deficytów/nadwyżek notowanych na rachunkach transakcji obrotów bieżących bilansu płatniczego). W każdym z dotychczas działających międzynarodowych systemów walutowych działał inny rodzaj mechanizmu wyrównawczego, inna była także skuteczność działania tego mechanizmu. Uwarunkowania funkcjonowania mechanizmu w poszczególnych okresach działania międzynarodowego systemu walutowego można w sposób ogólny przedstawić przy wykorzystaniu keynesowskiego paradygmatu trójkąta niemożliwego.

W **systemie waluty złotej** występował system kursów stałych (opartych na złotych parytetach) oraz swoboda przepływu złota i kapitałów w skali międzynarodowej. Niwelacja deficytów/nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących krajów odbywała się poprzez przepływy złota (oraz kapitału) między krajami – zmiana podaży pieniądza na rynku wewnętrznym przyczyniała się do zmiany pozycji konkurencyjnej kraju na rynku międzynarodowym – wzrost konkurencyjności (wywołany spadkiem podaży pieniądza, a przez to spadkiem cen na rynku wewnętrznym) oznaczał wzrost eksportu danego kraju i redukcję deficytu rachunku obrotów bieżących, natomiast spadek konkurencyjności (wzrost podaży pieniądza i cen) odpowiednio redukcję nadwyżki. Warunkiem skutecznego działania mechanizmu wyrównawczego w goldstandardzie była swoboda przepływu złota i kapitału w skali międzynarodowej. Równowaga wewnętrzna była pochodną równowagi zewnętrznej – kraje nie prowadziły aktywnej polityki na rynkach wewnętrznych. W systemie kursów parytetowych (nie było możliwości stymulowania konkurencyjności kraju poprzez dostosowania kursowe) swoboda przepływu złota i kapitału była warunkiem *sine qua non* możliwości osiągnięcia równowagi w układzie gospodarki światowej.

Zaburzenia działania w tym systemie (**okres międzywojenny XX w.**) nie zostały spowodowane przez swobodny przepływ środków finansowych między krajami, a przez działania podjęte przez część krajów, które zakłócały efektywne funkcjonowanie mechanizmu wyrównawczego. Do działań tych można zaliczyć sterylizowanie napływających zasobów złota³⁰ oraz przeprowadzanie dewaluacji

30 Kraj „nadwyżkowy”, do którego napływa złoto, powinien zwiększyć podaż pieniądza na rynku co spowodowałoby wzrost cen wewnętrznych i spadek konkurencyjności jego produktów na rynku międzynarodowym. Spadek eksportu oznaczałby jednak spadek produkcji i zatrudnienia – czyli właśnie wspomniane poświęcenie równowagi na rynku wewnętrznym na rzecz odzyskania równowagi w relacjach zewnętrznych. Kraj „deficytowy”, w którym spadają ceny nie zwiększa konkurencyjności, co oznacza, że nie redukuje swojego deficytu.

w celu podniesienia pozycji konkurencyjnej. W okresie międzywojennym ze względu na niedostateczne zasoby złota tylko niektóre kraje mogły powrócić do goldstandardu w czystej postaci, co także wpłynęło na efektywność działania mechanizmu wyrównawczego. Z punktu widzenia problematyki analizowanej w pracy istotne są dwa wnioski: 1) mechanizm wyrównawczy działa sprawnie tylko wtedy, gdy wszyscy uczestnicy systemu przestrzegają jego zasad; 2) swoboda przepływu kapitału nie może być w tej sytuacji postrzegana jako element zaburzający sprawne działanie systemu – w okresie międzywojennym system *de facto* już nie istniał³¹.

W **systemie z Bretton Woods** działanie mechanizmu wyrównawczego wyglądało całkiem odmiennie. Wynikało to wprost z zasad działania systemu – utrzymane zostały co prawda stałe relacje kursowe, priorytetem stało się jednak osiągnięcie przez kraje równowagi na rynku wewnętrznym. Pełna swoboda przepływu kapitału mogłaby prowadzić do ciągłych napięć w systemie kursowym i konieczności podejmowania przez władze monetarne krajów działań interwencyjnych na rynkach walutowych. W systemie z Bretton Woods przyjęto zasadę dokonywania okresowych korekt stałych relacji kursowych na drodze rewaluacji/dewaluacji, gdy w krajach występowała istotna nierównowaga bilansu płatniczego. Efektywność tego rozwiązania była jednak ograniczona. Przede wszystkim kraje „nadwyżkowe” nie były zainteresowane rewaluacją swoich walut, która spowodowałaby spadek konkurencyjności ich eksportu, co znalazłoby odzwierciedlenie w kształtowaniu się wielkości produkcji i zatrudnienia na rynku krajowym. Oczekiwania na dewaluację/rewaluację wywoływały napięcia na rynkach walutowych, natomiast skuteczność barier nakładanych na przepływy kapitałowe okazała się ograniczona. Zasady działania systemu z Bretton Woods uzasadniały jednak nakładanie ograniczeń na przepływy kapitałowe.

W **systemie wielodewizowym** kraje zyskały swobodę działania, jeśli chodzi o dobór elementów „trójkąta” – ich wspólną cechą jest prowadzenie aktywnej polityki na rynkach wewnętrznych, pozostałe elementy są zmienne (kraje prowadzą politykę kursów stałych lub płynnych, mają/nie mają zliberalizowane przepływy inwestycyjne). Wiodące (rozwinęte) kraje gospodarki światowej prowadzą politykę kursów płynnych przy zliberalizowanych przepływach finansowych. W tej sytuacji proces osiągania równowagi pomiędzy głównymi podmiotami gospodarki światowej powinien dokonywać się poprzez ciągłe rynkowe zmiany dostosowawcze relacji kursowych stymulowane przepływami kapitałowymi. Kraje „nadwyżkowe”, w których eksport jest wyższy od importu, powinny doświadczać aprecjacji kursów walut krajowych, jako że podaż walut obcych na rynku krajowym jest wyższa od popytu na te waluty. Kraje „deficytowe” przeciwnie – w ich przypadku podaż walut obcych uzyskanych z eksportu jest mniejsza niż popyt zgłaszany przez importerów. Aprecjacja kursów walutowych powinna prowadzić do pogorszenia

31 Np. wbrew założeniom dotyczącym braku aktywnej polityki pieniężnej na rynkach wewnętrznych kraje ogarnięte kryzysem okresu 1929–1933 prowadziły restrykcyjną politykę pieniężną.

pozycji konkurencyjnej danego kraju, a deprecjacja – do polepszenia tej pozycji (pod warunkiem, że ceny na rynku wewnętrznym wyrażone w walucie krajowej nie ulegają zmianie). Mechanizm powinien zapewniać automatyczną korektę stanów nierównowag między krajami, bez ingerencji władz administracyjnych krajów członkowskich. Tak się jednak nie dzieje³². Swoboda przepływu kapitału przy zmiennych kursach walutowych i aktywnej polityce pieniężnej (która w sposób bardzo istotny oddziałuje na przepływy kapitałowe i kształtowanie się kursów walutowych poprzez realizację warunku parytetu stopy procentowej) nie zapewnia powrotu do stanu równowagi w skali globalnej. Czynnikiem zaburzającym sprawne działanie mechanizmu jest również, podobnie jak w okresie międzywojennym XX wieku, przyjęcie niejednorodnych zasad działania we wszystkich krajach członkowskich.

Ponieważ, jak wspomniano, kraje nie rezygnują z aktywnego oddziaływania na rynki wewnętrzne (przede wszystkim poprzez politykę pieniężną – coraz więcej krajów realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego), generalnie muszą dokonać wyboru pomiędzy stabilizacją kursu walutowego i utrzymaniem ograniczeń wobec przepływu kapitału a możliwością upłynnienia kursu i zniesienia ograniczeń. W sytuacji wyboru różnych rozwiązań przez kraje mechanizm wyrównawczy nie może działać skutecznie, co oznacza, że jego działanie nie prowadzi do niwelacji nadwyżek/deficytów na rachunkach obrotów bieżących poszczególnych krajów. Możliwości podejmowania efektywnych działań w celu redukcji nadwyżki lub deficytu bilansu obrotów bieżących nie są zaś, wbrew założeniom teoretycznym, jednakowe dla wszystkich krajów gospodarki światowej. Zauważył to Janusz Bilski (2006, s. 254):

Podział na kraje o strukturalnych deficytach w obrotach handlowych i kraje nadwyżkowe pokrywa się w dużym stopniu z podziałem na peryferia i centrum (wyjątkiem są Stany Zjednoczone). Kryterium rozróżniającym jest możliwość prowadzenia aktywnej (autonomicznej) polityki gospodarczej [...]. Kraje centrum mają takie możliwości; kraje peryferyjne – nie. Kraje peryferyjne absorbują nierównowagę zewnętrzną państw centrum. Jest to zawsze działanie jednokierunkowe. Specyfika relacji polega na tym, że duża część procesów dostosowawczych dokonuje się na obrzeżach gospodarek państw centrum i zawsze wewnątrz gospodarek peryferyjnych. Pasem transmisyjnym są transfery kapitałowe.

32 Przede wszystkim warunek „domknięcia” bilansu płatniczego oznacza, że kraje mające nadwyżki na rachunku obrotów bieżących lokują je na rynkach innych krajów, w tym krajów deficytowych. Kraj nadwyżkowy dokonuje inwestycji we własnej walucie, co oznacza, że zmniejsza podaż na rynku krajowym, przez co powstrzymywana jest presja aprecjacyjna jej kursu. Do kraju deficytowego napływają więc inwestycje w walutach obcych, które zamieniane są dalej na jego walutę krajową – w efekcie kurs waluty krajowej umacnia się. Zamiast oczekiwanej deprecjacji pojawia się więc aprecjacja, tym silniejsza, im większy strumień kapitałów zagranicznych napływa na rynek krajowy. W sytuacji, gdy w gospodarce światowej zaczynają dominować przepływy kapitałowe niezwiązane z obrotem handlowym, mechanizm wyrównawczy przestaje działać sprawnie. Warunkiem jego efektywnego działania są bowiem korekty kursowe wynikające z kształtowania się salda obrotów bieżących, które nie następują.

Jeśli hipoteza ta jest prawdziwa, **zdecydowana większość krajów funkcjonujących w gospodarce światowej nie może *de facto* przeciwdziałać niekorzystnej sytuacji w ich bilansach płatniczych**. Oznacza to, że mimo podejmowanych wysiłków nie są one w stanie zrównoważyć bilansów obrotów bieżących, są uzależnione od sytuacji panującej w otoczeniu zewnętrznym, a dokładnie rzecz ujmując – w krajach centrum. Kraje peryferyjne mogą być zatem uzależnione od napływu kapitału z krajów centrum i napływ ten jest warunkiem *sine qua non* stabilności finansowej ich gospodarek. Zmiana poziomu stóp procentowych (jedna z możliwości „przyciągnięcia” kapitału zagranicznego) pociąga za sobą dostosowawcze zmiany kursów walutowych, które wpływają na dochodowość inwestycji podejmowanych na rynkach zagranicznych. Międzynarodowy rynek finansowy dąży do stanu równowagi, która jest osiągana dzięki realizacji warunku parytetu stóp procentowych. Ponieważ warunek ten mieści w sobie wartości oczekiwane (zarówno co do kursu walutowego, jak i stopy procentowej), oznacza to, że wraz ze zmianą tych wartości następują bieżące dostosowania na rynkach finansowych, które czynione są poprzez ciągle dostosowawcze ruchy kapitałów. Kraje peryferyjne muszą stworzyć takie warunki, by kapitał wyrównujący deficyt bilansu płatniczego napływał na ich terytorium. Struktura napływającego kapitału bywa w tym przypadku kwestią drugorzędną. Priorytetem jest domknięcie ujemnej pozycji bilansu płatniczego.

Okres efektywnego działania mechanizmu wyrównawczego o charakterze rynkowym zakończył się wraz z upadkiem systemu waluty złotej. Jak wskazuje Eugeniusz Najlepszy (2008, s. 13–24), stany nierównowagi płatniczej, które zaczęły z różnym natężeniem narastać między krajami od tego momentu, spowodowały wykształcenie się trzech modeli teoretycznych wyjaśniających przyczyny powstawania nadmiernych deficytów³³ na rachunkach obrotów bieżących krajów:

- **modelu elastycznościowego** kładącego nacisk na niedostateczną konkurencyjność międzynarodową danego kraju (kluczowym elementem jest w nim warunek Marshalla-Lernera definiujący możliwości poprawienia pozycji konkurencyjnej poprzez skutecznie przeprowadzoną dewaluację);
- **modelu absorpcyjnego** wskazującego na problem istnienia nadmiernych wydatków krajowych w stosunku do osiągniętego dochodu krajowego (polityka makroekonomiczna kraju „deficytowego” powinna ewoluować głównie w dwóch kierunkach – zwiększania dochodu krajowego w stosunku do poziomu krajowej absorpcji bądź zwiększania oszczędności krajowych w stosunku do zamierzonych inwestycji krajowych);
- **modelu monetarnego**, który uwzględnia rolę wszystkich komponentów bilansu płatniczego (czyli rachunków obrotów bieżących, kapitałowych i finansowych), natomiast kluczowe znaczenie dla równoważenia sald bilansu płatniczego przypisuje zmianom poziomu rezerw walutowych – nadwyżka podaży pieniądza krajowego prowadzi do odpływu rezerw walutowych (deficytu płatniczego), zaś nadwyżka popytu na pieniądź krajowy prowadzi do napływu rezerw walutowych (nadwyżki płatniczej).

33 Zjawisko nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących nie jest uważane za niebezpieczne dla krajów, stąd brak potrzeby identyfikacji środków zapobiegawczych.

Zdaniem Najlepszego żaden ze wskazanych modeli nie wyjaśnia w sposób zadowalający mechanizmów przywracania równowagi w bilansach płatniczych. Jest to przyczyna pojawienia się **modelu strukturalnego**, który analizuje funkcjonowanie mechanizmu dostosowawczego przede wszystkim w kontekście wzrostu gospodarczego³⁴. Kształtowanie się wartości sald bilansów obrotów bieżących jest ważne, ponieważ pojawienie się stanu istotnej nierównowagi w układzie globalnym (narastanie deficytów i nadwyżek na rachunku obrotów bieżących w bilansach wiodących podmiotów gospodarki światowej) zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia nagłych i znaczących przepływów kapitałowych o charakterze wyrównawczym. Aby jednak takie dostosowania mogły mieć miejsce, niezbędna jest swoboda przepływu kapitału – poszukujące korzystnych lokat kapitały przepływają przez rachunek obrotów finansowych ze zbliżoną intensywnością, z jaką przepływają w tych samych okresach płatności wynikające z transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących – równowaga zewnętrzna dostosowuje się do tempa wzrostu gospodarczego danego kraju (Najlepszy, 2008, s. 33–34).

Odmienność podejścia do działania mechanizmów wyrównawczych w systemie z Bretton Woods (teoria absorpcyjna) i w systemie wielodewizowym (teoria monetarna) obrazuje zestawienie zawarte w tabeli 1.2.

Tabela 1.2. Osiągnięcie równowagi bilansu płatniczego: teoria absorpcyjna i teoria monetarna – porównanie

Wyszczególnienie	Teoria absorpcyjna	Teoria monetarna
Założenie	Niepełna integracja rynków finansowych	Pełna integracja rynków finansowych
Główny instrument polityki dostosowawczej	Dewaluacja	Polityka monetarna banku centralnego
Podstawowy problem polityki dostosowawczej	Jak przeciwdziałać inflacji wywołanej dewaluacją	Jak uniknąć spadku poziomu rezerw dewizowych
Metoda przywracania równowagi bilansu płatniczego	Dewaluacja plus polityka stabilizacyjna	Kontrola podaży pieniądza
Warunek skuteczności	Właściwe dobranie skali dewaluacji i odpowiedniego poziomu restrykcji finansowych (dzięki wcześniejszemu oszacowaniu wpływu dewaluacji na popyt krajowy), tak aby nie wystąpiło nadmierne zakłócenie równowagi wewnętrznej (spadek produkcji i dochodów realnych)	Dostosowanie akcji kredytowej banków do zmian zachodzących w bilansie płatniczym (wielkość akcji kredytowej musi być na tyle ograniczona, by przedsiębiorstwa krajowe były zmuszone więcej eksportować lub więcej pożyczać za granicą)

Źródło: Stawiński 1992, s. 34–35.

34 Szerzej na ten temat: Najlepszy, 2008, s. 24–27.

Warto podkreślić odmienne podejście wskazanych teorii do kwestii wypracowywania nadwyżek koniecznych do zrównoważenia bilansu płatniczego. W przypadku teorii absorpcyjnej punkt ciężkości przesuwa się w kierunku bilansu obrotów bieżących – dewaluacja ma zwiększyć konkurencyjność eksportu i ograniczyć import. W teorii monetarnej całkiem odmiennie – punktem kluczowym jest tu osiągnięcie nadwyżki na rachunku obrotów finansowych – czyli zrównoważenie deficytu bilansu płatniczego przez napływające zagraniczne inwestycje finansowe. Jeśli można relatywnie łatwo uzyskać nadwyżkę w bilansie obrotów finansowych (np. podnosząc stopę procentową) oznacza to, że problem zrównoważenia bilansu obrotów bieżących traci na znaczeniu. Stąd też akceptacja w systemie wielodewizowym ujemnych sald bilansu obrotów bieżących obecnych w krajach rozwijających się – kraje te korzystają z zasobów krajów wypracowujących nadwyżki finansowe w dwójnasób – utrzymując ujemne saldo bilansu obrotów bieżących (więcej importując niż eksportując) i dodatnie saldo bilansu obrotów finansowych (importując więcej kapitału zagranicznego na rynek krajowy niż eksportując kapitału krajowego na rynki zagraniczne). Jest to o tyle istotna konstatacja, że pokazuje uzasadnienie dla prowadzenia przez kraje rozwijające się polityki utrzymywania ujemnego salda obrotów bieżących, warunkiem koniecznym jest jedynie stwarzanie klimatu zachęcającego inwestorów zagranicznych do kapitałowego zaangażowania na ich rynkach.

Reasumując, **wolumen i kierunek przepływów kapitałowych w międzynarodowym systemie walutowym są wprost uzależnione od sytuacji w bilansach obrotów bieżących** poszczególnych krajów i w tym znaczeniu możliwość korekty nierównowag występujących między krajami jest zależna od stopnia swobody przepływów kapitałowych. Ograniczenia nakładane na przepływy kapitałowe zmniejszają skuteczność działania mechanizmu wyrównawczego.

Rozdział 2

Uwarunkowania swobody międzynarodowych przepływów finansowych

Teoria ekonomii nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy swoboda transgranicznych przepływów inwestycji jest dla krajów korzystna, czy też nie. Historia rozwoju międzynarodowego systemu walutowego dowodzi jednak, że podmioty gospodarcze preferują taką swobodę, zatem argumentów na jej rzecz należy poszukiwać nie tylko w teorii, ale także w praktyce życia gospodarczego. Celem rozdziału drugiego jest przedstawienie uwarunkowań przepływu inwestycji w skali globalnej. Na początku zostaną scharakteryzowane determinanty tych przepływów, następnie ograniczenia, którym mogą one podlegać – rodzaje, skutki, jakie ze sobą niosą dla rynków krajowych, oraz efektywność ich działania. W kolejnej części omówiona zostanie sekwencja działań liberalizacyjnych, a w ostatniej przedstawione zostaną potencjalne koszty i korzyści wynikające ze swobody transgranicznego przepływu inwestycji.

2.1. Swoboda przepływów kapitałowych a globalizacja rynków finansowych

W przeciwieństwie do podmiotów gospodarczych, które oczekują wolności wyboru w zakresie możliwości podejmowania decyzji inwestycyjnych, kraje nie zawsze uważają swobodę przepływów inwestycji za korzystną dla ich gospodarek. Okresy, w których dominuje podejście proliberalizacyjne, przeplatają się zatem z okresami stosowania ograniczeń. Znoszeniu barier w zakresie przepływów finansowych towarzyszą zwykle działania liberalizacyjne podejmowane w odniesieniu do innych sektorów. Likwidacja barier dostępu do rynków krajowych prowadzi do wzrostu

powiązań i współpracy gospodarczej krajów w wymiarze globalnym. Liberalizacja przepływów finansowych wpisuje się w proces globalizacji gospodarki światowej, a konkretnie – globalizacji rynków finansowych.

Globalizacja jako taka jest definiowana jako dążenie do pogłębienia integracji i wzajemnych współzależności między krajami i regionami gospodarki światowej, szczególnie poprzez handel i przepływy środków finansowych (Commission, 2002, s. 17; IMF, 2000, s. 2). Analogicznie, **globalizacja rynków finansowych** może być postrzegana jako postępująca integracja rynków finansowych, której efektem jest wzrost wzajemnych powiązań między rynkami i podmiotami działającymi na tych rynkach. Globalizacja rynków finansowych nie jest tożsama z integracją rynków finansowych (Prasad et al., 2003, s. 7). Globalizacja rynków finansowych to proces wzrostu wzajemnych współzależności między krajami, będących rezultatem m.in. rosnących transgranicznych przepływów środków finansowych. **Integracja finansowa** odnosi się tymczasem do związków tworzonych przez grupy krajów w obrębie ich rynków finansowych. Bilski (2006, s. 220) wskazuje, że integracja finansowa może mieć **charakter regionalny bądź międzynarodowy**. Integracja finansowa o charakterze międzynarodowym oznacza powstanie coraz silniejszych więzi między rynkami finansowymi poszczególnych krajów a międzynarodowym rynkiem finansowym, natomiast integracja finansowa o charakterze regionalnym oznacza pogłębianie więzów między rynkami finansowymi grupy krajów.

Zależność między tymi dwoma procesami jest istotna, choć raczej jednokierunkowa – nasilenie procesów globalizacji może skutkować wzrostem procesów integracyjnych w skali światowej. Trudno jednak znaleźć argumenty przemawiające za istnieniem zależności odwrotnej – nasilenie procesów integracji w skali światowej nie prowadzi do wzrostu poziomu globalizacji, a regionalizacji. Tym samym, chociaż pojęcia „globalizacja” i „integracja” w kontekście rynku finansowego bywają używane wymiennie, jest to podejście błędne.

Procesy integracyjne rozpatruje się najczęściej w kontekście regionalnym, nie międzynarodowym, w przeciwieństwie do globalizacji, która, jak sama nazwa wskazuje, ma charakter globalny. **Integrację regionalną** można najogólniej zdefiniować jako spadek poziomu wzajemnej protekcji wobec danego rynku/rynków krajów członkowskich, czyli wewnątrz integrującego się ugrupowania, i utrzymanie lub wzrost stopnia protekcji względem krajów spoza ugrupowania (np. UE, NAFTA). Globalizacja, w przeciwieństwie do regionalizacji, obejmuje swym zasięgiem wszystkie kraje, które likwidują bariery dostępu do własnych rynków, niekoniecznie zaś przyjmują formalne zobowiązanie zacieśnienia wzajemnej współpracy. Konsekwencje płynące z integracji o charakterze regionalnym dla krajów integrujących się i krajów trzecich są najbardziej widoczne w zmianach dotyczących regulacji odnoszących się do swobody przepływów towarowych. W gospodarce światowej nie występuje regionalna liberalizacja przepływów kapitałowych na wzór liberalizacji przepływów towarowych, której celem byłoby dyskryminacyjne traktowanie krajów trzecich, chyba że sytuacja taka jest pochodną realizacji innego celu, np. tworzenia wspólnego rynku czy unii monetarnej (przykład strefy euro).

Trudność jednoznacznego zdefiniowania pojęcia „integracja” ujawnia się przy okazji rozgraniczania znaczenia pojęć – integracja finansowa *de iure* i integracja finansowa *de facto*. **Integracja finansowa *de iure*** wiąże się z poziomem eliminacji przeszkód natury prawnej na drodze integracji rynków finansowych, w tym głównie w zakresie liberalizacji obrotów finansowych¹. **Integracja finansowa *de facto*** odnosi się do stopnia rzeczywistych powiązań istniejących między rynkami finansowymi poszczególnych krajów, a jej poziom mierzony jest przy wykorzystaniu tzw. wskaźników otwartości finansowej. Zależność między tymi dwoma rodzajami integracji teoretycznie powinna być dodatnia i jednokierunkowa, czyli wzrost poziomu integracji *de iure* powinien oznaczać wzrost poziomu integracji *de facto*. Może się jednak zdarzyć, że kraje o niskim stopniu formalnej liberalizacji przepływów kapitałowych notują relatywnie wysoką wartość przepływów rzeczywistych (np. kraje Ameryki Płd.), natomiast kraje o wysokim stopniu formalnej liberalizacji ich nie doświadczają (np. niektóre kraje afrykańskie) (Prasad et al., 2003). Niemniej jednak przypadki, gdy prawidłowość ta nie występuje, należy uznać za wyjątek, nie za regułę.

Swoboda przepływów finansowych jest warunkiem koniecznym globalizacji rynków finansowych. Towarzyszą jej inne elementy, do których można zaliczyć (Oręziak, 2003, s. 4–6):

- 1) wzrost powiązań między gospodarkami poszczególnych krajów, stymulowany m.in. rozwojem międzynarodowej działalności przedsiębiorstw, co przyczynia się do zachodzenia zmian na rynkach finansowych;
- 2) liberalizację krajowych rynków finansowych, na którą składają się: wspomniana liberalizacja przepływów finansowych i liberalizacja sektora usług finansowych;
- 3) deregulację w sektorze usług finansowych;
- 4) rosnącą konkurencję między instytucjami finansowymi i wzrost obecności tych instytucji na rynkach międzynarodowych;
- 5) postęp technologiczny w dziedzinie usług informatycznych i telekomunikacyjnych;
- 6) przemiany zachodzące na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym narastające zjawisko dezintermediacji² i tworzenie innowacyjnych instrumentów finansowych.

1 Przy czym, jeśli chodzi o liberalizację przepływów kapitałowych, to mowa tu przede wszystkim o integracji tzw. negatywnej (zgodnie z klasyfikacją Jana Tinbergena (1954), takiej, która postępuje dzięki likwidacji istniejących ograniczeń natury prawnej – w odróżnieniu od integracji o charakterze pozytywnym, gdy kraje wypracowują wspólne regulacje prawne prowadzące do harmonizacji zasad działania ich rynków). W tym kontekście, bez elementów integracji pozytywnej, integracja *de iure* może przenikać się znaczeniowo z globalizacją.

2 Pod pojęciem „dezintermediacja” rozumiane jest stopniowe wypieranie instytucji bankowych z roli tradycyjnych pośredników między kapitałodawcami i kapitałobiorcami. Strony transakcji spotykają się bezpośrednio na rynku kapitałowym, kapitałodawcy dokonują też samodzielnego wyboru przedsięwzięcia, w które chcą zainwestować środki finansowe.

Globalizacja rynków finansowych jest rezultatem wzajemnego współdziałania powyższych elementów, ocena roli poszczególnych czynników w tym procesie jest jednak trudna. Punktem wyjścia globalizacji są niewątpliwie szeroko zakrojone działania liberalizacyjne i deregulacyjne, gdyż bez nich w ogóle nie można rozpatrywać kwestii globalnego scalania gospodarek krajowych. Dopiero w efekcie liberalizacji dostępu do rynków krajowych pojawiają się możliwości działania korporacji transnarodowych, w tym również instytucji finansowych. Instytucje te konkurując między sobą na rynkach międzynarodowych oferują coraz wyższy standard usług, niższe ceny i nowocześniejsze produkty finansowe, co pozytywnie oddziałuje na jakość i koszt usług świadczonym klientom. Cechą współczesnej ery globalizacji jest także szybkość dokonywania transakcji finansowych przy wykorzystaniu m.in. pieniądza elektronicznego w skali globalnej. Nie byłoby to możliwe bez postępu teleinformatycznego i szerokiego dostępu nie tylko instytucji, ale także osób fizycznych, do zaawansowanego technologicznie sprzętu i oprogramowania.

Trzeba podkreślić, że **globalizacja rynków finansowych nie jest zjawiskiem jednoznacznie pozytywnym**³. Wnioski płynące z badań empirycznych nie potwierdzają istnienia bezpośredniego związku między globalizacją finansową a wzrostem gospodarczym, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się (Prasad et al., 2003). Jak wskazali Facundo Abraham i Sergio L. Schmukler (2017, abstract), „choć globalizacja finansowa przyniosła kilka korzystnych zmian, jej efekty netto i skutki uboczne dla wszystkich uczestniczących w niej gospodarek nie zostały jeszcze zrozumiane”. Barry J. Eichengreen et al. (2021, s. 4) zauważyli, że badania sugerują, że „nierówność mierzona współczynnikiem Giniego wzrosła wraz z globalizacją finansową zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. [...] Najwyraźniej, nawet gdy globalizacja finansowa wspiera wzrost gospodarczy, może być on nierówny, w zależności od sytuacji i okoliczności”.

Negatywnym przejawem globalizacji finansowej są także okresowe zaburzenia stabilności rynków finansowych w wymiarze krajowym bądź globalnym. W literaturze przedmiotu pojawiają się dwie hipotezy objaśniające źródła takiej destabilizacji (Wei, 2005): hipoteza struktury (*a composition hypothesis*) i hipoteza progu (*a threshold hypothesis*).

Zgodnie z **hipotezą struktury**, z punktu widzenia kraju, do którego napływają środki finansowe bardzo istotne znaczenie ma struktura tych napływów⁴. Przepływy kapitału nie są traktowane jako homogeniczne (jak przyjęto w teorii neoklasycznej), a zostają przyporządkowane do kategorii tj.: inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, kredyty prywatne i pomoc publiczna. Wnioski płynące z badań wskazują, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne i inwestycje portfelowe zdają się wywierać pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (Bekaert et al., 2005, s. 3–55), natomiast nie ma takiej zależności w przypadku zagranicznych

3 Negatywne konsekwencje globalizacji rynków finansowych dla krajów gospodarki światowej zostały szeroko omówione przez Fernando Bronera i Jaume Venturę (2016).

4 Potwierdzają to także badania Eichengreena et al. (2021).

prywatnych kredytów i zagranicznej pomocy publicznej (Rajan i Subramanian, 2005). Poszczególne kategorie przepływów inwestycji nie mogą być więc traktowane wymiennie, natomiast ich właściwe proporcje (relatywnie wysoki udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych i relatywnie niski krótkoterminowych kredytów zagranicznych) stają się istotnym czynnikiem warunkującym stabilność finansową kraju importującego kapitał⁵.

Według **hipotezy progowej** kraj, aby uzyskać korzyści z włączenia się w proces globalizacji finansowej, musi spełniać określone warunki, które definiowane są jako próg oddzielający obszar zwiększonej podatności na kryzysy i niższego wzrostu gospodarczego od obszaru potencjalnych korzyści. Do warunków tych należy przede wszystkim zaliczyć jakość instytucji publicznych (np. odpowiednie regulacje prawne, efektywny nadzór, niski poziom korupcji, itp.) oraz określony poziom kapitału ludzkiego (odpowiedni zasób wykształconych kadr) (Wei, 2005, s. 3). W razie nieosiągnięcia takiego minimum, napływ kapitału zwiększa ekspozycję kraju na ryzyko wybuchu kryzysu walutowego, pojawia się także brak możliwości wykorzystania napływających środków finansowych w sposób sprzyjający rozwojowi kraju. Niewypełnienie przez kraj warunków progowych skutkuje wzrostem ryzyka inwestycyjnego, a to przyczynia się do niekorzystnych zmian w strukturze napływającego kapitału – rośnie udział krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego, maleje zaś udział prorozwojowego kapitału inwestycyjnego.

Włączenie się kraju w procesy globalizacji finansowej nie oznacza zatem automatycznego wzrostu jego dobrobytu⁶. Wręcz przeciwnie – niedostateczne przygotowanie kraju do udziału w globalizacji może przynieść więcej strat niż korzyści, przynajmniej w krótkim okresie. Przedstawione hipotezy stanowią próbę objaśnienia źródła zagrożeń związanych z globalizacją finansową. Hipotezy te są ze sobą ściśle powiązane i powinny być rozpatrywane łącznie. Hipoteza progowej wskazuje na konieczność wypełnienia przez kraj określonych warunków brzegowych, natomiast hipoteza struktury podkreśla znaczenie kompozycji napływającego kapitału z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. Kraj, który nie wypełnia warunków progowych, nie może oczekiwać korzystnej struktury napływających środków finansowych.

5 Słuszność tej hipotezy potwierdzili Gian-Maria Milesi-Ferretti i Cédric Tille (2011), którzy wskazali, że w następstwie kryzysu 2008+ kraje w zróżnicowany sposób odczuły jego konsekwencje wynikające z ograniczenia globalnych przepływów kapitałowych. Jedną z kluczowych determinant tego ograniczenia była właśnie struktura kapitału napływającego do danego kraju.

6 Już w 2004 roku Eswar S. Prasad et al. (2004) ustalili, że po pierwsze – brakuje niepodważalnych dowodów wskazujących na istnienie związku między globalizacją finansową a wzrostem gospodarczym, po drugie – kraje rozwijające się mogą odnieść korzyści z globalizacji finansowej tylko wówczas, gdy spełnią określone warunki.

2.2. Determinanty przepływów inwestycji w gospodarce światowej

Za warunek konieczny wdrożenia swobody przepływów finansowych należy uznać likwidację barier natury prawnej. Zmiany regulacji prawnych mogą jednak nie wpłynąć na kierunki lub/i wartość środków finansowych przepływających między krajem a jego otoczeniem zewnętrznym w oczekiwanym przez kraje stopniu. Pojawiają się dwa pytania:

1. Jakie czynniki decydują o kierunkach i wartości przepływów kapitałowych w skali globalnej?
2. Dlaczego kapitał płynie do części krajów znacznie chętniej niż do innych?

Czynniki⁷, warunkujące przepływy transgranicznych środków finansowych, dzielone są na dwie główne grupy:

1. **Czynniki o charakterze wewnętrznym**, endogenicznym (*pull*) – ich kształtowanie jest uzależnione od kraju, do którego ma napłynąć kapitał zagraniczny.
2. **Czynniki o charakterze zewnętrznym**, egzogenicznym (*push*) – ich kształtowanie jest niezależne od kraju inwestycji i wynika z sytuacji panującej w otoczeniu zewnętrznym.

Kolejna klasyfikacja czynników za kryterium podziału przyjmuje horyzont czasowy inwestycji. Zgodnie z tą klasyfikacją inne czynniki stymulują **krótkookresowe**, a inne **długookresowe przepływy kapitału**. Obie te klasyfikacje mogą przenikać się wzajemnie. Fakt ten jest szczególnie widoczny w przypadku czynników o charakterze wewnętrznym, czyli tych, które powodują, że dany kraj postrzegany jest przez inwestorów zagranicznych jako atrakcyjne miejsce lokowania środków finansowych.

Do **czynników wewnętrznych o charakterze ogólnym**, sprzyjającym napływowi kapitału zagranicznego na rynek wewnętrzny kraju, można zaliczyć:

- **poziom rozwoju gospodarczego kraju** mierzony wartością PKB per capita, określający nie tylko jego bieżącą sytuację gospodarczą, ale także możliwości wzrostu;
- **poziom długu zagranicznego** (w tym szczególnie o charakterze krótkoterminowym) w odniesieniu do rezerw dewizowych – w krajach wysoko zadłużonych rośnie ryzyko niewypłacalności, które może oznaczać pojawienie się w danym kraju kryzysu płynności i/lub kryzysu walutowego;
- **przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego** (*corporate governance*) – zmniejsza ryzyko dokonywania inwestycji w danym kraju;
- **poziom rozwoju systemu finansowego** kraju mierzony udziałem aktywów tego systemu (zwykle uwzględnia się sumę aktywów sektora bankowego i wartości kapitalizacji rynku papierów wartościowych) w PKB kraju;

⁷ Szerzej na ten temat: Koepke, 2019.

- **stabilność systemu finansowego** – stabilność taka wpływa na postrzeganie kraju jako bezpiecznego miejsca dokonywania inwestycji;
- **efektywność systemu finansowego** – zakłada się, że inwestowane środki finansowe powinny płynąć do potencjalnie najbardziej dochodowych przedsięwzięć, kwestia ta jest szczególnie istotna w przypadku kredytów zagranicznych transmitowanych do gospodarek krajowych poprzez krajowe systemy bankowe;
- **poziom rozwoju infrastruktury** – rzecz dotyczy nie tylko infrastruktury organizacyjnej rynków finansowych, ale także szeroko rozumianej infrastruktury gospodarczej, tj. sieć dróg i autostrad, dostęp do telefonu i Internetu, itp.;
- **jakość instytucji** – składają się na nią następujące elementy (Alfaro et al., 2005a, s. 2): stabilność rządu, konflikty wewnętrzne, konflikty zewnętrzne, poziom korupcji⁸, udział wojska w polityce, napięcia na tle religijnym, zasady prawa i porządku społecznego, napięcia na tle etnicznym, wiarygodność demokracji i poziom biurokracji);
- **regulacje prawne** w danym kraju – mogą sprzyjać inwestorom zagranicznym bądź ich zniechęcać;
- **wiarygodność i spójność polityki gospodarczej** (w tym polityki monetarnej) prowadzonej przez władze danego kraju;
- **przejrzystość** (*transparency*) danego kraju zarówno na poziomie makroekonomicznym (*government transparency*), jak i mikroekonomicznym (*corporate transparency*)⁹;
- **stabilność polityczną** kraju;
- **stabilność waluty** danego kraju;
- **członkostwo w ugrupowaniach** o charakterze integracyjnym.

Powyżej przedstawione czynniki uznawane są za istotne dla inwestorów zagranicznych, bez względu na zakres czasowy inwestycji, choć ich waga może być różna zarówno z punktu widzenia danego inwestora, jak i konkretnej inwestycji. Badania determinant przepływu kapitału między krajami w ujęciu ogólnym są rzadko prowadzone (jeśli już to dotyczą zwykle determinant napływu kapitału do krajów rozwijających się) ze względu na zróżnicowane motywy stojące za poszczególnymi kategoriami inwestycji.

8 Badania przeprowadzone przez Shang-Jin Wei wskazały, że poziom korupcji w danym kraju ma bardzo duży wpływ na wolumen i strukturę inwestycji napływających do tego kraju. Korupcja wpływa przede wszystkim na redukcję wolumenu napływających BIZ, jej wpływ jest jednak znacznie mniejszy na możliwość pozyskania przez kraj pożyczek z zagranicznych banków. Stąd też w krajach o wysokim wskaźniku korupcji następuje zmiana struktury napływających inwestycji – rośnie udział kredytów, maleje udział BIZ. Por. Wei, 2000, s. 303–354.

9 Pod pojęciem „przejrzystości” w skali makro kryje się przede wszystkim zapewnienie przez władze danego kraju bezproblemowego dostępu do regularnie publikowanych danych makroekonomicznych oraz informacji dotyczących prowadzonej polityki gospodarczej. Przejrzystość w ujęciu mikro to możliwość swobodnego dostępu do pełnych i regularnie publikowanych danych dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstw (głównie danych finansowych).

Kolejną grupę czynników stanowią **czynniki o charakterze wewnętrznym oddziałujące na przepływy o charakterze długoterminowym**. W tym przypadku pojawiają się trzy kategorie przepływów finansowych, dla których determinanty przepływu przyjmują odmienny charakter:

- 1) **kredyty o charakterze prywatnym** – kluczowe determinanty to poziom rynkowej stopy procentowej i stabilność systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem sektora bankowego;
- 2) **kredyty o charakterze publicznym** – ich napływ jest w dużej mierze pochodną decyzji władz danego kraju (szczególnie w przypadku krajów rozwijających się), w znacznie mniejszym zakresie wynika z czynników o charakterze rynkowym (Alfaro et al., 2005, s. 13);
- 3) **bezpośrednie inwestycje zagraniczne**¹⁰ – decyzje inwestorów wynikają przede wszystkim z klimatu inwestycyjnego w kraju inwestycji (oprócz czynników o charakterze ekonomicznym uwzględniane są również czynniki o charakterze politycznym i społecznym). Część z czynników składających się na ów klimat została wskazana już wcześniej (w grupie czynników natury ogólnej), istnieje jednak grupa czynników stymulująca właśnie napływ BIZ, w tym m.in.:
 - działania prywatyzacyjne,
 - otwartość kraju na przepływy towarów (BIZ kreują strumienie handlu wpływając na wielkość importu półfabrykatów i eksportu gotowych produktów),
 - poziom marginalnej produktywności kapitału i ogólnej (całkowitej) produktywności czynników produkcji,
 - specjalne udogodnienia dla BIZ (np. tworzenie specjalnych stref ekonomicznych, zwolnienia podatkowe, udogodnienia związane z eksportem towarów, dotacje finansowe),
 - poziom ryzyka inwestycyjnego,
 - rozmiary rynku wewnętrznego kraju,
 - położenie geograficzne kraju,
 - struktura demograficzna,
 - koszty siły roboczej,
 - perspektywy rozwoju kraju, itp.

Motywy podejmowania BIZ są jednym z najważniejszych zagadnień analizowanych w odniesieniu do szeroko pojętych inwestycji zagranicznych, ponieważ większość krajów jest bardzo zainteresowana przyciągnięciem jak największej ilości BIZ na swoje terytorium. Mnogość teorii ekonomicznych dotyczących uwarunkowań podejmowania BIZ dowodzi, że materia ta jest skomplikowana. Co więcej, analiza determinant BIZ obejmuje nie tylko badania dotyczące uwarunkowań przepływu kapitału jako takiego, ale szeroko pojętego rynku czynników produkcji (w tym

10 Jak jednak wskazują Eduardo Levy Yeyati i Jimena Zúñiga (2016, s. 3), niektóre przepływy finansowe zaliczane do bezpośrednich inwestycji zagranicznych (np. pożyczki wewnątrzfir-mowe), mogą być podatne na działanie czynników o charakterze krótkoterminowym.

rynku pracy), a także warunków lokalizacji inwestycji oraz rynku towarowego (ze szczególnym uwzględnieniem struktury branżowej i geograficznej importu i eksportu).

Jeśli chodzi o główne **czynniki wewnętrzne oddziałujące na krótkoterminowe przepływy kapitałowe**, to do tej grupy można zakwalifikować następujące (Alfaro et al., 2005):

- poziom stóp procentowych w danym kraju – każda ich zmiana powoduje przepływy kapitału o charakterze arbitrażowym (w związku z realizacją warunku parytetu stóp procentowych);
- poziom inflacji i perspektywy kształtowania się inflacji w przyszłości;
- ryzyko związane z bieżącą sytuacją gospodarczą i polityczną kraju (*country risk*);
- ryzyko związane z kształtowaniem się kursu waluty kraju inwestycji (*currency risk*);
- kształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących;
- dostęp do pełnych i aktualnych informacji rynkowych;
- wysokość kosztów transakcyjnych.

Reasumując, na decyzje inwestorów zagranicznych wpływa szereg czynników o charakterze wewnętrznym, również z uwzględnieniem kryterium czasowego horyzontu inwestycji. Warto jednak podkreślić, że podział inwestycji zgodnie z kryterium czasu zaangażowania kapitału nie jest prosty z uwagi na fakt, że często trudno jednoznacznie zakwalifikować transakcje jako krótko- bądź długoterminowe. Inwestorzy kierują się też w decyzjach dotyczących inwestycji o różnych horyzontach czasowych własnymi kryteriami, które mogą istotnie odbiegać od przedstawionych w powyżej wymienionych grupach. Często występuje także, wspomniana w rozdziale pierwszym, rozbieżność pomiędzy naturą instrumentu finansowego a czasem zaangażowania środków finansowych przez danego inwestora.

Czynniki o charakterze zewnętrznym powodują, że na międzynarodowym rynku finansowym pojawia się mniej lub więcej kapitału szukającego możliwości inwestycyjnych. W przypadku czynników typu *push* istotne są raczej długookresowe tendencje (także w zakresie polityki monetarnej prowadzonej przez wiodące kraje gospodarki światowej) niż chwilowe zmiany. Do czynników tych zaliczyć można:

- sytuację gospodarczą i perspektywy kształtowania się dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych (przede wszystkim w kraju będącym liderem gospodarki światowej, czyli w USA);
- poziom stóp procentowych na międzynarodowym rynku finansowym, który przyczynia się do wzrostu/spadku podaży kapitału w gospodarce światowej;
- potrzebę dywersyfikacji inwestycji;
- kształtowanie się sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych;
- globalizację rynków finansowych.

Rola czynników o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym jako determinant międzynarodowych przepływów kapitałowych jest odmienna – **znaczenie**

priorytetowe należy przypisać **czynnikiem o charakterze zewnętrznym**¹¹. Aby nastąpił przepływ kapitału między krajami, najpierw musi pojawić się bodziec skłaniający inwestorów z danego kraju do lokowania środków finansowych poza jego granicami¹². Jeśli takiego bodźca nie ma, na rynku międzynarodowym nie pojawiają się wolne środki finansowe. Za punkt wyjścia decyzji inwestorów można uznać kształtowanie się wskaźników relacji zysk/ryzyko inwestycji na rynkach krajowym i zagranicznym. Nieadekwatność kształtowania się tego wskaźnika na rynku krajowym w stosunku do oczekiwań inwestorów krajowych jest głównym motywem powodującym poszukiwanie nowych możliwości inwestycyjnych na rynkach zagranicznych. Istotnym czynnikiem jest również swoboda międzynarodowych przepływów inwestycji, dzięki której możliwa jest dywersyfikacja inwestycji w skali globalnej.

Czynniki *push* są nadrzędne w stosunku do czynników *pull* – dzięki nim na międzynarodowym rynku finansowym pojawiają się wolne środki finansowe. Czynniki typu *pull* są immanentnie związane z charakterystyką poszczególnych krajów. O ile charakterystyka czynników typu *push* pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy są warunki sprzyjające wzrostowi dostępnych zasobów inwestycyjnych na rynku światowym, czynniki typu *pull* (charakteryzujące poszczególne kraje) pozwalają wskazać, jakie są uwarunkowania kierunków, wielkości i struktury napływów kapitałów do krajów (szerzej na ten temat: López i Stracca (ed.), 2021).

Jak wskazano na początku podrozdziału, warunkiem koniecznym swobodnego przepływu kapitałów między krajami gospodarki światowej jest zmiana regulacji prawnych w poszczególnych krajach skutkująca zniesieniem istniejących ograniczeń. Determinanty stymulujące przepływy kapitałowe nie zadziałają, jeśli kraje nałożą bariery uniemożliwiające swobodny przepływ środków finansowych. Historia rozwoju międzynarodowego systemu walutowego dowodzi, że ograniczenia w przepływach kapitałowych są immanentną częścią polityk gospodarczych prowadzonych przez kraje gospodarki światowej – nie były stosowane jedynie w systemie waluty złotej. Oficjalnie ograniczenia zostały wprowadzone do polityki makroekonomicznej krajów dopiero w okresie międzywojennym XX wieku, zaś apogeum polityki ograniczania swobody przepływów kapitałowych przypadło na okres systemu z Bretton Woods. W obecnie obowiązującym systemie wielodewizowym sytuacja jest niejednoznaczna – kraje rozwinięte zniosły istniejące bariery, kraje rozwijające się prowadzą zróżnicowaną politykę w tym zakresie.

11 Wniosek ten został potwierdzony w oparciu o badania transgranicznych przepływów kapitałowych w czasie kryzysu 2008+ (por. Fratzscher, 2012).

12 Szerzej o roli czynników typu *push* w przepływach finansowych do/z krajów rozwijających się: Cerutti et al., 2015.

2.3. Ograniczenia – rodzaje i ekonomiczne uzasadnienie ich nakładania

Ograniczenia swobody przepływu kapitałów mogą być pozostałością wcześniej prowadzonej przez kraje polityki gospodarczej (np. w przypadku krajów transformacji systemowej) bądź być efektem bieżącej sytuacji gospodarczej (np. ograniczenia wprowadzane doraźnie w czasie kryzysu walutowego). Z punktu widzenia ekonomicznych skutków ograniczeń nie ma znaczenia, której z wymienionych sytuacji są one efektem. Zasadnicza różnica występuje jednak w zakresie swobody ich wprowadzania. W dobie globalizacji rynków finansowych i funkcjonowania zobowiązań liberalizacyjnych (w obrębie różnych umów międzynarodowych) kraje wprowadzające ograniczenia na wcześniej zliberalizowane transakcje napotykać sprzeciw ze strony pozostałych podmiotów gospodarki światowej (krajów, ugrupowań, instytucji), mogą także liczyć się z kontrreakcją z ich strony. Kraje utrzymujące ograniczenia nie są narażone na działania retorsyjne, co najwyżej mogą doświadczyć trudności z przystąpieniem do organizacji bądź ugrupowań wymagających ich zniesienia (mogą jednak liczyć na uzyskanie okresu przejściowego w celu uzyskania gotowości do przeprowadzenia liberalizacji). Uwzględniając powyższe uwarunkowania, z punktu widzenia interesu danego kraju lepiej ostrożnie i stopniowo dokonywać liberalizacji niż liberalizować szybko i wracać do ograniczeń uprzednio zlikwidowanych.

Odrębnym problemem są potencjalne korzyści utracone przez kraj utrzymujący/wprowadzający ograniczenia. Teoria ekonomii, omówiona w rozdziale pierwszym, nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy utrzymywanie ograniczeń w zakresie przepływu kapitału jest dla kraju korzystne. Oznacza to, że nie ma jednoznacznego stanowiska dotyczącego zasadności likwidacji barier w zakresie przepływu kapitału.

2.3.1. Rodzaje ograniczeń nakładanych na przepływy kapitałowe¹³

Najogólniejszą klasyfikację ograniczeń stosowanych wobec przepływów finansowych przedstawili Graham Bird i Ramkishen S. Rajan (2000), którzy podzielili je na sześć grup. **Wyróżnili zatem ograniczenia:**

- 1) dotyczące transakcji kapitałowych (*capital controls*) i transakcji walutowych (*exchange controls*);
- 2) pełne (*comprehensive*) – dotyczące wszystkich transakcji i selektywne (*selective*) – dotyczące wybranych transakcji;
- 3) obowiązujące na stałe (*permanent*) i czasowe (*temporary*);

13 Podrozdział opracowano głównie na podstawie: Ariyoshi et al., 2000, s. 7.

- 4) nakładane na eksport kapitału (*on outflows*) i na import kapitału (*on inflows*)¹⁴;
- 5) nakładane powszechnie (*universally*) bądź jednostronnie (*unilaterally*);
- 6) administracyjne (*administrative*) i rynkowe (*price-based*).

Wyjaśnienia wymagają kategorie przedstawione w punktach 1, 4 i 6, działanie pozostałych jest oczywiste.

Ad. 1. Ograniczenia „kapitałowe” *versus* ograniczenia „walutowe”. Zgodnie z nomenklaturą przyjętą przez Birda i Rajana (2000, s. 2–3) pod pojęciem ograniczeń „kapitałowych” kryją się wszelkie bariery związane z transakcjami przeprowadzanymi na rachunku obrotów finansowych bilansu płatniczego (tj. BIZ, transakcje portfelowe, pożyczki i kredyty, itp.), natomiast ograniczenia „walutowe” dotyczą prawa rezydentów do posługiwania się walutami zagranicznymi i posiadania depozytów w tych walutach zarówno na rynkach krajowych, jak i zagranicznych (*on-shore* i *offshore*), a także prawa nierezydentów do posiadania waluty krajowej.

Ad. 4. Ograniczenia nakładane na eksport/import kapitałów zostały sklasyfikowane przez R. Barry’ego Johnstona i Natalię T. Tamirisę (1998) (por. tab. 2.1).

Tabela 2.1. Rodzaje transakcji finansowych podlegające kontroli z uwzględnieniem dwukierunkowego charakteru przepływów kapitałowych

IMPORT KAPITAŁU (INFLOWS)	EKSPORT KAPITAŁU (OUTFLOWS)
RYNEK PIENIĘŻNY I KAPITAŁOWY	
Akcje lub inne udziałowe papiery wartościowe Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów	Akcje lub inne udziałowe papiery wartościowe Sprzedawane/emittowane na rynku krajowym przez nierezydentów Kupowane na rynku zagranicznym przez rezydentów
Obligacje lub inne wierzytelnościowe papiery wartościowe Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów	Obligacje lub inne wierzytelnościowe papiery wartościowe Sprzedawane/emittowane na rynku krajowym przez nierezydentów Kupowane na rynku zagranicznym przez rezydentów
Instrumenty rynku pieniężnego Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów	Instrumenty rynku pieniężnego Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów

14 Yothin Jinjarak et al. (2012) wskazują, że ograniczenia na eksport kapitału są postrzegane w literaturze ekonomicznej jako „nieefektywne i szkodliwe”, dopuszczalne pozostają natomiast ograniczenia dotyczące napływu kapitału.

IMPORT KAPITAŁU (INFLOWS)	EKSPORT KAPITAŁU (OUTFLOWS)
Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów	Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów
INSTRUMENTY POCHODNE I INNE	
Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów	Nabywane na rynku krajowym przez nierezydentów Sprzedawane/emittowane na rynku zagranicznym przez rezydentów
OPERACJE KREDYTOWE	
Kredyty komercyjne Udzielane rezydentom przez nierezydentów	Kredyty komercyjne Udzielane nierezydentom przez rezydentów
Kredyty finansowe Udzielane rezydentom przez nierezydentów	Kredyty finansowe Udzielane nierezydentom przez rezydentów
Gwarancje i zabezpieczenia Udzielane rezydentom przez nierezydentów	Gwarancje i zabezpieczenia Udzielane nierezydentom przez rezydentów
INWESTYCJE BEZPOŚREDNIE	
Napływ inwestycji bezpośrednich	Wyptyw inwestycji bezpośrednich Kontrola likwidacji inwestycji bezpośrednich
TRANSAKCJE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI	
Nabycie przez nierezydentów na rynku krajowym	Nabycie przez rezydentów za granicą Sprzedaż przez nierezydentów na rynku krajowym
OGRANICZENIA WŁAŚCIWE BANKOM KOMERCYJNYM	
Depozyty nierezydentów Pożyczki zaciągane za granicą	Depozyty do transakcji zagranicznych Pożyczki udzielane za granicę
OGRANICZENIA DLA OSÓB FIZYCZNYCH	
Przekazywanie środków finansowych rezydentom od nierezydentów Transfer środków na rynek krajowy przez imigrantów	Przekazywanie środków finansowych nierezydentom od rezydentów Transfer środków za granicę przez emigrantów
OGRANICZENIA DLA INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH	
	Limity na papiery wartościowe emitowane przez nierezydentów i na inwestycje portfelowe za granicą Limity na inwestycje portfelowe na rynku krajowym

Źródło: Johnston i Tamirisa, 1998, s. 6.

Ad. 6. Z punktu widzenia sposobu oddziaływania, ograniczenia można podzielić na:

- 1) bezpośrednie (o charakterze administracyjnym);
- 2) pośrednie (o charakterze rynkowym).

Ograniczenia bezpośrednie dotyczą określonych transakcji kapitałowych oraz/lub towarzyszących im płatności i transferu środków finansowych. Występują pod postacią:

- zakazów wykonywania określonych transakcji;
- limitów wartościowych transakcji;
- wymogu uzyskania obowiązkowych zezwoleń na przeprowadzenie wskazanych rodzajów transakcji.

Głównym **celem** nakładania **ograniczeń administracyjnych jest bezpośredni wpływ na wielkość i charakter transgranicznych transakcji finansowych**, natomiast ich cechą charakterystyczną jest administracyjne zobowiązanie banków do sprawowania kontroli nad przepływami kapitału między rynkiem krajowym i zagranicznym.

Celem wprowadzania **ograniczeń pośrednich jest zmniejszenie wolumenu lub/i wartości wybranych transakcji kapitałowych poprzez podniesienie kosztów ich przeprowadzenia**. Do najczęściej spotykanych można zaliczyć:

1. **Podwójny rynek walutowy** – dla różnych transakcji stosowane są różne kursy walutowe. Głównym zadaniem podwójnego rynku walutowego jest akomodacja skutków nadmiernego napływu kapitału do danego kraju, dzięki czemu unika się „przestrzelenia” kursu waluty krajowej (*overshooting*) dla transakcji bieżących. Zwykle dla transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych stosowane są kursy zmienne, zaś dla transakcji bieżących – kursy stałe. Podobnie jak w przypadku ograniczeń bezpośrednich, system ten wymaga ustanowienia środków administracyjnych, dzięki którym możliwe będzie odseparowanie transakcji finansowych i bieżących, oraz transakcji przeprowadzanych przez rezydentów i nierezydentów. Podwójny rynek walutowy stosowany jest przez kraje, które nie chcą lub nie mogą zakazać/znacząco ograniczyć przeprowadzania transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych, jednocześnie przepływy kapitałowe w tych krajach cechuje na tyle wysoka zmienność, że będąca jej rezultatem zmienność kursu walutowego mogłaby przynieść niekorzystne skutki dla ich gospodarki realnej¹⁵.
2. **Opodatkowanie przepływów transgranicznych** (jedną z możliwości jest omawiany dalej tzw. podatek Tobina) bądź **opodatkowanie dochodu z inwestycji rezydentów w aktywa zagraniczne lub nierezydentów w aktywa krajowe**. Opodatkowanie zmniejsza skłonność do podejmowania wskazanych inwestycji przez redukcję stopy zwrotu z inwestycji lub podniesienie ich kosztu. Wysokość stopy podatku jest uzależniona od typu transakcji (np.

¹⁵ W krajach europejskich takie rozwiązanie stosowane było w latach 1955–1990 w Belgii i Luksemburgu, w okresie 1950–1954 w Szwajcarii.

terminu jej realizacji) co wskazuje, które transakcje są niepożądane z punktu widzenia władz danego kraju.

3. **Pośrednie opodatkowanie przepływów transgranicznych** poprzez konieczność złożenia przez inwestora obowiązkowego nieopodatkowanego depozytu, najczęściej w banku centralnym danego kraju (*non-interest-bearing compulsory reserve/deposit requirements*, zwykle określane jako *an unremunerated reserve requirement* – URR). Instrument ten jest jednym z najczęściej stosowanych, wartość depozytu ustalana jest zazwyczaj jako procent inwestowanej kwoty. Konieczność złożenia takiego depozytu oznacza redukcję stopy zwrotu z inwestycji, stąd oczekiwane zmniejszenie wolumenu transakcji, na które nałożono taki obowiązek.
4. **Inne ograniczenia pośrednie**, które wpływają na przepływy transgraniczne, np. limity w przypadku pozycji otwartych dyskryminujące pozycję krótką lub długą¹⁶ w danej walucie, bądź też rezydentów/nierzydentów, wymagania dotyczące ratingu instytucji finansowych, w których zaciąga się kredyt za granicą, itd. Do tej grupy zalicza się także wymagania dotyczące informacji nt. określonych rodzajów transakcji, które pozwalają monitorować i kontrolować transgraniczne przepływy kapitału (np. dotyczące transakcji instrumentami pochodnymi). Nakładanie obowiązków informacyjnych uzasadniane jest najczęściej względami ostrożnościowymi.

Opierając się na przedstawionej klasyfikacji Birda i Rajana, można stwierdzić, że kraje mają bogaty wybór wariantów ograniczeń nakładanych na przepływy finansowe. Mogą także dowolnie komponować poszczególne rodzaje ograniczeń w zależności od celów, które chcą osiągnąć. Problemem jest nie tyle niedostatek narzędzi ograniczania przepływów kapitałowych, co obecny w gospodarce światowej brak akceptacji dla ich wprowadzania.

2.3.2. Nakładanie ograniczeń – motywy, przykłady, efektywność

Do najczęściej spotykanych przesłanek nakładania/utrzymywania ograniczeń można zaliczyć (Frankel, 1999, s. 2):

- 1) ograniczanie wpływu kapitału z uwagi na narastającą nierównowagę bilansu płatniczego;
- 2) ograniczanie napływu kapitału w sytuacji obawy przed wybuchem kryzysu walutowego w przyszłości;
- 3) modyfikację struktury napływającego kapitału (w szczególności ograniczanie napływu krótkoterminowych kapitałów denominowanych w obcych walutach do krajowego systemu bankowego);

¹⁶ Pozycja krótka to sprzedaż danej waluty, pozycja długa – jej kupno. Zajęcie którejkolwiek z nich oznacza otwarcie pozycji.

- 4) wprowadzanie utrudnień dla całości transakcji walutowych w celu redukcji zmienności (głównie kursu walutowego);
- 5) odizolowanie krajowych stóp procentowych od zagranicznych w celu umożliwienia krajowi prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej.

Ad. 1. Decyzja o ograniczeniu napływu/wypływu kapitału często wynika ze stanu bilansu płatniczego danego kraju, szczególnie, jeśli prowadzi on politykę kursu stałego (czyli władze monetarne są zobowiązane do stabilizowania kursu waluty krajowej). Kraje o utrzymującej się nadwyżce w bilansie płatniczym dążą do nakładania ograniczeń na napływ kapitału. W przypadku krajów, które posiadają deficyt bilansu płatniczego będący głównie efektem narastającego deficytu bilansu obrotów bieżących, „niedomknięcie” tego deficytu przez napływające inwestycje powoduje konieczność poszerzenia liberalizacji w zakresie napływu kapitału lub nałożenia ograniczeń na wypływ kapitału. Jak pokazuje praktyka, problemy z nadwyżką bilansu płatniczego dotyczyły często kraje rozwinięte (np. Niemcy, Japonia, Szwajcaria – 1977 nałożenie ograniczeń na napływ kapitału), natomiast problemy z deficytem – kraje rozwijające się (np. Polska – stopniowa redukcja ograniczeń nałożonych na eksport kapitału od początku lat 90. XX w.). Obecnie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących notują także kraje rozwijające się (np. Chiny czy kraje eksportujące ropę naftową), a deficyty – rozwinięte (np. Wielka Brytania, Francja, Stany Zjednoczone).

Ad. 2. Kraje mogą też nakładać ograniczenia na napływ kapitału z obawy przed jego przyszłym nadmiernym wypływem. Kraje rozwijające się, które znoszą bariery dostępu do swoich rynków finansowych, często doświadczają w pierwszej fazie liberalizacji gwałtownego napływu kapitałów, który powoduje „przestrzelenie” cen aktywów (*overshooting*). Inwestorzy, którzy w kolejnej fazie zyskują więcej informacji na temat sytuacji na nowo otwartych dla nich rynkach, mogą zacząć się z nich wycofywać uznając inwestycje za zbyt ryzykowne (por. Bacchetta i van Wincoop, 1998). W efekcie następuje nie tylko zatrzymanie napływu na te rynki kapitału inwestycyjnego, ale także jego nagły „odwrót” (*sudden stops*), co przyczynia się do wystąpienia ujemnego salda bilansu obrotów finansowych (szerzej na ten temat Calderon i Kubota, 2013). Zdaniem Alexandra D. Rothenberga i Francis E. Warnocka (2006) należy rozróżnić dwie kategorie: *sudden stops* i *sudden flight*, które w literaturze przedmiotu często są utożsamiane, choć jest między nimi istotna różnica. *Sudden stops* występuje wtedy, gdy inwestorzy zagraniczni (czyli nierezydenci) pozbywają się aktywów finansowych na rynkach rozwijających się w wyniku pozyskania negatywnych informacji o tych rynkach bądź w wyniku naśladowania działań innych inwestorów. *Sudden flight* ma miejsce wówczas, gdy z danego rynku wycofują się przede wszystkim inwestorzy lokalni (czyli rezydenci) przenosząc swoje kapitały na rynki zagraniczne. Wspomniani autorzy definiują *sudden flight* jako sytuację, w której wypływ kapitału z rynku danego kraju rośnie w relatywnie szybszym tempie niż spada jego napływ, dowodzą oni ponadto, że prawie połowa kryzysów, których przyczyną zgodnie z literaturą przedmiotu jest

odwrót inwestorów zagranicznych (*sudden stops*) została naprawdę spowodowana przez wycofywanie się z rynku inwestorów krajowych (*sudden flight*). Oznacza to, że kraje rozwijające chcąc zapobiec destabilizacji krajowych rynków finansowych w sytuacji „przedkryzysowej” powinny w pierwszej kolejności nakładać ograniczenia na wywóz (eksport) kapitału przez rezydentów, nie zaś nierezydentów.

Biorąc pod uwagę fakt, że część krajów rozwijających się ma ujemne saldo bilansu obrotów bieżących, luka nieskompensowana napływającymi kapitałami zagranicznymi może prowadzić wprost do wybuchu kryzysu walutowego (przy rosnącym zapotrzebowaniu na walutę krajową). W tej sytuacji kraj rozwijający się może albo nie liberalizować tych kategorii przepływów kapitałowych, które są z jego punktu widzenia kryzysogenne, albo uważnie monitorować rynek i nałożyć ograniczenia na napływ kapitału w przypadku rosnącego zagrożenia stabilności jego rynku finansowego. Gdyby tego nie uczynił, musiałby nałożyć ograniczenia na odpływ kapitału, co oznaczałoby ograniczenie możliwości swobodnego dysponowania swoją własnością przez inwestorów zagranicznych i zapewne byłoby bardzo krytycznie oceniane przez międzynarodowe rynki finansowe. W kontekście wcześniejszego wniosku oznaczałoby to również konieczność nałożenia podobnych ograniczeń na transakcje zagraniczne inwestorów krajowych. Dodatkowym argumentem przemawiającym za rozwiązaniem pierwszego typu jest fakt, że efektywność ograniczeń nakładanych na napływ kapitału wydaje się większa niż na jego odpływ (Frankel, 1999, s. 4).

Ad. 3. Badania prowadzone na początku lat dwutysięcznych dowiodły, że wprowadzanie ograniczeń może być efektywne, jeśli chodzi o zmianę struktury napływającego kapitału w przypadku krajów rozwijających się, jednak ich wpływ na ogólną wartość przepływającego kapitału nadal pozostaje przedmiotem dyskusji (por. Neumann, 2006). Oznacza to, że inwestorzy chcący się zaangażować finansowo na rynku danego kraju zapewne są w stanie znaleźć sposób ominięcia ograniczeń nałożonych na konkretne transakcje finansowe i dokonują transakcji wykorzystując transakcje dozwolone. Jak już wskazano, bariery utrudniające przepływy kapitałowe mogą przyjmować formy urzędowego zakazu dokonywania określonych transakcji bądź mogą mieć charakter rynkowy. Wprowadzanie ograniczeń natury administracyjnej powoduje konieczność budowy struktury organizacyjnej, która będzie odpowiedzialna za ich właściwe egzekwowanie. Im więcej ograniczeń tego typu, tym bardziej rozbudowana i kosztowna struktura, także z uwagi na nasilające się próby ich ominięcia¹⁷.

Stabilności rynków finansowych w krajach rozwijających się najbardziej zagrożają przepływy krótkoterminowe o charakterze spekulacyjnym. Ponieważ nowoczesna inżynieria finansowa pozwala konstruować instrumenty finansowe umożliwiające ominięcie ograniczeń o charakterze administracyjnym, pojawiają

17 Jako istotną wadę podaje się także korupcjogenny charakter takiego rozwiązania. Nałożenie ograniczeń oznacza pojawienie się zwolnień i wyjątków, a to może rodzić patologie w systemie ich przyznawania.

się propozycje rozwiązań, których celem jest ograniczenie wolumenu transakcji krótkoterminowych bez ich zakazywania¹⁸. Rozwiązaniem stosowanym najczęściej w praktyce jest wspomniane wcześniej pośrednie opodatkowanie przepływów transgranicznych. Zwykle podatek taki nakłada się na wybrane transakcje, które dany kraj uznaje za niekorzystne. Wybór tego narzędzia wymaga ustalenia udziału nieoprocentowanego depozytu w odpowiedniej wysokości, by faktycznie spadek zysków z danych inwestycji powodował spadek ich wolumenu i wartości. Ponadto trzeba mieć świadomość, że inwestorzy znajdują możliwości obejścia tego ograniczenia i wraz z upływem czasu musi ono być rozciągane także na inne typy transakcji.

Jako **przykład kraju**, który zastosował ten typ ograniczenia najczęściej podawane jest **Chile**, które wprowadziło ten instrument w 1991 roku pragnąc ograniczyć napływ kapitałów krótkoterminowych i powiększanie zadłużenia wobec podmiotów zagranicznych. Pierwotnie wysokość depozytu ustalono na 20%, konieczność jego złożenia dotyczyła tylko pożyczek zaciąganych za granicą. Jak wskazali Akira Ariyoshi et al. (2000, s. 78)

ponieważ URR [w Chile – dop. aut.] nie zostały nałożone na wszystkie formy napływu kapitału, efektywność przyjętych rozwiązań zaczęła maleć wraz z upływem czasu, jako że inwestorzy znaleźli drogi obejścia nałożonych ograniczeń. Władze próbowały zmienić istniejący stan rzeczy poprzez uszczelnianie systemu, jednak okazało się to trudne z uwagi na ograniczenia natury prawnej i protesty grup nacisku. Przyjęte zmiany były niewystarczające, by „domknąć” istniejące luki i efektywność całego systemu uległa erozji.

W 1992 roku wysokość depozytu została podniesiona do 30%, natomiast w 1996 roku ograniczeniem tym zostały objęte także potencjalnie spekulacyjne bezpośrednie inwestycje zagraniczne (czyli BIZ o charakterze nieprodukcyjnym). W 1998 roku depozyty zostały zniesione, utrzymano natomiast wymóg wobec inwestorów zagranicznych dotyczący konieczności inwestowania pieniędzy na rynku chilijskim w terminie co najmniej rocznym. Ocena efektywności rozwiązań przyjętych w Chile jest zdecydowanie niejednoznaczna, choć dominuje podejście pozytywne¹⁹.

Ad. 4. Najbardziej znaną propozycją ograniczenia o charakterze rynkowym, choć pozostającą ciągle w sferze teorii, jest tzw. **podatek Tobina**. W 1972 roku Tobin podczas wykładu na Uniwersytecie Princeton zaproponował wprowadzenie podatku od transakcji walutowych²⁰. Celem wprowadzenia tego ograniczenia byłyby nie tylko redukcja wartości transakcji krótkoterminowych na rzecz

18 Choć jak wskazał Rajan (2002), opodatkowanie transakcji spot spowoduje przeniesienie inwestycji na rynek instrumentów pochodnych, czyli wystąpi dokładnie ta sytuacja, której chciano uniknąć.

19 Szerzej na ten temat np.: Laurens i Cardoso, 1998; Cowan i de Gregorio, 2005; Edwards i Rigobon, 2005.

20 Propozycja wprowadzenia takiego podatku została opublikowana w 1974 roku (Tobin, 1974, s. 88–93).

długoterminowych, ale także redukcja wartości transakcji zawieranych na międzynarodowym rynku finansowym ogółem w celu ograniczenia zmienności kursów walutowych. Każda transakcja zamiany jednej waluty na inną powodowałaby konieczność uiszczenia podatku ad valorem w wysokości 0,1–1%. Dla inwestorów długoterminowych wartość ta nie byłaby na tyle znacząca, by zniechęcić ich do dokonywania inwestycji na rynkach zagranicznych, skutecznie zostałyby natomiast ograniczone inwestycje spekulacyjne zamykane często nawet nie w przeciągu kilku dni, ale w trakcie jednego dnia. Wprowadzenie podatku, zwane przez Tobina „rzuceniem piachu w tryby spekulacji”, miało, jego zdaniem, umożliwić osiągnięcie trzech głównych celów:

- zredukować zmienność kursów walutowych poprzez ograniczenie wolumenu spekulacyjnych transakcji walutowych;
- umożliwić zebranie funduszy dla organizacji międzynarodowych²¹;
- zredukować wrażliwość krajów na szoki zewnętrzne.

W założeniach podatek miał nie obejmować m.in. transakcji dokonywanych przez rządy, banki centralne, organizacje międzynarodowe lub osoby fizyczne w celach prywatnych (np. turystycznych). Przeciwnicy wprowadzenia podatku wskazali jednak na istotne **wady proponowanego rozwiązania** (ECON, 1999):

1. Nałożenie podatku mogłoby być skuteczne tylko w sytuacji niewielkich oczekiwanych zmian kursów walut. W przypadku znaczących zmian (np. kryzys w Azji Płd.-Wsch. w 1997 roku) konieczność zapłacenia podatku nie powstrzymałaby inwestorów z wycofywania się z inwestycji denominowanych w walutach, których wartość dramatycznie spada. Koszty byłyby w tym wypadku znacznie mniejsze od uzyskanych korzyści.
2. Zyski oczekiwane przez spekulantów są na tyle wysokie, że relatywnie niewysoki podatek nie jest wystarczającym czynnikiem zniechęcającym do podejmowania działań spekulacyjnych.
3. Brakuje rozwiązania kwestii dystrybucji wpływów uzyskanych z podatku. Ponieważ wartość tych wpływów byłaby najwyższa w krajach z najbardziej rozwiniętymi rynkami finansowymi (czyli w krajach rozwiniętych), konieczne jest wypracowanie rozwiązań obligujących te kraje do przekazywania

21 Wskazuje się, że to jest najbardziej kontrowersyjny cel podatku, jako że ma on charakter polityczny. Zgodnie z koncepcją Tobina, zebrane fundusze miałyby być przeznaczone na rozwój krajów, realizację programów stabilizacyjnych, pomoc humanitarną i inne rodzaje działalności nadzorowane przez organizacje międzynarodowe. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że gromadzone fundusze byłyby znaczącej wartości, trzeba by zapewnić całe zaplecze organizacyjne dla ich obsługi, zapewnić właściwe procedury kontroli finansowej i przede wszystkim uzyskać zgodę krajów na ich proponowane wykorzystanie. Zgodnie z szacunkami – przy założeniu obrotów na rynku walutowym rzędu 1 biliona USD każdego z 240 dni transakcyjnych i stopy opodatkowania 0,5% byłaby to kwota 360 miliardów USD każdego roku. Por. ECON, 1999. Opracowanie to zostało przygotowane przez ekspertów na zlecenie Parlamentu Europejskiego w sytuacji przygotowywania się krajów UE do budowy UGW. Ekspert krytycznie ocenili propozycję wprowadzenia podatku Tobina. Kontrargumenty dla tego stanowiska przedstawili Eichengreen et al. (1995, s. 162–172).

uzyskanych kwot na określone cele. Pomijając w tym miejscu kwestię zasadności tych celów, trudno sobie wyobrazić działanie takiego mechanizmu.

4. Problematyczne byłoby także samo wprowadzenie podatku. Aby uzyskać oczekiwane efekty, podatek musiałby być wprowadzony przez wszystkie kraje gospodarki światowej, bez wyjątków. Poza tym obłożenie podatkiem transakcji zawieranych na rynku finansowym, mogłoby spowodować przeniesienie ich na inne rynki (np. towarowe), na których wykorzystując instrumenty tych rynków dokonywano by transakcji *de facto* finansowych.

Podatek Tobina jest bez wątpienia ciekawą propozycją, jednak uzyskanie w drodze jego nałożenia spodziewanych efektów (ograniczenia przepływów o charakterze spekulacyjnym) wydaje się mocno dyskusyjne, poza tym jego wprowadzenie napotyka na opór ze strony krajów gospodarki światowej. Koncepcja wprowadzenia podatku od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax*, czyli *de facto* podatku Tobina) powróciła wraz z wybuchem kryzysu finansowego w 2008 roku, m.in. w Unii Europejskiej. Propozycja w tym zakresie została sformułowana w 2011 roku, a w roku 2013 pojawił się projekt dyrektywy. Zgodnie z propozycją Komisji, ujednolicona miała zostać podstawa opodatkowania oraz ustalone minimalne stawki dla wszystkich transakcji zawieranych na wtórnym rynku finansowym, gdy przynajmniej jedna ze stron transakcji pochodziła z UE. Przewidziane minimalne stawki podatkowe miały wynieść 0,1% w przypadku obrotu akcjami i obligacjami oraz 0,01% w przypadku umów pochodnych, takich jak opcje, kontrakty futures, kontrakty na różnicę lub swapy stóp procentowych. Ostatecznie kraje UE nie zdołały osiągnąć konsensusu na temat przyjęcia proponowanych rozwiązań i podatek nie został wprowadzony²².

Ad. 5. Ostatnim ze wskazanych celów, których osiągnięciu ma służyć nałożenie ograniczeń w przepływach kapitałowych, jest izolacja krajowych rynków pieniężnych od rynków zagranicznych. W założeniach powinno to zapewnić władzom monetarnym kraju nakładającego takie ograniczenia możliwość prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej (w tym przede wszystkim swobodę kształtowania stóp procentowych)²³. Badania dotyczące krajów rozwiniętych wskazują,

22 Kolejna, zmodyfikowana propozycja (autorstwa Francji i Niemiec) dotycząca wprowadzenia takiego podatku w UE została złożona w 2019 roku, podatek miał zostać wprowadzony najpóźniej w styczniu 2021 roku. Wybuch pandemii w gospodarce globalnej spowodował odłożenie dyskusji na ten temat.

23 Michael P. Dooley i Peter Isard (1980, s. 370–384) zbadali kształtowanie się stóp procentowych depozytów euromarkowych deponowanych w Zurychu i pożyczek międzybankowych denominowanych w markach niemieckich we Frankfurcie nad Menem, z trzymiesięcznym terminem zapadalności, w okresie styczeń 1970 – grudzień 1974. W tym czasie władze Niemiec wprowadziły szereg ograniczeń dotyczących napływu kapitału, w wyniku czego dyferencjał stóp procentowych między badanymi depozytami wzrósł od niemal zera na początku 1970 roku do ponad 10% w skali roku w kwietniu 1973. Po usunięciu ograniczeń pod koniec 1973 roku wartość dyferencjału stóp procentowych ponownie znalazła się w okolicach zera. Można więc wnioskować, że nałożenie ograniczeń na wybrane transakcje kapitałowe w przypadku Niemiec okazało się skuteczne.

że jednym z głównych celów wprowadzania przez nie w przeszłości ograniczeń w przepływach kapitałów było utrzymywanie stóp procentowych na sztucznie zaniżonym poziomie w stosunku do pozostałych rynków, dzięki czemu np. ich rządy ponosiły relatywnie niskie koszty obsługi długu publicznego (por. Dooley i Isard, 1980). Współcześnie kraje rozwijające się nakładają ograniczenia dokładnie z tego samego powodu – chęci odizolowania rynku krajowego od rynków zagranicznych w celu uzyskania relatywnej autonomii realizowanej polityki pieniężnej.

Efektywność nakładania ograniczeń mierzona stopniem skuteczności realizacji wytyczonego celu jest różnie oceniana. Najczęściej analizie poddawane są kraje, które nakładają ograniczenia w sytuacji pojawienia się kryzysu, ponieważ wówczas presja na izolację rynku od wpływów zewnętrznych jest największa.

Interesującym przykładem jest z pewnością **Malezja**, w której „zastosowane restrykcje [...] przywróciły efektywność polityki pieniężnej”, natomiast „tajlandzki rynek *offshore* pomimo ograniczeń pozostawił spekulantom możliwość dokonywania arbitrażu”, gdyż „zastosowana kontrola przepływu kapitału okazała się nieszczerła” (Chmielowski, 2006, s. 52). Przykład Malezji został szeroko omówiony przez Ethana Kaplana i Daniego Rodrika (2001). Przeanalizowali oni efekty czasowego powrotu przez Malezję do ograniczeń w przepływach kapitału i doszli do zaskakujących wniosków, znacząco wybiegających poza problem efektywności wprowadzonych ograniczeń. Malezja, w przeciwieństwie do pozostałych dotkniętych kryzysem pod koniec lat 90. XX wieku krajów Azji Płd.-Wsch. (Tajlandii, Korei Płd., Indonezji), nie zastosowała programu naprawczego zalecanego przez MFW, a przyjęła dokładnie przeciwną drogę postępowania – wprowadziła ograniczenia w przepływach kapitału (ograniczyła możliwość wypływu kapitału), utrzymała stały kurs waluty i obniżyła stopy procentowe²⁴. Okazało się, że zastosowana przez Malezję metoda walki z kryzysem przyniosła znacznie lepsze rezultaty we wszystkich sferach życia gospodarczego – „odbicie” w gospodarce nastąpiło szybciej, niż w pozostałych krajach, bezrobocie wzrosło relatywnie mniej, stopy procentowe spadły bardziej, inflacja była niższa, mniej ucierpiał też rynek giełdowy (Kaplan i Rodrik, 2001, s. 7)²⁵. Oznacza to, że wprowadzenie ograniczeń w przepływach kapitału skorelowane z właściwie zaprojektowanym programem gospodarczym może, wbrew opiniom większości ekonomistów, przynieść pożądane rezultaty.

24 Co ciekawe, na początku sytuacji kryzysowej Malezja przyjęła rozwiązania proponowane zazwyczaj przez MFW (podniesiono stopy procentowe, ograniczono wydatki budżetowe, itd.), jednak gospodarka Malezji zareagowała na „pakiet” MFW wyjątkowo źle (bardzo mocno spadły konsumpcja i inwestycje jako rezultat masowego odpływu kapitału za granicę), stąd też zdecydowano się na drastyczną zmianę polityki antykryzysowej. Por. Kaplan i Rodrik, 2001, s. 9.

25 Efektywność rozwiązań zastosowanych w Malezji została też potwierdzona przez Ali Abbasa (2004). Należy jednak wspomnieć o negatywnej stronie wprowadzenia ograniczeń w Malezji, którą jest stworzenie preferencyjnych warunków działania dla wybranych – popieranych przez państwo – firm (por. Johnson i Mitton, 2002, s. 351–382).

Wybuch kryzysu finansowego w 2008 roku spowodował powrót do ograniczeń części krajów gospodarki światowej, w tym m.in. Tajlandii, Korei Płd., Peru, Indonezji i Brazylii. Najczęściej analizowana jest efektywność nałożenia ograniczeń przez **Brazylię**, której gospodarka doświadczyła negatywnych skutków gwałtownych przepływów kapitału będących następstwem kryzysu i która prowadziła aktywne działania w celu ich ograniczenia. Brazylia rozpoczęła znoszenie ograniczeń na początku lat 90. XX wieku, proces ten został zakończony w połowie lat 2000. Wobec gwałtownego napływu kapitału na rynek krajowy, będącego w głównej mierze efektem polityki pieniężnej USA, w marcu 2008 roku Brazylia wprowadziła opodatkowanie inwestycji o stałym dochodzie w wysokości 1,5%, które zostało następnie obniżone do 0% w październiku 2008 roku (kurs waluty krajowej znalazł się wówczas pod presją deprecyjną, podobnie jak na wielu innych rynkach wschodzących). Podatek od inwestycji o stałym dochodzie w wysokości 2% został ponownie wprowadzony w październiku 2009 roku, następnie podniesiony do 6% w dwóch etapach (w październiku 2010 roku), spadł ponownie do wysokości 2% w styczniu 2011 (Jinjarak et al., 2012). Efektywność ograniczeń zastosowanych przez Brazylię w obliczu destabilizacji rynku wewnętrznego spowodowanej nadmiernymi przepływami finansowymi jest oceniana niejednoznacznie. Yothin Jinjarak et al. (2012) wskazują, że nałożenie ograniczeń nie spowodowało istotnych zmian na rynku wewnętrznym w porównaniu do sytuacji ich braku (autorzy ci dokonali analizy scenariusza kontrfaktycznego, czyli sytuacji gospodarki Brazylii bez nałożenia barier). Zdaniem Marcosa Chamona i Márcia Garcii (2014) wprowadzenie ograniczeń umożliwiło częściowe odseparowanie brazylijskiego rynku finansowego od rynku międzynarodowego.

Efektywność działania ograniczeń jako takich została częściowo potwierdzona przez Nicolasa Maguda i Carmen M. Reinhart (2006), którzy rozróżnili w badaniach ograniczenia stosowane wobec napływu i odpływu kapitału. W przypadku napływu kapitału nałożenie ograniczeń pozwoliło poszerzyć zakres niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej, zmienić strukturę napływającego kapitału i zredukować presję na zmianę kursu waluty. Sytuacja była jednak odmienna w przypadku wypływu kapitału. W zasadzie jedynym krajem, którego program ograniczania odpływu kapitału okazał się skuteczny, była, wspomniana wyżej, Malezja. Jeśli uwzględnić inne kraje (Argentynę, Brazylię, Hiszpanię i Tajlandię) skuteczność ta okazała się już mocno dyskusyjna. W kolejnych prowadzonych badaniach Magud et al. (2011) wskazali, że skuteczność działania ograniczeń jest w dużej mierze uwarunkowana przez odpowiedni dobór narzędzi, które zostały zastosowane w przypadku konkretnego kraju chcącego osiągnąć określone cele – nie ma zatem zestawu uniwersalnego (*one fits all*). Wskazali oni, że kontrola napływu kapitału może zwiększyć niezależność polityki pieniężnej prowadzonej przez kraj, zmienić strukturę napływającego kapitału, a także zmniejszyć presję na kurs walutowy (choć dowody są tu niejednoznaczne). Jeśli chodzi o efektywność ograniczeń nakładanych na odpływ kapitału, problemem jest brak szerszej bazy

danych, ponieważ jedynym krajem, który do nich czasowo powrócił, była właśnie Malezja. W Malezji, jak już wcześniej wskazano, nałożenie ograniczeń pozwoliło ograniczyć odpływ kapitału, a także stworzyło przestrzeń do prowadzenia bardziej niezależnej polityki pieniężnej (Magud et al., 2011, s. 21–22).

Efektywność działania ograniczeń została zakwestionowana przez Gracię Kaminsky i Sergia L. Schmuklera (2001), którzy zbadali ich skuteczność w sześciu krajach rozwijających się w latach 90. XX wieku (Malezja, Tajlandia, Brazylia, Chile, Kolumbia, Wenezuela). Nie znaleźli oni jednoznacznych dowodów potwierdzających tezę, że ograniczenia mogą skutecznie odseparować rynki krajowe od rynków zagranicznych. W ich opracowaniu znalazł się także przegląd rezultatów badań prowadzonych przez innych ekonomistów – jak przytomnie skonstatowali wspomniani autorzy – każdy bada inny kraj inną metodą pracując na innych danych (nie ma jednej i zweryfikowanej bazy danych dotyczących ograniczeń w przepływach kapitałowych), stąd wnioski są tak różne. Jak zauważył Sebastian Edwards (1999, s. 4), różnica pomiędzy formalnym a rzeczywistym stopniem swobody przepływu kapitałów istotnie wpływa na dokładność pomiaru stopnia otwarcia/zamknięcia krajów na przepływy kapitałowe i ogranicza przydatność wniosków z badań.

Co ważne, **wraz z upływem czasu następuje „erozja” nałożonych ograniczeń, ponieważ inwestorzy znajdują drogę ich ominięcia.** Jeśli więc celem nałożenia ograniczeń jest zahamowanie wolumenu napływu kapitału, czy też zmiana jego struktury na relatywnie krótki okres, można spodziewać się efektów pozytywnych. W przypadku długiego okresu ich efektywność z pewnością albo się zmniejszy, albo zniknie. W przypadku kraju podejmującego decyzję o nałożeniu ograniczeń kluczowa jest konsekwencja w działaniu i koncentracja na realizacji przyjętych założeń polityki wewnętrznej, a nie przekonywanie opinii publicznej (w tym MFW) do zasadności przyjętych rozwiązań.

Zdaniem Barry’ego Eichengreena i Davida Leblanga (2002, s. 7), kraje utrzymujące bądź nakładające ograniczenia na przepływy kapitału mogą być traktowane przez rynki finansowe z rezerwą. Ma to wynikać z faktu, że wśród inwestorów pojawiają się obawy co do możliwości prowadzenia przez takie kraje przejrzystej i stabilnej polityki gospodarczej, na skutek czego w przyszłości waluty tych krajów mogą być poddane presji deprecjacyjnej. Ta argumentacja nie wydaje się jednak przekonująca. Bieżące problemy gospodarcze nie są podstawą do twierdzenia, że kraj w przyszłości nie może być wiarygodnym partnerem. Kraj może mieć natomiast w przyszłości kolejne problemy z gospodarką, których źródło nie ma związku z jego przeszłą sytuacją. Jeśli wszystkie kraje byłyby oceniane poprzez pryzmat wydarzeń z ich historii gospodarczej, okazałoby się, że żaden nie spełnia ostrych kryteriów wiarygodności gospodarczej. Każdy kraj gospodarki światowej ma bowiem w swej historii okres ograniczania przepływów finansowych, który, zgodnie z powyższą opinią, dyskwalifikowałby go jako potencjalnego partnera.

W epoce dominacji liberalizmu gospodarczego istnienie przeszkód stojących na drodze wolnego przepływu kapitału jest mocno krytykowane. **Zdaniem zwolenników teorii neoklasycznej żadne powody nie są wystarczającym argumentem za wprowadzeniem jakichkolwiek ograniczeń**, bez względu na sytuację gospodarczą kraju, czy też realizowane przezeń cele polityki gospodarczej.

Jeden z największych krytyków ograniczania swobody przepływu kapitału Rudi Dornbusch (1998) uważał, że, bez względu na przyczynę wprowadzenia, ograniczenia w przepływach kapitału zawsze będą złym rozwiązaniem problemu niewłaściwego funkcjonowania gospodarki danego kraju, także w przypadku wybuchu kryzysu. W tej sytuacji trudno uznać utrzymanie/wprowadzenie takich ograniczeń za uzasadnioną konieczność w sytuacji niedoskonałego funkcjonowania rynków. Jest to raczej zaniechanie ze strony władz krajów, które zamiast reformować gospodarkę, wybierają mniej uciążliwe ich zdaniem rozwiązanie (Forbes, 2005).

Z drugiej strony, jeden z głównych przeciwników takiego podejścia, Stiglitz wskazał na koszty, jakie ponosiły kraje rozwijające się, które zgodnie z zaleceniami otwierały dostęp do swoich gospodarek. Przeciwnie do Dornbuscha, Stiglitz uważał, że w sytuacji zróżnicowanego poziomu rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów nakładanie ograniczeń na przepływy kapitału jest koniecznością, zaś dobitnym przejawem omyłności polityki liberalnej w tym względzie jest seria kryzysów, które dotknęły przede wszystkim kraje rozwijające się w latach 90. XX wieku²⁶.

Nie udało się zatem jak dotąd znaleźć odpowiedzi na fundamentalne pytanie: czy ograniczanie swobody przepływu kapitału wpływa pozytywnie czy negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego danego kraju? Ponieważ nie jest możliwa ostateczna empiryczna weryfikacja kosztów i korzyści wynikających ze swobody, nie jest także możliwa weryfikacja kosztów/korzyści związanych z nakładaniem ograniczeń²⁷.

Analiza dyskusji toczącej się wokół zasadności ograniczania przepływów finansowych prowadzi do interesującego wniosku – dominuje pogląd, że w zasadzie nie ma o czym dyskutować – ograniczenia powinny być znoszone. Wśród przeciwników pełnej swobody transgranicznych przepływów inwestycji jest niewielu ekonomistów światowej sławy, wymieniany jest głównie wspomniany już Stiglitz, czasami Paul Krugman. Ortodoksyjne podejście do liberalizacji zdaje się jednak przede wszystkim wynikać z faktu, że kraje rozwinięte zniosły już ograniczenia, i ich droga rozwoju gospodarczego powinna stanowić punkt odniesienia dla pozostałych krajów gospodarki światowej. Tymczasem ograniczenia były, są i prawdopodobnie będą (konceptje przebudowy międzynarodowej architektury finansowej nie przewidują ani budowy światowej unii walutowej, ani powrotu do systemu

26 Bardzo dobitnie swoją opinię w tym względzie Stiglitz wyraził w książce *Globalizacja* (2004a), w której dokonał także ostrej krytyki działań podejmowanych w sytuacjach kryzysowych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

27 Szeroki przegląd badań w tym obszarze przeprowadził Alistair Milne (2014).

waluty złotej, który można uznać za surogat takiej unii). Trudno natomiast *implycite* zakładać, że wszystkie kraje stosujące ograniczenia działają na własną szkodę, szczególnie jeśli w ich gronie są m.in. takie kraje jak Chiny i Indie.

2.4. Sekwencje znoszenia ograniczeń wobec transgranicznych przepływów finansowych

Kraj, który włącza się w procesy globalizacji lub/i integracji, zwykle przyjmuje zakres i harmonogram znoszenia istniejących ograniczeń, które stanowią część przyjętych zasad i celów realizowanej polityki makroekonomicznej. Generalnie w gospodarce światowej nie ma żadnych ogólnie obowiązujących wytycznych dotyczących sekwencji liberalizacji i każdy kraj ustala ją samodzielnie.

Sekuencja liberalizacji przepływów kapitałowych jest rozważana w trzech ujęciach:

1. **Pierwsze** – odnosi się do zależności między liberalizacją przepływu kapitału a poziomem rozwoju gospodarczo-instytucjonalnego kraju, ze szczególnym uwzględnieniem stopnia rozwoju jego sektora finansowego²⁸.
2. **Drugie** – dotyczy kolejności znoszenia ograniczeń istniejących wobec transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących i transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych.
3. **Trzecie** – odnosi się do sekwencji znoszenia ograniczeń istniejących wobec poszczególnych kategorii transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych.

Reasumując – w pierwszym przypadku rozważana jest sekwencja działań liberalizacyjnych w zakresie gotowości kraju do otwierania się na zagraniczny kapitał; w drugim – sekwencja liberalizacji poszczególnych kategorii przepływów kapitałowych; w trzecim – sekwencja liberalizacji w ramach rachunku obrotów finansowych. We wszystkich przypadkach głównym celem podejmowanych działań jest maksymalizacja zysków z liberalizacji i ograniczenie wiążących się z nią zagrożeń.

W pierwszym ujęciu istnieją **trzy możliwe scenariusze** sekwencji działań liberalizacyjnych (Johnston, 1998, s. 7):

- 1) *podejście konwencjonalne* – najpierw kraj powinien osiągnąć makroekonomiczną stabilizację i określony poziom rozwoju krajowego systemu finansowego, a dopiero później liberalizować przepływy finansowe;
- 2) *podejście alternatywne* – najpierw kraj powinien zliberalizować przepływy finansowe, wynikające z takiego działania konsekwencje wymuszają zmiany

²⁸ Także w tym zakresie tematycznym należy ująć badania dotyczące sekwencji liberalizacji obrotu towarowego i obrotu kapitałowego. Zgodnie z badaniami prowadzonymi przez Chinna i Ito (2005), liberalizacja obrotów kapitałowych powinna być poprzedzona liberalizacją obrotów towarowych.

dostosowawcze na rynku wewnętrznym; zwolennicy tego podejścia uważają, że kraje mają ograniczone możliwości samodzielnego przeprowadzania reform, stąd też konieczna jest presja z zewnątrz (w tym wypadku będąca rezultatem uwolnienia przepływów finansowych), która pełni rolę katalizatora dla wprowadzania zmian w gospodarce danego kraju;

- 3) *podejście pośrednie* – zgodnie z tą koncepcją liberalizacja przepływów kapitałowych powinna być integralną częścią całościowego programu reform wprowadzanego w danym kraju, przy czym bardzo ważnym aspektem tego podejścia jest właściwa koordynacja wszystkich przeprowadzanych reform.

Wybór sekwencji liberalizacji zależy od sytuacji ekonomicznej danego kraju, a także celów gospodarczych, które chce on osiągnąć. Nie ma jednego, optymalnego rozwiązania odpowiedniego dla wszystkich krajów. Z punktu widzenia stabilności gospodarczej kraju lepsze wydaje się podejście klasyczne i pośrednie, z punktu widzenia skuteczności oddziaływania bardziej zasadne jest podejście alternatywne.

W przypadku **podejścia klasycznego** kraj musi przede wszystkim prowadzić zdyscyplinowaną politykę pieniężną (niska inflacja) i fiskalną (konsolidacja fiskalna). Wskazuje się także, że liberalizacja przepływów finansowych powinna być poprzedzona przez liberalizację przepływów towarowo-usługowych oraz reformę rynku pracy (jego uelastycznienie). Niezbędna jest również przebudowa systemu finansowego, szczególnie w zakresie regulacji i nadzoru. Krajowy rynek finansowy powinien także być relatywnie rozwinięty, aby mógł efektywnie pośredniczyć w transmisji środków finansowych.

W przypadku **podejścia pośredniego** konieczna jest synchronizacja wprowadzania powyżej wskazanych elementów ze stopniowym otwieraniem się na zagraniczne rynki finansowe. Ważną kwestią jest właściwa identyfikacja zagrożeń wiążących się z likwidacją barier istniejących wobec określonych kategorii przepływów kapitałowych. Może się bowiem zdarzyć, że przedwczesna liberalizacja nie pozwoli na właściwe wdrażanie planowanych reform gospodarczych i przyniesie negatywne skutki dla gospodarki kraju dokonującego liberalizacji.

Wybór **podejścia alternatywnego** oznacza nagłe otwarcie kraju na kapitał zagraniczny, które ma spowodować równie gwałtowne zmiany dostosowawcze na jego rynku wewnętrznym. Podejście alternatywne można tym samym uznać za radykalną metodę osiągania pożądaných celów, która niesie ze sobą niebezpieczeństwo pojawienia się wysokich kosztów dostosowawczych. Podejście alternatywne jest szczególnie ryzykowne w przypadku krajów rozwijających się, które mają słabo rozwinięte systemy finansowy oraz regulacji i nadzoru, stąd też metoda ta stosowana jest, a w zasadzie była, głównie przez kraje rozwinięte (Wielka Brytania – 1979, Australia – 1983, Nowa Zelandia – 1984)²⁹.

²⁹ Ponieważ to podejście jest najrzadziej stosowane, warto spojrzeć na jeden z niewielu krajów – Nową Zelandię, który z sukcesem dokonał liberalizacji z jego wykorzystaniem. Nowa Zelandia przeprowadziła liberalizację przepływów kapitałowych w 1984 roku borykając się

Zastosowanie każdego z wymienionych scenariuszy liberalizacji przepływów kapitałowych ma uzasadnienie w określonych okolicznościach, każdy kraj musi wybrać to rozwiązanie, które najlepiej odpowiada celom realizowanej przezeń polityki gospodarczej. Wybrany wariant liberalizacji powinien uwzględniać poziom rozwoju sektora finansowego kraju, który jest konieczny dla powodzenia działań liberalizacyjnych w każdym ze wskazanych wariantów. Zasadność tego stwierdzenia została dowiedziona przez pojawienie się serii kryzysów walutowych w końcu lat 90. XX wieku, kiedy to m.in. kraje Azji Płd.-Wsch. częściowo otworzyły swoje rynki na kapitał zagraniczny mając jednocześnie słabo rozwinięte sektory bankowe i mało sprawne nadzory finansowe.

W **drugim ujęciu** sekuencja liberalizacji jest postrzegana jako kolejność znoszenia ograniczeń w odniesieniu do poszczególnych kategorii przepływów finansowych. Także w tym przypadku można mówić o podejściu konwencjonalnym i podejściu alternatywnym.

Zgodnie z **podejściem konwencjonalnym** jako pierwsze są znoszone ograniczenia w zakresie transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących (w tym przede wszystkim handlowych), w dalszej – transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych bilansu płatniczego. Sekwencja ta jest stosowana przez zdecydowaną większość krajów.

Pozostałe stosowane sekuencje można w tej sytuacji zakwalifikować do grupy **podejść alternatywnych**. Przykładem kraju, który zastosował alternatywną ścieżkę liberalizacji jest Indonezja. Jako pierwsze zostały w tym kraju zliberalizowane transakcje finansowe (1971), następnie we wczesnych latach 80. XX wieku rozpoczęła się stopniowa liberalizacja transakcji bieżących, w dalszej kolejności (1983) nastąpiło zniesienie ograniczeń w zakresie kształtowania się stóp procentowych, natomiast w roku 1988 nastąpiła deregulacja sektora finansowego (Fischer i Reisen, 1992, s. 10).

Najwięcej kontrowersji budzi sekuencja liberalizacji przepływów kapitałowych rozpatrywana w **trzecim ujęciu**, czyli harmonogram znoszenia ograniczeń wobec poszczególnych kategorii przepływów notowanych na rachunku obrotów finansowych. Przyjęto, że zwykle najpierw znoszone są ograniczenia wobec bezpośrednich

z relatywnie wysoką inflacją i problemami wiążącymi się z niezreformowanym rynkiem pracy. Walka z inflacją oznaczała utrzymywanie stóp procentowych na relatywnie wysokim poziomie, było więc jasne, że zniesienie barier w przepływie kapitału spowoduje aprecjację waluty krajowej (co ostatecznie nastąpiło w okresie 1985–1988), jednak był to koszt, który kraj zgodził się ponieść. Wynikało to z obaw, że brak liberalizacji doprowadzi do wzrostu siły grup lobbujących przeciw otwarciu, popierających wygodną dla nich politykę protekcji. Nowa Zelandia dokonała otwarcia na przepływy finansowe nie mogąc wdrożyć programu reform (szczególnie reformy rynku pracy). To otwarcie wymusiło przeprowadzenie reformy. Jednak w przypadku Nowej Zelandii o tyle trudno mówić o pełnym sukcesie przyjętych rozwiązań, że obok korzyści (spadek inflacji, reforma gospodarki), pojawił się także dość istotny koszt – spadek tempa wzrostu gospodarczego (spowodowany m.in. ograniczeniem produkcji eksportowej w sytuacji znaczącej aprecjacji waluty). Na podstawie: Poret, 1993, s. 34.

inwestycji zagranicznych, później liberalizowane są przepływy w zakresie kredytów i inwestycji portfelowych. W pierwszej kolejności znoszone są ograniczenia wobec przepływów o charakterze długoterminowym, w kolejnym etapie znoszone są ograniczenia nałożone na przepływy krótkoterminowe. Sekwencja dotyczy także samych inwestycji portfelowych – jako pierwsze likwidowane są zwykle ograniczenia dotyczące dłużnych papierów wartościowych, w dalszej kolejności ograniczenia dotyczące papierów wartościowych o charakterze udziałowym. Ekonomisci są w zasadzie zgodni, że z punktu widzenia stabilności systemu finansowego państwa najmniejsze zagrożenie niesie ze sobą liberalizacja napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych³⁰. Nie ma także zastrzeżeń co do opinii, że z punktu widzenia stabilności finansowej kraju bezpieczniej jest uwalniać transakcje długoterminowe przed krótkoterminowymi.

Dyskusyjna jest natomiast kolejność liberalizacji w odniesieniu do inwestycji portfelowych i kredytów/pożyczek. Posiadanie wierzytelnościowych papierów wartościowych i udzielenie kredytów/pożyczek powinno nieść dla inwestorów te same skutki – oczekiwanie spłaty długu wraz z odsetkami w ustalonym momencie w przyszłości³¹. Podobnie rzecz wygląda dla kapitałobiorcy – ma on zobowiązanie dłużne. Jest jednak istotna różnica w obu tych instrumentach z punktu widzenia płynności – papiery wartościowe można sprzedąć, kredyt nie ma tej cechy (choć to ograniczenie można przezwyciężyć poprzez sekurytyzację). Teoretycznie z punktu widzenia kraju lepiej najpierw liberalizować obrót kredytowy poprzez umożliwienie zaciągania kredytów na rynku zagranicznym przez banki krajowe³², a dopiero później obrót papierami wartościowymi. Daje to (niekiedy jednak złudne) poczucie bezpieczeństwa, jako że banki postrzegane są jako instytucje potrafiące dobrze zarządzać ryzykiem.

Inny charakter ma własność papierów udziałowych. Posiadanie tego typu papierów wartościowych oznacza współwłasność w danym przedsięwzięciu z wszystkimi tego konsekwencjami – zysków w okresach prosperity i możliwych strat w czasie pogorszenia się koniunktury gospodarczej. Teoretycznie inwestorzy posiadający papiery wartościowe o charakterze udziałowym oraz ci posiadający papiery wartościowe o charakterze wierzytelnościowym powinni inaczej reagować w sytuacji zachwiania stabilności gospodarki kraju, w którym dokonali inwestycji. Właściciele instrumentów dłużnych powinni wykazywać większą skłonność do zachowania

30 Nawet jeden z czołowych krytyków pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych Stiglitz (2004) wskazuje na pozytywny wpływ BIZ na wzrost gospodarczy kraju przyjmującego (choć z pewnymi zastrzeżeniami dotyczącymi prywatyzacji).

31 Papiery wierzytelnościowe rozumiane są tu jako proste zobowiązanie dłużne ich emitenta, bez rozpatrywania różnych wariantów (np. obligacje z opcją zamiany na akcje).

32 Przykładem jest tu znoszenie barier w przepływach kapitału przez Koreę Płd. W przypadku tego kraju w najszerszym zakresie zliberalizowano np. możliwość zaciągania kredytów na rynku międzynarodowym przez banki krajowe, ograniczono zaś możliwość inwestowania zagranicznego kapitału w koreańskie firmy notowane na giełdzie papierów wartościowych (Dooley i Shin, 2000, s. 5).

tych walorów, gdyż w razie niewywiązania się dłużnika mają możliwość egzekwowania należnych im pieniędzy. Posiadacze papierów udziałowych jako właściciele nie mają żadnych roszczeń, ponoszą wszelkie konsekwencje współwłasności i często jedynym wyjściem staje się sprzedaż walorów ze stratą wobec wizji bankructwa spółki. Zasadne wydaje się więc najpierw liberalizowanie dostępu do papierów wierzytelnościowych, zaś później – do papierów udziałowych.

Kryzysy walutowe końca lat 90. XX wieku zweryfikowały tę opinię. Posiadacze papierów dłużnych w obliczu pogarszającej się sytuacji gospodarczej kraju inwestycji pozbywali się ich tak samo szybko, jak posiadacze papierów udziałowych. Kredytodawcy chcieli jak najszybciej odzyskać użyczone środki finansowe. Ponieważ z uwagi na zwiększone ryzyko inwestycyjne na rynkach wschodzących oprocentowanie kredytów długoterminowych jest relatywnie wyższe niż krótkoterminowych, kredyty zaciągane przez kraje rozwijające się mają często charakter krótkoterminowy. W sytuacji nadmiernego zapożyczenia się przez banki, finansowania nietrafionych inwestycji, bądź też braku koordynacji między terminami spłaty kredytów przez przedsiębiorstwa i koniecznością spłat należności wobec wierzycieli zagranicznych, liberalizacja obrotu kredytowego przyczynia się do wybuchu kryzysu walutowego w takim samym stopniu, jak liberalizacja inwestycji portfelowych.

Reasumując, **nie można określić jednej, optymalnej sekwencji liberalizacji**, każdy kraj musi przyjąć harmonogram liberalizacji zgodny z własnymi możliwościami i preferencjami. Liberalizacja przepływów finansowych jest zwykle częścią szerszego programu działań gospodarczych wytyczonych przez rząd i jej sekwencja musi być zgodna z tym programem. Jednym z większych błędów, jaki kraj może popełnić, jest uleganie pokusie szybkiego otwarcia na kapitał zagraniczny w celu realizacji doraźnych celów gospodarczych bądź politycznych, w sytuacji braku odpowiedniego przygotowania na konsekwencje, które liberalizacja ze sobą niesie. Poniżej zostaną przedstawione potencjalne koszty i korzyści wiążące się z tym procesem.

2.5. Koszty i korzyści otwarcia gospodarek na międzynarodowe przepływy inwestycji

Zgodnie z teorią neoklasyczną swoboda przepływu środków finansowych prowadzi do wzrostu dobrobytu zarówno w poszczególnych krajach, jak i w całej gospodarce światowej (wzrost dobrobytu pojmowany jest bardzo wąsko, w kategoriach wzrostu gospodarczego³³). Model neoklasyczny w wysoce niedoskonały sposób

³³ Pojęcie „wzrost dobrobytu” jest znacznie szersze od pojęcia „wzrost gospodarczy”. Dobrobyt jest zwykle szacowany z punktu widzenia jednostki i niekoniecznie jest równoznaczny

oddaje jednak rzeczywistość gospodarczą, a płynące zeń wnioski mają ograniczone walory aplikacyjne, poza tym nie ma możliwości identyfikacji zróżnicowanych konsekwencji swobody przepływów finansowych dla kraju znoszącego ograniczenia. Zdaniem keynesistów zagrożenia wiążące się z liberalizacją są na tyle poważne, że mogą przeważać płynące z niej korzyści.

Choć współcześnie nadal dominuje wywodzący się z teorii neoklasycznej nurt proliberalizacyjny, po serii kryzysów, które dotknęły część krajów rozwijających się pod koniec lat 90. XX wieku, oraz po kryzysie światowym 2008+, sytuacja uległa zmianie. Dominującą dotąd narrację o korzyściach płynących ze swobody przepływu środków finansowych, zastąpiła analiza potencjalnych kosztów i korzyści, które mogą stać się udziałem kraju znoszącego ograniczenia. Zestawienie potencjalnych kosztów i korzyści umożliwia określenie korzyści netto, które powinny stać się punktem wyjścia do decyzji odnoszących się do polityki makroekonomicznej kraju. W przypadku ujemnych korzyści netto, zatem w sytuacji, gdy potencjalne koszty przeważają nad korzyściami, pełna swoboda przepływu kapitału może prowadzić do istotnego wzrostu zagrożenia w odniesieniu do stabilności nie tylko sektora finansowego, ale całej gospodarki.

2.5.1. Zdynamizowanie wzrostu gospodarczego – główna korzyść swobody przepływu inwestycji

Swoboda przepływów finansowych powinna przede wszystkim przyczynić się do lepszej alokacji kapitału na rynku międzynarodowym. Oznacza to przepływ kapitału inwestycyjnego do tych krajów, które są w stanie najbardziej efektywnie go zagospodarować. Z punktu widzenia teorii neoklasycznej każde pogłębienie liberalizacji przez kraje gospodarki światowej jest korzystne i pożądane. Zdaniem keynesistów taka swoboda nie prowadzi do efektywnego rozdysponowania środków inwestycyjnych w skali globalnej, generuje natomiast niebezpieczeństwo destabilizacji krajowych rynków finansowych wywołane przez przepływy o charakterze spekulacyjnym. Keynesiści dostrzegają, że nie każdy przepływ środków finansowych między krajami służy rozbudowie bazy produkcyjnej. Ich zdaniem z punktu widzenia interesu gospodarki światowej uzasadnione jest nakładanie ograniczeń na te rodzaje przepływów kapitałowych, które nie służą wprost rozwojowi gospodarczemu, a mogą przyczynić się do destabilizacji gospodarek.

Z perspektywy poszczególnych krajów także trudno stwierdzić, że swoboda przepływów inwestycyjnych przynosi wyłącznie korzyści. Modele neoklasyczne dowodzą, że na swobodzie obrotów finansowych zyskują kraje zarówno relatywnie

ze wzrostem zamożności tej jednostki. Trudno jednak wymiennie zdefiniować wzrost subiektywnego zadowolenia jednostki. Wobec zauważalnego związku występującego pomiędzy wzrostem zadowolenia jednostki płynącego ze wzrostu jej zamożności przyjęto stopień wzrostu gospodarczego za niedoskonały miernik wzrostu dobrobytu.

bardziej, jak i mniej zasobne w kapitał. Podobnie jak w przypadku gospodarki światowej następuje w nich wzrost dobrobytu netto, liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do ich wzrostu gospodarczego i to właśnie pozytywny wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy uznawany jest za główny argument na rzecz swobody przepływu kapitału oraz wiodącą korzyść, która z niej płynie. Ekonomiści od lat podejmują próby empirycznej weryfikacji zależności pomiędzy swobodą przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym, rezultaty prowadzonych badań nie pozwalają jednak na wyciągnięcie ostatecznych wniosków. Jak zauważyli Eichengreen i Leblang (2002), „przelano dużo atramentu badając związki między liberalizacją obrotów kapitałowych i wzrostem [gospodarczym]”, a dyskusja nadal pozostaje nierozstrzygnięta. Porównanie rezultatów owych badań jest bardzo trudne, ponieważ (Janicka, 2008, s. 36):

- 1) obejmują różne grupy krajów zarówno pod względem liczby badanych krajów (mniej lub więcej), jak i poziomu ich rozwoju gospodarczego (rozwinęte i rozwijające się);
- 2) dotyczą różnych okresów (wynika to głównie, jak wskazują ich autorzy, z dostępności danych);
- 3) nie ma uniwersalnego miernika definiującego rzeczywisty stopień otwarcia kraju na przepływy kapitałowe, badacze wykorzystują w związku z tym różne wskaźniki;
- 4) w badaniach uwzględniane są różne zmienne – nie tylko wzrost PKB, ale np. spadek śmiertelności niemowląt, jakość instytucji finansowych, wskaźnik skolaryzacji, itp.;
- 5) badania dotyczą różnych kategorii przepływów finansowych – część ekonomistów bada przepływy finansowe ogółem, część ich wybrane kategorie, np. bezpośrednie inwestycje zagraniczne czy zagraniczne inwestycje portfelowe.

Z uwagi na powyższe rozbieżności nie można wskazać, wyniki których badań mogą być ostatecznie uznane za wiarygodne. Nie jest także możliwe przeprowadzenie najprostszego dualnego podziału na badania potwierdzające/zaprzeczające istnieniu badanej zależności³⁴. Trudno dokonać obiektywnego przeglądu wyników badań w tym obszarze, nie można bowiem wyodrębnić kryteriów, które mogłyby ów obiektywizm zagwarantować. Jeśli kierować się liczbą odniesień do danej pracy (tzw. wskaźnikiem „cytowalności”) niewątpliwie na jednym z pierwszych miejsc należałoby umieścić pracę Rodrika (1998), który przebadał 100 krajów rozwiniętych i rozwijających się w okresie 1975–1989 i nie znalazł potwierdzenia występowania badanej zależności. „Nie ma dowodu w danych, że kraje nienakładające ograniczeń na przepływy kapitału rosną szybciej, inwestują więcej i mają niższą inflację” (Rodrik, 1998, s. 8).

34 Wynika to z faktu, że np. część badaczy znajduje związek w przypadku krajów rozwiniętych, a nie znajduje w przypadku krajów rozwijających się, bądź potwierdza jego istnienie w krajach rozwijających się, ale tylko wówczas, gdy spełnione są dodatkowe warunki (np. jakość systemu finansowego jest wysoka).

Zdaniem Rodrika, o ile potencjalne zagrożenia związane z liberalizacją są niepodważalne (możliwość masowego wycofywania się inwestorów z danego rynku, zagrożenie wybuchem kryzysu walutowego), o tyle brak bezspornych dowodów na istnienie pozytywnego związku między liberalizacją i wzrostem gospodarczym. Zauważył on jednak, że wynik badania może być zniekształcony przez związek pomiędzy znoszeniem barier przepływu kapitału a sytuacją gospodarczą kraju. Im sytuacja ta jest lepsza, tym kraje są bardziej skłonne znosić ograniczenia. Tym samym bardziej otwarte stają się te kraje, które już w momencie rozpoczęcia znoszenia ograniczeń mają dobrą sytuację gospodarczą. Występuje zatem swoiste sprzężenie zwrotne – znoszenie barier może pozytywnie wpływać na wzrost gospodarczy, ale i sam poziom wzrostu gospodarczego determinuje ich znoszenie. Warto również podkreślić, że Rodrik należy do grona przeciwników szybkiej i bezwarunkowej liberalizacji transakcji notowanych na rachunku obrotów finansowych kapitałowych, czemu dawał wyraz w swoich publikacjach (por. Rodrik, 2004, 2006).

Podobnie jak Rodrik, także Aart Kraay (1998) nie znalazł jednoznacznego potwierdzenia wpływu liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy. Kraay poddał weryfikacji dwie hipotezy, które w założeniach mają wyjaśniać niemożność empirycznego udowodnienia występowania takiej zależności:

- 1) wszelkie korzyści płynące z liberalizacji przepływów finansowych są znoszone przez większą zmienność parametrów ekonomicznych gospodarki będącą następstwem liberalizacji (zmiany te działają w różnych kierunkach, stąd ostateczne efekty mogą niwelować pozytywny wpływ liberalizacji);
- 2) korzyści takie mogą wystąpić tylko w tych krajach, które prowadzą przejrzystą i wiarygodną politykę, oraz mają stabilny i rozwinięty system instytucjonalny.

Zgodnie z uzyskanymi przez niego rezultatami nie ma dowodów na to, że kraje bardziej otwarte na przepływy kapitałowe mają wyższą stopę wzrostu PKB i więcej inwestują. Nie ma także dowodów potwierdzających zasadność pierwszej hipotezy, że zmienność przepływów kapitałowych (która mogłaby niwelować pozytywne efekty liberalizacji) jest większa w krajach o wyższym poziomie otwartości finansowej. Podobnie w przypadku drugiej hipotezy – także brakuje dowodów potwierdzających istnienie zależności między efektami liberalizacji a jakością systemu instytucjonalnego kraju, który takiej liberalizacji dokonuje.

Niejednoznaczne rezultaty badań uzyskali Michael Klein i Giovanni P. Olivei (1999). Otrzymane przez nich wyniki wskazują na istnienie zależności między otwarciem rachunku obrotów finansowych a wzrostem gospodarczym, jednak jak zaznaczają sami autorzy, zależność ta została dowiedziona dla krajów rozwiniętych (należących do OECD), natomiast brak jej potwierdzenia dla krajów rozwijających się. Klein i Olivei przebadali 93 kraje w okresach 1986–1995 i 1975–1995. Zdaniem Kleina i Olivei tylko kraje rozwinięte mogą czerpać znaczące korzyści ze znoszenia barier w przepływach kapitałowych, które znajdują odzwierciedlenie

w większej dynamice ich wzrostu gospodarczego. W przypadku krajów rozwijających się nie ma dowodów potwierdzających istnienie takiej zależności. Podobne wnioski uzyskał sam Klein (2005) w późniejszych badaniach. Wnioski Kleina i Olivei potwierdziły się w badaniach prowadzonych przez Edwardsa (2001). Zdaniem Edwardsa pozytywne efekty otwarcia rachunku obrotów finansowych pojawiają się tylko wtedy, gdy kraj dokonujący liberalizacji osiągnie odpowiedni poziom rozwoju gospodarczego. Wyniki prowadzonych przez Edwardsa badań wskazują, że dla krajów o niskim stopniu rozwoju finansowego (*financial development*) otwarcie rachunku obrotów finansowych może przynieść negatywne konsekwencje.

Poszerzone badanie zależności występującej między liberalizacją przepływów finansowych i wzrostem gospodarczym przeprowadzili Carlos Arteta et al. (2001). Potwierdzili oni istnienie takiego związku, uzyskane przez nich rezultaty różniły się jednak w zależności od tego, w jaki sposób mierzono otwartość rachunku finansowego oraz jak dokonywano badania. W przeciwieństwie do Kleina i Olivei, oraz Edwardsa, wspomniani autorzy wykazali, że pozytywny wpływ liberalizacji obrotów finansowych na wzrost gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych jest słabo dowiedziony, podobnie jak znaczenie „głębokości” finansowej i rozwoju finansowego krajów z punktu widzenia badanej zależności. Zdaniem Artety et al. dużo większe znaczenie od poziomu rozwoju systemu finansowego ma jakość szeroko rozumianych instytucji w kraju dokonującym liberalizacji (w ujęciu gospodarczym, politycznym i społecznym). Przeprowadzone badania pozwoliły im także stwierdzić, że korelacja między liberalizacją przepływów kapitałów i wzrostem gospodarczym występuje z większym natężeniem w przypadku, gdy otwarcie kraju ma miejsce także w innych wymiarach prócz finansowego (np. w wymiarze handlowym). Autorzy wskazali dwa możliwe wyjaśnienia tej zależności: (1) na wzrost gospodarczy wpływa sekwencja działań liberalizacyjnych w zakresie handlu i finansów, (2) liberalizacja handlowa przed finansową oznacza, że przed otwarciem rachunku finansowego usunięte zostały w danym kraju główne problemy makroekonomiczne. Jean-Louis Combes et al. (2019) dowiedli, że napływ kapitału do krajów rozwijających się z jednej strony może sprzyjać zdynamizowaniu ich wzrostu gospodarczego, z drugiej zaś osłabiać poprzez działanie kanału kursowego (aprecjacja waluty krajowej) wpływa na spadek konkurencyjności eksportu. Napływ kapitału oddziałuje także pozytywnie na wzrost gospodarczy krajów, w których znajdują się centra finansowe, a także ich krajów sąsiedzkich. Sytuacja taka ma miejsce jednak w okresie stabilizacji gospodarczej, w momencie wybuchu kryzysu gwałtowne przepływy kapitału mogą wywierać negatywny wpływ na ich wzrost (por. Park i Yang, 2021).

W 2004 roku Marcel Fratzscher i Matthieu Bussiere (2004) zadali pytanie, dlaczego wyniki badań różnych autorów badających relacje między liberalizacją przepływów kapitałowych i wzrostem gospodarczym są tak rozbieżne? Ich zdaniem głównym powodem jest występowanie zmiennych efektów liberalizacji w okresie krótkim, średnim i długim. Zgodnie z uzyskanymi przez nich rezultatami badań,

kraje przeżywają „boom” inwestycyjny w ciągu pierwszych pięciu lat po liberalizacji, napływają wówczas do nich kredyty, inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Natomiast po upływie tego czasu, w okresie średnim i długim, wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy zależy przede wszystkim od dwóch parametrów – jakości instytucji i struktury napływającego kapitału. Można więc mówić o istnieniu „efektu otwarcia”, czyli zwiększonym napływie kapitału do danego kraju tuż po zniesieniu barier napływ hamujących. Dzięki temu rośnie potencjał inwestycyjny kraju, a to przyczynia się do zdynamizowania jego wzrostu gospodarczego. Pierwsza faza zwiększonego napływu kapitału kończy się jednak po około pięciu latach, po tym okresie kapitału zaczyna napływać relatywnie mniej. O ile mniej, zależy przede wszystkim od poziomu rozwoju instytucjonalnego kraju. Od tego czynnika jest także zależna struktura napływającego kapitału (czy napływają doń preferowane inwestycje bezpośrednie, czy kapitały krótkoterminowe). Fratzscher i Bussiere zwrócili więc uwagę na istotny aspekt liberalizacji przepływów finansowych, którego nie badali inni autorzy – zmienność w czasie wpływu liberalizacji na wzrost gospodarczy. W okresie tuż po otwarciu związek ten może być znacznie silniejszy niż w późniejszych okresach.

Reasumując, **badania empiryczne nie potwierdziły w sposób jednoznaczny występowania zależności między swobodą przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, ale też nie wykluczyły jej istnienia.**

2.5.2. Pozostałe korzyści dla gospodarki i jej podmiotów

Choć nie sposób dowieść istnienia bezspornego związku między liberalizacją obrotów finansowych a wzrostem gospodarczym, większość krajów znosi ograniczenia. Obok zdynamizowania wzrostu gospodarczego oczekują one bowiem także innych, możliwych do uzyskania korzyści³⁵. Poniżej zostały wymienione niektóre z nich:

1. **Optymalna alokacja kapitału w skali międzynarodowej.** Całkowite zniesienie barier, przy założeniu, że rynki finansowe są efektywne i nie występują inne bariery ograniczające przepływy kapitałowe, powinno prowadzić do transgranicznych przepływów kapitału do potencjalnie najbardziej zyskowych przedsięwzięć³⁶.

35 Szeroki przegląd zróżnicowanych korzyści i zagrożeń został dokonany przez Gurnaina Kaura Pasricha i Erlenda Niera (2022). Co jednak ciekawe, korzyści i zagrożenia zostały scharakteryzowane łącznie, przy czym liczba i wymiar potencjalnych korzyści zdaje się zdecydowanie przeważać nad liczbą potencjalnych zagrożeń.

36 Mauricio Larrain i Sebastian Stumpner (2017) dowiedli, że liberalizacja obrotów finansowych umożliwiła bardziej efektywną alokację kapitału w 10 krajach europejskich, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 roku, oraz zwiększyła zagregowaną produktywność w tych krajach (poprzez bardziej efektywną alokację) o 10% do 16%.

2. **Umożliwienie krajom rozwijającym się skorzystanie z dodatkowych źródeł kapitału inwestycyjnego.** Ten, wydawałoby się oczywisty, fakt nie znalazł potwierdzenia w prowadzonych badaniach. Jednym z najczęściej wskazywanych jest badanie przeprowadzone przez Joshuę Aizenmana et al. (2004), którzy nie potwierdzili istotnych zmian stóp finansowania³⁷ w krajach rozwijających się w latach 90. XX wieku (wówczas miała miejsce fala działań liberalizacyjnych w krajach rozwijających się). Średnia stopa samofinansowania³⁸ w tych krajach wyniosła ok. 90% i była stała w badanym okresie niezależnie od skali liberalizacji finansowej, ponadto kraje z wyższą stopą samofinansowania notowały wyższą stopę wzrostu gospodarczego od tych z niższą stopą samofinansowania. Pogłębianie integracji finansowej nie przyniosło więc, wbrew oczekiwaniom, istotnego napływu kapitału inwestycyjnego do krajów rozwijających się.
3. **Spadek kosztu kapitału dla firm.** Zgodnie z badaniami prowadzonymi przez Petera Henry'ego (2000) oraz Kenza Benhimę (2013) koszt kapitału dla spółek giełdowych faktycznie uległ obniżeniu.
4. **Możliwość skorzystania z zagranicznych oszczędności i wyrównania konsumpcji w sytuacji spadku dochodów w danym kraju.** W tej sytuacji występuje tzw. wymiana międzyokresowa, spowodowana różnicami w zakresie preferencji odnośnie do czasu wykorzystania i płynności dysponowania środkami finansowymi w różnych krajach³⁹. Starzejące się społeczeństwa więcej oszczędzają, stąd też ich gospodarki często dysponują nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. Nadwyżka ta może być czasowo „udostępniona” gospodarkom rozwijającym się, które cierpią na niedobór środków finansowych bądź gospodarkom notującym spadek poziomu konsumpcji (Fischer i Reisen, 1992, s. 7).
5. **Lepsze wykorzystanie dostępnych zasobów krajowych.** Korzyść ta jest zwykle związana z napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego gospodarki krajowej. Powinno to spowodować wzrost konkurencji na rynku i poprawę efektywności działania firm krajowych. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego oznacza nie tylko napływ środków finansowych, ale także nowych technologii, wiedzy, form organizacji produkcji, itp., zatem wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na gospodarkę kraju przyjmującego jest wielowątkowy i wykracza daleko poza wymiar finansowy, a także poza przedmiot rozważań niniejszej pracy.

37 Pod pojęciem „stopy finansowania” autorzy przytoczonego opracowania rozumieją wzrost napływu kapitału netto do danego kraju, czyli rosnące zasilenie kraju przez zagraniczne środki inwestycyjne.

38 Udział środków krajowych w nakładach inwestycyjnych ogółem.

39 Szerzej na ten temat: Obstfeld i Rogoff, 1994.

6. **Możliwość dywersyfikacji inwestycji.** Swoboda przepływu kapitału umożliwia swobodne dokonywanie inwestycji w skali globalnej, dzięki czemu inwestorzy mogą konstruować portfele inwestycyjne korzystając z walorów obecnych na rynkach międzynarodowych. Z dywersyfikacją inwestycji łączy się możliwość dywersyfikacji ryzyka – ryzyko inwestycyjne nie jest kumulowane w obrębie jednego rynku. Dywersyfikacja inwestycji w skali międzynarodowej występuje jednak z mniejszym natężeniem niż należałoby tego oczekiwać korzystając z dorobku teorii ekonomii. Ma to związek z występowaniem zjawiska *home bias*, które w skrócie rzecz ujmując polega na tym, że inwestorzy preferują inwestycje na rynku krajowym, w relatywnie mniejszym zakresie inwestując na rynkach zagranicznych (szerzej na ten temat w dalszej części pracy).
7. **Rozwój systemu finansowego krajów⁴⁰ otwierających swoje rynki⁴¹.** Wskazuje się, że wraz z napływem środków finansowych do danego kraju napływają też oddziały i filie zagranicznych instytucji finansowych, których działalność powoduje zmiany w krajowym systemie finansowym w efekcie wzrostu konkurencji (następuje restrukturyzacja krajowego systemu finansowego, wprowadzenie światowych norm i standardów działania tego systemu, itp.). Jak wskazali Bernhard Fischer i Helmut Reisen (1992, s. 7) „Korzyści z rosnącej konkurencji [na rynku – dop. aut.] mogą być nawet ważniejsze niż statyczne zyski będące rezultatem integracji finansowej”. Jeśli w wyniku otwarcia rynku wzrośnie konkurencja pomiędzy pośrednikami finansowymi, w efekcie będzie to oznaczało spadek marży pośredników, spadek kosztów dla kapitałobiorców i wzrost zysków dla kapitałodawców. Należy jednak w tym miejscu podkreślić, że obecność zagranicznych instytucji finansowych na rynkach krajowych jest nie tyle wynikiem swobody przepływów inwestycyjnych, co swobody świadczenia usług finansowych.
8. **Dyscyplinowanie rządów w zakresie prowadzonej polityki monetarnej i fiskalnej.** Kraje starają się stworzyć jak najlepsze warunki prawno-ekonomiczne, aby przyciągnąć kapitały inwestycyjne, ale później muszą je utrzymać, aby te kapitały zatrzymać. Jak już wcześniej wskazano, z punktu widzenia krajów dużo bardziej niebezpieczny dla stabilności ich systemów finansowych jest nagły odpływ kapitałów niż ich niedostateczny napływ.

Swoboda przepływów kapitałowych stanowi także istotny element pogłębiania współpracy gospodarczej między krajami i warunek integracji rynków finansowych, będącej jednym z kluczowych czynników zacieśniania integracji na płaszczyźnie walutowej. Przykładem może tu być sekwencja działań podjętych w celu utworzenia strefy euro w ramach Unii Europejskiej. Warunkiem koniecznym przystąpienia krajów do trzeciego etapu integracji było zniesienie wszelkich barier w przepływach kapitału między nimi. Utrzymanie takich barier byłoby sprzeczne z ideą tworzenia obszarów jednawalutowych.

40 Występowanie tej korzyści zostało potwierdzone przez badania Xin Liu et al. (2020).

41 Szeroko problem ten przebadat np.: Levine, 2004.

Obok potencjalnych korzyści ekonomicznej wskazywali także na dwa argumenty na rzecz transgranicznej swobody przepływu kapitału:

1. **Kraje wysoko rozwinięte mają zliberalizowane rynki kapitału, postępujące ich drogą rozwoju kraje rozwijające się powinny uczynić tak samo.** „Liberalizacja obrotów kapitałowych jest nieuniknionym krokiem na ścieżce międzynarodowego rozwoju [...]. Poza tym wszystkie najbardziej rozwinięte gospodarki świata mają zliberalizowane obroty kapitałowe” (Fischer, 2002, s. 2). Słowa Fischera trudno uznać za przekonujący argument na rzecz liberalizacji, niemniej jednak oddają one przekonanie obecne w krajach rozwiniętych, że wytyczona przez nie droga powinna stanowić główny punkt odniesienia dla pozostałych krajów gospodarki światowej. Przeciwwstał się takiemu podejściu John Williamson (2006), który wręcz wskazał, że liberalizacja bywa niekiedy narzucana niechętnym jej krajom. Podał przykład Indii, które były poddane presji na zniesienie barier w przepływach kapitału, a dla których, jego zdaniem, szybkie i pełne zniesienie istniejących ograniczeń byłoby niekorzystne.
2. **Otwarcie rynków kapitałowych wynika z tych samych przesłanek, które legły u podstaw otwarcia rynków towarowych.** Ponieważ w powszechnym mniemaniu swoboda przepływów towarowych jest korzystna dla krajów, analogiczna sytuacja powinna mieć miejsce w przypadku przepływów finansowych. Kapitał w tym przypadku postrzegany jest jako swoisty „towa”, natomiast uzasadnienie takiej liberalizacji dokonywane jest przy pomocy teorii wolnego handlu⁴².

W dyskusji dotyczącej korzyści i kosztów wynikających ze swobody przepływów kapitałowych ważne jest spostrzeżenie, że, podobnie jak w odniesieniu do zależności między liberalizacją a wzrostem gospodarczym, także w przypadku pozostałych korzyści brakuje jednoznacznego empirycznego potwierdzenia ich występowania. Oznacza to, że korzyści te są hipotetyczne, teoretyczne, zatem nie można przyjąć, że wystąpią w krajach, które zniosą bariery w przepływach kapitałów. Spostrzeżenie to jest istotne, ponieważ analiza literatury przedmiotu dotyczącej skutków liberalizacji przepływów kapitałowych prowadzi niekiedy do błędnego wniosku, że samo zniesienie ograniczeń prowadzi do ich uzyskania.

2.5.3. Zagrożenia wynikające ze zniesienia ograniczeń

Liberalizacja przepływów kapitałowych może być, zdaniem Petera Blaira Henry’ego i Petera Lombarda Lorentzena (2003, s. 3), „mieszanym błogosławieństwem” dla wielu krajów, oczekiwanym korzyściom towarzyszą bowiem potencjalne

⁴² Uzasadnienie takie jest prezentowane przez monetarystów. Zdaniem keynesistów prowadzenie polityki wolnego handlu i pełnego zatrudnienia wyklucza możliwość liberalizacji przepływów kapitałowych w skali globalnej. Por. Singh, 2002, s. 7–8.

zagrożenia. Decyzja o zniesieniu ograniczeń powinna zatem zostać poprzedzona wnikliwymi analizami wszelkich możliwych następstw i podjęta przez dany kraj tylko wtedy, gdy oczekiwane korzyści netto okażą się dodatnie.

Jednym z największych przeciwników pełnej swobody transgranicznego przepływu kapitału jest wspomniany już wcześniej Stiglitz, współtwórca teorii asymetrii informacji. Jak już zostało wskazane w rozdziale pierwszym, zdaniem Stiglitz założenia, w oparciu o które zbudowany został model neoklasyczny są na tyle nierealistyczne, że płynące z niego wnioski mają ograniczone zastosowanie w rzeczywistości gospodarczej. Trzeba jednak zaznaczyć, że Stiglitz jest sceptyczny wobec pełnej liberalizacji przepływów o charakterze krótkoterminowym. Uważa on, że właśnie one przyczyniają się do destabilizacji rynków finansowych i, w przeciwieństwie do bezpośrednich inwestycji zagranicznych, nie wpływają na poprawę sytuacji gospodarczej kraju dokonującego liberalizacji. **Argumenty** przytaczane przez Stiglitz (2000a; 2004) są następujące:

1. Zwolennicy swobody przepływów finansowych opierają swoje przekonanie o ich korzystnym oddziaływaniu na gospodarkę opierając się na dorobku teorii neoklasycznej zakładającej efektywność rynków i utożsamiającej skutki liberalizacji obrotów finansowych z efektami liberalizacji obrotów towarowych. Natura kapitału finansowego wyklucza jednak taką analogię. Podobnego zdania jest Rodrik (1998, s. 4), który wskazuje, że „jest fundamentalna różnica w sposobie funkcjonowania rynku w tych dwóch obszarach”. Uważa on, że choć rynki towarowe trudno uznać za funkcjonujące w sposób zgodny z założeniami modelu neoklasycznego, są one jednak w znacznym stopniu efektywne i przewidywalne. Rynki finansowe są zasadniczo odmienne (występuje na nich np. zjawisko asymetrii informacji, czy też terminowe „niedopasowanie” zobowiązań, które często bywają krótkoterminowe, z aktywami o charakterze długoterminowym) w związku z powyższym poszukiwanie wspólnego teoretycznego „umocowania” rynków towarowego i finansowego jest bezzasadne.
2. Brakuje dowodów potwierdzających występowanie zależności między stopniem liberalizacji przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym (co wskazano wcześniej).
3. Błędne jest założenie, że swoboda przepływu kapitału przyczynia się do wyrównania stopy konsumpcji w kraju znajdującym się w „dolnej” fazie cyklu koniunkturalnego (kraj, który chce utrzymać stały poziom konsumpcji korzysta z zasobów zagranicznych w sytuacji zmniejszenia się dostępnych zasobów krajowych). Kiedy koniunktura w kraju ulega pogorszeniu, pogarsza się często także jego wiarygodność kredytowa, zaś w tej sytuacji naturalnym działaniem inwestorów jest wycofywanie się z rynku (szczególnie w przypadku inwestycji krótkoterminowych), co może nawet skutkować zagrożeniem stabilności finansowej kraju.
4. Kraje są zachęcane do liberalizacji przepływów kapitałowych z uwagi na fakt, że otwarcie takie powinno przyczynić się do powiększenia ich bazy

kapitałowej. Tymczasem częstym problemem powstającym w wyniku liberalizacji jest odpływ kapitałów z rynku, czyli zubożenie tej bazy.

5. Błędny jest pogląd, że liberalizacja przepływu kapitału „wymusza” prowadzenie wiarygodnej i zdyscyplinowanej polityki makroekonomicznej. Stwierdzenie to może być prawdziwe w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jednak nie w odniesieniu do kapitału krótkookresowego. Wręcz przeciwnie – duża ruchliwość tego kapitału przyczynia się do utrudnień w prowadzeniu stabilnej polityki makroekonomicznej.
6. Uwolnienie przepływów kapitałowych może także, w sytuacji przedwczesnej liberalizacji, doprowadzić do wybuchu kryzysu walutowego, a także kryzysu finansowego.

Reasumując, zdaniem Stiglitz’a liberalizacja przepływów kapitałowych, szczególnie o charakterze krótkoterminowym, może oznaczać dla kraju zwiększone ryzyko destabilizacji jego gospodarki, które nie jest kompensowane przez korzyści płynące z liberalizacji (ujemne korzyści netto). Wywieranie na kraje rozwijające się presji na pełne uwolnienie przepływów kapitałowych jest w tej sytuacji nie tylko nieuzasadnione, ale może być dla nich wręcz szkodliwe.

Willem Molle (2000, s. 222–223) podjął próbę zebrania **wiodących argumentów na rzecz ograniczania swobody przepływu kapitału**, zarówno w zakresie eksportu, jak i importu:

- 1) wielkość bazy kapitałowej kraju jest jednym z najistotniejszych czynników jego rozwoju, w tej sytuacji nie należy pozwolić na wypływ kapitału, gdyż wzmocni to gospodarki innych krajów ze szkodą dla własnej;
- 2) nadmierny eksport kapitału może przyczynić się do straty krajowych rezerw walutowych;
- 3) niekontrolowane przepływy kapitału mogą istotnie zakłócać proces osiągania równowagi zewnętrznej i wewnętrznej – znaczące przepływy kapitału wpływają bowiem na poziom kursu walutowego, a przez to na konkurencyjność kraju na rynku międzynarodowym, oraz na wysokość stopy procentowej, co znacząco utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej sprzyjającej utrzymywaniu równowagi wewnętrznej na rynku krajowym;
- 4) wbrew teorii neoklasycznej swobodne przemieszczanie się kapitału nie prowadzi do jego optymalnej alokacji, ale do jego koncentracji w krajach o dużym i zasobnym rynku kapitałowym, podczas gdy kraje rozwijające się cierpią na jego niedobór.

Argumenty przeciwników pełnej swobody przepływów kapitałowych przedstawione przez Molle’a przynależą zdecydowanie do nurtu teorii keynesowskiej. Pojawia się niepewność na temat możliwości zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych kraju, czy też jego zdolności do osiągania równowagi zewnętrznej i wewnętrznej w sytuacji uwolnienia przepływów kapitałowych. Nie ma mowy o konieczności konkurowania o kapitał w skali międzynarodowej – kapitał inwestycyjny powinien z definicji być zatrzymany w kraju. Negowany jest kluczowy argument teorii

neoklasycznej, jakim jest optymalna alokacja kapitału – optymalna alokacja działa z punktu widzenia posiadaczy kapitału, a nie kraju, może to oznaczać także odpływ kapitału z kraju. Nie jest rozważana pozytywna zależność występująca między swobodą i wzrostem gospodarczym – swoboda może przyczyniać się do zubożenia bazy kapitałowej kraju oraz zaburzenia jego równowagi.

Argumenty przeciw pełnej swobodzie przepływów kapitałowych przedstawiają także Christopher L. Gilbert, Gregor Irwin i David Vines (2001)⁴³. Ich zdaniem do najczęściej spotykanych kontrargumentów można zaliczyć następujące:

1. Trudności z prowadzeniem polityki makroekonomicznej wynikające z faktu ograniczenia możliwości niezależnego kształtowania poziomu krajowej stopy procentowej.
2. Trudności z prowadzeniem polityki kursowej. Swoboda przepływów kapitałowych oznacza konieczność rezygnacji z prowadzenia przez kraj polityki kursu stałego, tymczasem taka właśnie polityka prowadzona jest często przez kraje rozwijające się.
3. Możliwość zmniejszenia się bazy podatkowej kraju. Swoboda przepływu kapitału oznacza, że w przypadku obowiązywania w danym kraju relatywnie wysokich podatków inwestorzy mogą przenosić kapitał za granicę, co zmniejszy wpływy podatkowe do budżetu.
4. Niepewna skala realnych zysków wynikająca z faktu braku „twardych” dowodów występowania związku między swobodą przepływu kapitału i wzrostem gospodarczym kraju, który znosi ograniczenia.
5. Niewłaściwa sekwencja liberalizacji. Uważa się, że przedwczesna liberalizacja (przy braku szeroko zakrojonych reform prowadzonych w całej gospodarce) może doprowadzić do zaburzeń stabilności finansowej kraju.

Dwa pierwsze argumenty dotyczą trudności, jakich mogą doświadczać kraje funkcjonujące w systemie wielodewizowym. Zgodnie z paradygmatem trójkąta niemożliwego kraj liberalizujący przepływy kapitałowe musi dokonać wyboru – albo autonomiczna polityka pieniężna, albo stabilizacja kursu walutowego. Jeśli przyjąć, że dla krajów rozwijających się kluczową kwestią jest możliwość swobodnego kształtowania stóp procentowych i stabilizacja kursu walutowego, wówczas ograniczanie swobody przepływów kapitałowych może być niezbędne.

W przypadku trzeciego argumentu – ucieczka kapitałów krajowych przed zbyt wysokim opodatkowaniem – pojawiają się dwie możliwości: przeniesienie działalności do rajów podatkowych bądź przeniesienie działalności do krajów, które oferują bardziej konkurencyjne warunki jej prowadzenia. O ile w pierwszym przypadku nie ma wątpliwości, że takie postępowanie ma wydźwięk pejoratywny (świadczy choćby o tym fakt utajniania danych dotyczących osób rejestrujących

43 Należy zaznaczyć, że w publikacji tej wymieniono także korzyści płynące z liberalizacji, natomiast finalny wniosek autorów jest następujący: „Liberalizacja przepływów kapitałowych może oznaczać potencjalne zyski netto, nawet dla najbiedniejszych krajów, pod warunkiem właściwej sekwencji jej wprowadzania”.

działalność gospodarczą w rajach podatkowych), o tyle w drugim ma miejsce optymalna alokacja kapitału – kapitał przenosi się tam, gdzie zyski są większe, a zyski są większe, gdy podatki są niższe. Jest to niekorzystne z punktu widzenia budżetu państwa, ale korzystne dla inwestorów.

Argument czwarty był dyskutowany już wcześniej i wielokrotnie wspominany – nie ma dowodów jednoznacznie potwierdzających wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy.

Ostatni argument nie jest właściwie argumentem przeciw liberalizacji jako takiej, a raczej wskazaniem, że niewłaściwa sekwencja liberalizacji może doprowadzić do zaburzeń na rynku wewnętrznym kraju, który takiej liberalizacji dokonał. Wzrost poziomu zagrożenia związanego z utratą stabilności finansowej⁴⁴ jest często wymieniany jako największy koszt liberalizacji przepływów kapitałowych, który muszą zaakceptować kraje w zamian za dostęp do międzynarodowych rynków finansowych. Badania prowadzone przez Davide Furceriego i Prakasha Loungani (2015) dowiodły również, że liberalizacja ta przyczynia się do wzrostu stopnia nierówności społeczno-gospodarczych między krajami.

Reasumując, **pełna swoboda przepływów kapitałowych może oznaczać następujące zagrożenia:**

- zmniejszenie zasobów kapitału krajowego przekładające się na niedobór środków inwestycyjnych w gospodarce;
- ograniczone możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, zakłócanie działań stymulujących osiągnięcie równowagi wewnętrznej;
- trudności w utrzymaniu pozycji konkurencyjnej na rynkach międzynarodowych;
- trudności w utrzymaniu równowagi zewnętrznej;
- zagrożenie stabilności finansowej kraju;
- wzrost nierówności społeczno-gospodarczych w odniesieniu do innych krajów.

Trzeba jednocześnie podkreślić, że wystąpienie w danym kraju któregoś ze wskazanych powyżej problemów nie oznacza, że oto zmaterializował się koszt liberalizacji. Ich pojawienie się może być, i najczęściej jest, rezultatem łącznego oddziaływania kilku czynników, nie zaś wyłącznie liberalizacji przepływów finansowych.

⁴⁴ Zgodnie z definicją Garry’ego J. Schinasiego (2004, s. 8), system finansowy można uznać za stabilny, jeśli jego funkcjonowanie ułatwia (raczej niż utrudnia) działanie gospodarki kraju i pozwala przezwyciężyć endogeniczne stany nierównowagi finansowej pojawiające się w wyniku znaczących, niepożądanych i nieprzewidzianych wydarzeń. Według Deutsche Bundesbanku, termin „stabilność finansowa” opisuje pewien ciągły stan, w którym system finansowy efektywnie wypełnia kluczowe funkcje ekonomiczne, takie jak alokacja zasobów, dywersyfikacja ryzyka oraz przekazywanie środków finansowych w ramach płatności, przy czym jest zdolny to czynić także w przypadku szoków, sytuacji stresowych oraz okresów istotnych zmian strukturalnych zachodzących w gospodarce. Por. Deutsche Bundesbank, „Report on the Stability of the German Financial System”, Monthly Report, Frankfurt, December 2003 za: Schinasi, 2004.

Kapitał krajowy, który ma stworzone korzystne warunki inwestycyjne, nie „ucieka” z rynku krajowego, a przemieszcza się za granicę np. w sytuacji realizacji strategii zagranicznej ekspansji przez firmę bądź strategii dywersyfikacji inwestycji. W tym samym czasie na rynek krajowy napływa kapitał zagraniczny, który wypełnia powstałą lukę. Dowodem potwierdzającym słuszność tej tezy są masowe przepływy kapitałowe mające miejsce między krajami rozwiniętymi, które nader rzadko doświadczają nagłych odpływów/napływów kapitału destabilizujących ich rynki finansowe.

Trudności w utrzymaniu pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych mogą być rezultatem zwiększonego napływu kapitału na rynek krajowy, co skutkuje aprecjacją waluty krajowej i pogorszeniem warunków działania dla eksporterów. Z drugiej strony aprecjacja waluty oznacza potanie importu, co przy obecnym procesie umiędzynarodowienia produkcji opartej w dużej mierze na importowanych półfabrykatkach i surowcach może istotnie ograniczyć niekorzystne skutki umocnienia się waluty krajowej, a w efekcie pozwolić na zachowanie tejże pozycji.

Jednym z często pojawiających się argumentów przeciwko pełnej swobodzie przepływu kapitału jest ograniczenie autonomii polityki pieniężnej i zagrożenie realizacji celów polityki wewnętrznej danego kraju. Te dwa elementy traktowane są łącznie, jako że istnieje między nimi bezpośredni związek. Jednym z głównych parametrów wpływających na realizację wyznaczonych celów polityki wewnętrznej kraju jest poziom stopy procentowej wpływający na decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych. Stopa procentowa jest także jednym z głównych narzędzi prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny. Liberalizacja przepływów kapitałowych w określonych warunkach może uniemożliwić prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę fakt, że część krajów chce utrzymać tę niezależność, pełna swoboda przepływów kapitałowych jest w ich przypadku co najmniej utrudniona, jeśli nie wykluczona. Ograniczenie to wiąże się ze wspomnianym wcześniej paradygmatem trójkąta niemożliwego. Jeśli kraje nie chcą rezygnować z prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej ukierunkowanej na realizację celów wewnętrznych, ich wybór zawęży się do dwóch zmiennych – aktywna polityka kursowa lub swoboda przepływów kapitałowych. Tym samym kraje, które z różnych względów przyjmują reżim kursu stałego nie mogą jednocześnie podjąć decyzji o uwolnieniu przepływów kapitałowych.

Działanie paradygmatu trójkąta niemożliwego we wszystkich trzech rodzajach międzynarodowego systemu walutowego, które funkcjonowały i funkcjonują do chwili obecnej, **potwierdzili** w prowadzonych badaniach Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh i Alan M. Taylor (2004a; 2004b). I tak co następuje:

- **w systemie waluty złotej** kraje prowadziły politykę kursu stałego przy pełnej mobilności kapitałów, co skutkowało utratą niezależności w prowadzonej polityce pieniężnej. Działanie zasad „trylematu” makroekonomicznego przejawiało się w tym okresie poprzez szybką transmisję zmian wysokości stóp procentowych między krajami;

- **podstawą systemu z Bretton Woods** stała się kombinacja dwóch innych elementów: reżimu kursu stałego i autonomicznej polityki pieniężnej, co skutkowało koniecznością nałożenia ograniczeń na przepływy kapitału. Ograniczenia te, przynajmniej w początkowym okresie działania systemu z Bretton Woods, izolowały rynki krajowe i umożliwiały ustalanie krajowej stopy procentowej na pożądanym poziomie;
- **w systemie wielodewizowym** postępująca globalizacja rynków finansowych wymusza otwieranie rynków na przepływy finansowe, co przy chęci prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej oznacza konieczność przyjęcia przez kraje reżimu kursu zmiennego. Działanie prawidłowości jaką jest „trylemat” makroekonomiczny oznacza, że kraje, które chcą niezależnie kształtować politykę pieniężną i jednocześnie stabilizować kurs walutowy (częsty *casus* krajów rozwijających się) nie mogą podjąć decyzji o pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych, gdyż byłoby to sprzeczne z logiką systemu.

2.5.4. Kryzys walutowy jako konsekwencja swobody przepływu inwestycji

Wśród argumentów przeciw pełnej swobodzie przepływów kapitałowych pojawia się potencjalna destabilizacja krajowego systemu finansowego, która w sytuacji skrajnej może przerodzić się w kryzys walutowy. **Wybuch kryzysu walutowego oznacza zakłócenie bądź uniemożliwienie sprawnego działania systemu finansowego.** Precyzyjne zdefiniowanie pojęcia „kryzys walutowy” jest bardzo trudne z uwagi na złożoność tego zjawiska. Zdaniem Jana Sulmickiego (2000, s. 458), istotą kryzysu walutowego jest nagła utrata zaufania międzynarodowych rynków finansowych do stabilności kursu danej waluty wraz z towarzyszącym oczekiwaniem na jej szybką i nieuchronną dewaluację. Następstwem utraty zaufania inwestorów jest wycofywanie przez nich kapitałów z danego rynku, co skutkuje spadkiem realnej wartości waluty krajowej. Znaczący spadek wartości tej waluty może wywołać kolejne niekorzystne zjawisko, za jakie należy uznać pozbywanie się waluty tego kraju przez jego rezydentów. W efekcie, w zależności od reżimu kursowego obowiązującego w kraju, albo bank centralny podejmuje próbę obrony kursu waluty (dzieje się tak zwykle w systemie kursu stałego, warunkiem koniecznym jest posiadanie przez kraj zasobu rezerw dewizowych umożliwiającego takie działanie) albo rynkowa wartość waluty gwałtownie spada, co oznacza masowy odwrót od tej waluty i dalszą presję na spadek jej wartości.

Uwagę zwraca tu fakt, że możliwość wymiany waluty krajowej na walutę obcą przez rezydentów nie jest zależna od stopnia liberalizacji transgranicznych przepływów kapitałowych, a od przyjętego w danym kraju standardu wymienialności. W związku z powyższym może mieć miejsce sytuacja, gdy kryzys walutowy zostanie wywołany przez dokonywaną na dużą skalę zamianę waluty krajowej

na zagraniczną na rynku wewnętrznym, nie zaś przez masowy odpływ kapitału zagranicznego. Nie ulega jednak wątpliwości, że w takiej sytuacji bank centralny ma szersze możliwości działania wobec rezydentów niż nierezydentów (są to środki stosowane w stanie wyższej konieczności, np. czasowe „zamrożenie” wkładów bankowych w walutach obcych rezydentów). W systemie kursu zmiennego bank centralny także może podjąć próbę interwencji na rynku walutowym w celu stabilizowania kursu waluty krajowej, jednak interwencja taka nie jest w tym przypadku wymagana.

Graciela Kaminsky, Saul Lizondo i Carmen Reinhart (1998, s. 7) zebrali **definicje kryzysu walutowego** formułowane przez różnych badaczy: kryzys walutowy bywa utożsamiany z dewaluacją, przy czym część badań obejmuje tylko przypadki rzadko występujących dewaluacji o dużej skali, natomiast część także mniejsze i częściej przeprowadzane dewaluacje; niektórzy badacze przyjmują szerszą definicję kryzysu, rozumiejąc pod tym pojęciem także przypadki zakończonych porażką ataków spekulacyjnych, które, choć nie doprowadziły do dewaluacji, spowodowały jednak znaczący wzrost krajowej stopy procentowej lub/i istotny spadek rezerw walutowych. Hali J. Edison (2000, s. 2) określił kryzys walutowy jako epizod, podczas którego atak na kurs waluty prowadzi do jej nagłej i gwałtownej deprecjacji, dużego spadku rezerw walutowych lub kombinacji obu tych elementów.

Przytoczone definicje są jedynie częścią funkcjonujących w literaturze przedmiotu, nie sposób jednak arbitralnie wskazać, która z nich najlepiej oddaje istotę problemu. Wszystkie mają istotny punkt wspólny – wskazują, że **kryzys walutowy to nagła i głęboka deprecjacja kursu danej waluty, której następstwem jest często dewaluacja (w systemie kursu stałego) i głęboki spadek poziomu rezerw dewizowych**. Konsekwencją kryzysu walutowego jest utrata równowagi zewnętrznej przez kraj oraz (często) pojawienie się całej sekwencji kryzysów na innych rynkach. Sekwencja występowania kryzysów może być różna. Jeśli np. kryzys walutowy stał się następstwem kryzysu bankowego, później zjawiska kryzysowe mogą przenieść się np. na rynek papierów wartościowych, czy też na rynek nieruchomości. Często między wskazanymi kryzysami występuje sprzężenie zwrotne – kryzysy na różnych rynkach oddziałują na siebie wzajemnie i wzajemnie się stymulują.

Badania nad przyczynami i naturą kryzysów walutowych prowadzone są od lat w wielu ośrodkach naukowych. Efektem tych badań jest **powstanie i rozwój teorii kryzysów walutowych**. Teorię tę można określić jako zbudowaną „na zapotrzebowanie”. Wysoce negatywny wpływ, jaki wywiera wybuch kryzysu na gospodarkę krajową i światową, powoduje nie tylko potrzebę znalezienia przyczyn tego zjawiska, ale także określenia wskaźników świadczących o rosnącym prawdopodobieństwie pojawienia się kryzysu i wyjaśnienia mechanizmów tworzenia się kryzysu. Teoria kryzysów walutowych rozwijała się i nadal rozwija wraz z pojawianiem się kolejnych ognisk kryzysów w gospodarce światowej, których przyczyn nie zdołały wyjaśnić wcześniejsze modele. **Do chwili obecnej powstały trzy generacje modeli teoretycznych: pierwszej, drugiej i trzeciej generacji**. Analiza teoretycznych

uwarunkowań wybuchu kryzysu walutowego nie jest przedmiotem rozważań w niniejszej pracy. Z punktu widzenia tematu pracy istotna jest natomiast odpowiedź na pytanie: czy pojawianie się kryzysów walutowych może być uznane za bezpośrednie następstwo liberalizacji przepływu kapitału?

Faktem jest, że odwrót od doktryny szybkiej liberalizacji przepływów kapitałowych nastąpił właśnie po serii kryzysów, które przetoczyły się przez gospodarkę światową pod koniec lat 90. XX wieku. Ponieważ bezpośrednią i spektakularną przyczyną wybuchu kryzysu były destabilizujące rynek finansowy danego kraju masowe przepływy kapitału, swoboda przepływów kapitałowych wydawała się z oczywistych względów główną siłą sprawczą wybuchu kryzysów. W sytuacji zamknięcia gospodarki oraz braku wewnętrznej i zewnętrznej wymienialności waluty (w skrajnym przypadku zarówno transakcje finansowe, jak i transakcje bieżące poddane są kontroli) prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu walutowego jest zerowe. Powiązanie wystąpienia kryzysu z liberalizacją jest więc bardzo wygodnym wytłumaczeniem dla władz kraju, w którym kryzys wystąpił – źródłem kryzysu nie są wewnętrzne uwarunkowania gospodarcze, a przyczyny natury zewnętrznej, w tym przede wszystkim swoboda przepływu środków finansowych. Przykłady dotychczasowych kryzysów pozwalają jednak na identyfikację *ex post* istotności czynników o charakterze gospodarczym.

Kryzysy walutowe są następstwem splotu wydarzeń występujących w gospodarkach poszczególnych krajów i ich otoczeniu zewnętrznym, przepływy kapitału są natomiast konkretną i widoczną reakcją inwestorów na te wydarzenia i stąd bywają niesłusznie postrzegane jako główna przyczyna wybuchu kryzysów (szerzej na ten temat Lane, 2012). Część ekonomistów powraca więc do koncepcji utrzymywania/wprowadzania ograniczeń w przepływach kapitału jako panaceum na zagrożenie jakim jest kryzys. Marcin Gruszczyński (2002, s. 135), który zbadał zależność między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem podatności kraju na wybuch kryzysu, wskazał, że

doświadczenia z kontrolą przepływów finansowych [...] potwierdzają, że skuteczność restrykcji w przypadku dalszego prowadzenia niewłaściwej polityki gospodarczej jest znikoma. Uczestnicy rynku walutowego [...] są w stanie ominąć praktycznie wszystkie przepisy prawa dewizowego. Utrzymywanie ograniczeń staje się coraz mniej efektywne, a coraz bardziej kosztowne.

I jeszcze jeden istotny wniosek Gruszczyńskiego (2002, s. 135) – „w ekstremalnych przypadkach mogą one [ograniczenia – dop. aut.] zakłócać aktywność gospodarczą i mieć negatywny wpływ na rozwój rynków finansowych”. Nakładanie ograniczeń powoduje natomiast odizolowanie gospodarki krajowej od międzynarodowego rynku finansowego i ogranicza możliwości jej rozwoju, nie likwidując przyczyn problemów leżących zwykle w systemowych uwarunkowaniach jej działania.

Ponieważ zniesienie ograniczeń wobec przepływów kapitałowych może stać się katalizatorem wybuchu kryzysu walutowego i większość krajów gospodarki

światowej jest tym samym narażona na pojawienie się kryzysu, stanem optymalnym powinien być w tej sytuacji powrót do ograniczeń. Takie zalecenie pozostawałoby jednak w zasadniczej sprzeczności ze stanem faktycznym – kraje w mniejszym lub większym stopniu liberalizują przepływy kapitału. Nie można więc wyprowadzić prostego wniosku – kryzys walutowy jest następstwem swobody przepływów kapitału. Gdyby tak było, kraje raczej nie decydowałyby się na wprowadzenie swobody w tym obszarze relacji gospodarczych.

Spór o przewagę kosztów nad korzyściami i *vice versa* jest w dużej mierze starciem odmiennych stanowisk obecnych w dwóch głównych nurtach teoretycznych wobec tej kwestii – neoklasycznego i keynesowskiego. Optujący za liberalizmem gospodarczym neoklasycy dostrzegają przewagę korzyści nad kosztami, natomiast popierający możliwość nakładania barier na wybrane kategorie przepływów kapitałowych keynesiści wskazują także na potencjalne zagrożenia. Neoklasycy dostrzegają związki między swobodą przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, keynesiści – związki między swobodą a wybuchem kryzysów walutowych. Żadna z grup nie jest w stanie jednoznacznie empirycznie dowieść prawdziwości swoich poglądów. W obecnym systemie wielodewizowym dominuje nadal podejście neoklasyczne, zgodnie z którym liberalizacja przepływów kapitałowych jest korzystna dla gospodarki przeprowadzającego ją kraju. W nielicznych krajach gospodarki światowej, które zliberalizowały przepływy kapitałowe, wystąpiły niekorzystne efekty liberalizacji. Te przypadki trudno uznać za argument przeciw liberalizacji. Jest to jednak argument na rzecz zachowania ostrożności przy znoszeniu ograniczeń, jako że w przypadku przedwczesnej liberalizacji, przede wszystkim w sytuacji niedostatecznego stopnia rozwoju systemu finansowego, rośnie prawdopodobieństwo wystąpienia zaburzeń na krajowych rynkach finansowych.

Rozdział 3

Uwarunkowania międzynarodowych przepływów inwestycji w międzynarodowym systemie walutowym

Zniesienie ograniczeń istniejących wobec transgranicznych przepływów finansowych to jedna z kluczowych decyzji w obszarze prowadzonej przez kraj polityki makroekonomicznej. Dotychczasowa historia rozwoju międzynarodowego systemu walutowego wskazuje, że stanowisko krajów wobec tej kwestii na przestrzeni wieków było zróżnicowane. Celem rozdziału trzeciego jest charakterystyka uwarunkowań transgranicznych przepływów inwestycji na tle ewolucji międzynarodowego systemu walutowego.

3.1. System waluty złotej – liberalizm gospodarczy

Ekonomiści badający procesy globalizacji i międzynarodowych przepływów inwestycji odwołują się często do doświadczeń okresu systemu waluty złotej (zwanego goldstandardem), który funkcjonował w latach **1870–1914**. Zdaniem Eichengreena i Harolda Jamesa (2001, s. 4), jedną z kluczowych przyczyn przełomowych zmian w funkcjonowaniu międzynarodowego systemu walutowego i finansowego, które nastąpiły w tym okresie, był dynamiczny rozwój światowego handlu. W 1867 roku na konferencji w Paryżu zorganizowanej przez cesarza Napoleona III po raz pierwszy jasno wskazano, że w związku z rozwojem relacji handlowych między krajami konieczne jest wypracowanie wspólnych standardów walutowych, które sprzyjałyby wzrostowi tej wymiany i gospodarczemu zbliżeniu krajów. Brak takich standardów został uznany za jedną z głównych przeszkód w rozwoju obu procesów.

Pierwszy międzynarodowy system walutowy, czyli **system waluty złotej**, za którego umowny początek przyjmuje się rok 1870, nie powstał w następstwie zawarcia formalnego porozumienia między krajami, a poprzez przyjęcie i stosowanie przez kraje zasad jego działania. Centralnym krajem systemu była Wielka Brytania i to jej polityka walutowa stała się punktem odniesienia dla pozostałych krajów – kraje, które chciały uzyskać dostęp do chłonnego brytyjskiego rynku lub zaciągnąć pożyczki na brytyjskim rynku finansowym musiały przyjąć rozwiązania zastosowane przez Wielką Brytanię. Do 1870 roku system został przyjęty także przez inne wiodące kraje gospodarki światowej, w których wcześniej obowiązywał bi-metalizm (Francja, USA) bądź system waluty srebrnej (Niemcy). System waluty złotej opierał się na sztywnych relacjach walutowych (kursy parytetowe), funkcję pieniądza światowego i narodowego pełniło złoto, nie było barier wobec transgranicznych przepływów złota i kapitału. Wszystkie kraje emitowały waluty będące tzw. znakami złota, czyli waluta żadnego kraju, przynajmniej teoretycznie, nie znajdowała się w sytuacji uprzywilejowanej w stosunku do pozostałych¹. Powstanie działającego w oparciu o powszechnie przyjęte standardy międzynarodowego systemu walutowego należy uznać za jeden z fundamentów rozwoju międzynarodowego rynku finansowego oraz znaczącego wzrostu wolumenu transgranicznych przepływów inwestycji².

W następstwie powstania stabilnych ram funkcjonowania systemu **znaczaco wzrosła wartość przepływów inwestycji w skali globalnej**. Stało się to głównie w efekcie masowej eksploatacji bogactw naturalnych, których duże złoża odkryto w tzw. Nowym Świecie (USA, Argentyna, Australia, Kanada). Możliwość dotarcia i wydobywania złóż wiązała się z koniecznością poniesienia znaczących nakładów inwestycyjnych zarówno w infrastrukturę umożliwiającą ich transport, jak i w przedsiębiorstwa zajmujące się ich wydobyciem. Kraje Nowego Świata były ubogo wyposażone zarówno w siłę roboczą, jak i kapitał, teoretycznie nie było więc bodźca, który byłby determinantą przepływu kapitału finansowego z krajów nadwyzkowych (Starego Świata – przede wszystkim Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec) do krajów niedoboru (Nowego Świata) (Taylor i Williamson, 1991). Sytuacja zmienia się jednak po włączeniu do badania trzeciego czynnika – bogactw naturalnych. Ponieważ z natury rzeczy bogactwa naturalne są niemobilne, jedyną możliwością ich przeniesienia do krajów Starego Świata był import dóbr,

1 W praktyce taką uprzywilejowaną pozycję miała Wielka Brytania.

2 Wbrew opiniom nt. sprawnego i niezakłóconego działania goldstandardu, w systemie tym także pojawiały się kryzysy. Jak wskazują Eichengreen i Bordo (2002), kryzysy walutowe przed 1914 rokiem trwały nawet dłużej niż współcześnie, krócej natomiast kryzysy bankowe i kryzysy „bliźniacze” (wynikające z nierównowagi zewnętrznej i wewnętrznej). Kryzysy były także następstwem nadmiernego zadłużenia zagranicznego denominowanego w walutach obcych, co oznacza, że stałe parytety walut w złocie nie były gwarantem uniknięcia kryzysu wynikającego m.in. ze zmiany wolumenu zadłużenia wynikającego ze zmiany relacji kursowych (szerzej na ten temat: Bordo i Meissner, 2005).

w których wykorzystanie bogactw naturalnych było relatywnie większe od nakładów kapitału i siły roboczej. W celu wydobywania bogactw naturalnych i wytworzenia takich dóbr niezbędne stało się połączenie nakładów kapitału i siły roboczej. W okresie 1870–1914 eksport kapitału do krajów Nowego Świata był zatem istotnie skorelowany z przemieszczaniem się siły roboczej (w okresie 1907–1914 imigranci stanowili 40,5% wzrostu populacji USA – por. Taylor i Williamson, 1991).

Co ciekawe, kraje, które obok Wielkiej Brytanii należały do wiodących gospodarek tego okresu, Francja i Niemcy, w zdecydowanie większym stopniu koncentrowały się na inwestycjach podejmowanych na kontynencie europejskim (53,8% i 45,5% odpowiednio, wobec 5,8% inwestycji brytyjskich w Europie) niż w Ameryce Północnej, która dominowała jako destynacja inwestycji brytyjskich (por. tab. 3.1).

Tabela 3.1. Rozkład geograficzny łącznych inwestycji Wielkiej Brytanii, Niemiec i Francji w latach 1913–1914 (%)

Lokalizacja inwestycji	Wielka Brytania	Francja	Niemcy
Europa Wschodnia	3,6	35,5	27,5
Europa Zachodnia	1,7	14,9	12,7
Europa (pozostałe kraje)	0,5	3,3	5,1
Europa ogółem	5,8	53,8	45,5
Ameryka Łacińska	20,1	13,3	16,2
Ameryka Północna i Australazja	44,8	4,4	15,7
Pozostałe kraje Nowego Świata	2,8	0,0	2,1
Nowy Świat ogółem	67,7	17,7	34,0
Azja i Afryka	26,5	28,4	20,5
OGÓŁEM	100,0	100,0	100,0

Źródło: Clemens i Williamson, 2000, s. 36.

Uwagi: wartości mogą nie sumować się do 100% z uwagi na przyjęte zaokrąglenia.

Ameryka Północna, zasiedlana głównie przez imigrantów pochodzących z Europy, dysponowała tym samym wykwalifikowaną siłą roboczą, która miała nie tylko potencjał rozwoju, ale także zdolność szybkiego implementowania nowych technologii pochodzących z krajów europejskich. Podobna sytuacja występowała w krajach Ameryki Łacińskiej, np. w Argentynie, do której również masowo napływali imigranci z Europy (nie tylko z Wielkiej Brytanii, ale także z Francji i Niemiec). Struktura geograficzna brytyjskich inwestycji podejmowanych w latach 1907–1913 (por. tab. 3.2) zdaje się potwierdzać zasadność tych wniosków. Znaczna część z nich kierowana była do krajów, do których napływała ludność z Europy, czyli na obszary Ameryki Łacińskiej i Ameryki Północnej.

Tabela 3.2. Inwestycje zagraniczne Wielkiej Brytanii łącznie w latach 1907–1913

Kraj	Kwota (mln funtów brytyjskich)	Udział (%)
„New World Empire”	318	28,2
Kanada i Nowa Funlandia	254	22,5
Australazja	65	5,8
USA	164	14,6
Ameryka Łacińska	268	23,8
Argentyna	118	10,5
Brazylia	88	7,8
Meksyk	34	3,0
Chile	28	3,0
Inne kraje Imperium	163	14,5
Chiny i Japonia	50	4,4
Europa	49	4,4
Rosja	46	4,1
Pozostałe kraje	68	6,0
OGÓŁEM	1126	100,0

Źródło: Clemens i Williamson, 2000, s. 23.

Uwagi: wartości procentowe nie sumują się dokładnie do 100% z uwagi na zaokrąglenie wielkości dziesiętnych i setnych.

W okresie 1870–1913 następowała stopniowa zmiana struktury sektorowej kapitału inwestowanego przez Wielką Brytanię. Początkowo większość inwestycji kierowana była do sektora publicznego (np. do sektora infrastruktury transportowej – głównie w budowę sieci kolejowych), wraz z upływem czasu punkt ciężkości przesunął się w stronę sektora prywatnego (towarowo-usługowego) (por. tab. 3.3).

Tabela 3.3. Zagraniczne inwestycje Wielkiej Brytanii łącznie wg sektorów, lata 1870–1913 (%)

Okres	Sektor publiczny	Sektor prywatny
1870–1877	55,4	44,6
1878–1885	42,3	57,7
1886–1893	33,0	67,0
1894–1901	39,0	61,0
1902–1906	29,6	70,4
1907–1913	28,1	71,9

Źródło: Clemens i Williamson, 2000, s. 39.

Uwagi: badanie objęło wcześniej wskazane 34 kraje.

Do **rozwoju międzynarodowego rynku finansowego**, który pełnił, i nadal pełni, rolę pośrednika w międzynarodowym przepływie inwestycji, istotnie przyczynił się **postęp technologiczny umożliwiający szybką wymianę informacji**. W latach 60. XIX wieku położone zostało łącznie transatlantyckie, które uruchomiono w 1866 roku. Moment ten wyznaczył zupełnie nową jakość w zakresie transmisji informacji pomiędzy położonymi po dwóch stronach Atlantyku centrami finansowymi, Londynem i Nowym Jorkiem. Przed uruchomieniem łączy przekazywanie informacji zajmowało ok. trzech tygodni (tyle trwała podróż statkiem), po – ok. jeden dzień, by do roku 1914 spaść poniżej jednej minuty³(!).

Czynnikiem sprzyjającym zdynamizowaniu międzynarodowych przepływów inwestycji stał się również **rozwój krajowych systemów finansowych**, w tym rozwój infrastruktury organizacyjnej rynku finansowego, tj. systemów bankowych i giełd papierów wartościowych, pojawienie się nowych instrumentów finansowych, a także powstanie odpowiednich regulacji prawnych. Kraje, które, historycznie rzecz ujmując, były w stanie zbudować stabilny i sprawny system finansowy, rozwijały się szybciej i przyciągały kapitał zagraniczny stanowiący jeden z istotnych czynników ich wzrostu gospodarczego⁴. Najwcześniej rozwinięty system finansowy powstał w Holandii (początek XVII w.), która mimo relatywnie niewielkich rozmiarów zarówno pod względem obszaru, jak i populacji, stała się wiodącą siłą polityczną i gospodarczą aż do początków XVIII wieku⁵. Kolejnym krajem, w którym zbudowany został silny i nowoczesny system finansowy, była Wielka Brytania (przełom wieków XVII–XVIII), przy czym rozwiązania dotyczące standardów działania systemu finansowego zastosowane w Wielkiej Brytanii pochodziły właśnie z Holandii. Koniec XVIII wieku to okres rozwoju rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych, które w okresie późniejszym (XX w.) stały się liderem światowej gospodarki. W drugiej połowie XIX wieku wysoki poziom zarówno rozwoju gospodarczego, jak i rozwoju systemu finansowego, osiągnęły jeszcze dwa kraje europejskie – Francja i Niemcy. Kraje, które w pierwszej fazie

3 Znaczenie tego faktu zostało potwierdzone w badaniach przeprowadzonych przez Kennetha D. Garbade'a i Williama L. Silbera (1987). Porównali oni ceny obligacji amerykańskich notowanych na rynkach londyńskim i nowojorskim w okresie czterech miesięcy przed i czterech miesięcy po uruchomieniu łączy. Okazało się, że rozpiętość między nimi istotnie się zmniejszyła. Dowodzi to faktu, że rozwój technologii komunikacyjnej stał się jednym z ważnych elementów integracji rynków finansowych w skali globalnej.

4 Jak wskazują Peter L. Rousseau i Richard Sylla (2001, s. 14), bardzo ograniczone dane nie pozwalają na głębszą analizę tej zależności dla krajów europejskich. Znacznie szersze dane istnieją natomiast dla USA, gdzie w okresie 1789–1803 inwestycje portfelowe inwestorów zagranicznych wzrosły z 17–18 mln USD w 1789 roku do 48–52 mln USD na koniec badanego okresu. W roku 1803 inwestorzy zagraniczni finansowali 53% długu narodowego USA.

5 W roku 1609 powstał w Amsterdamie Bank of Amsterdam (*Wisselbank*) – bank wymiany walut dla kupców i dla rządu, którego pieniądze (*bank money*) były „lepsze niż złoto” oraz giełda papierów wartościowych założona przez Wschodnioindyjską Kompanię Holenderską. Wszystkie wiodące instytucje finansowe zlokalizowane w pozostałych krajach powstały znacznie później (Rousseau i Sylla, 2001, s. 8).

były biorcami kapitału netto, w kolejnej stawały się jego eksporterami – wszystkie wymienione kraje z biorców kapitału przekształciły się w jego eksporterów. W roku 1914, będącym umowną datą graniczną kończącą pierwszą erę globalizacji, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Holandia i Stany Zjednoczone generowały ok. 90% światowego eksportu kapitału (Rousseau i Sylla, 2001, s. 6–7).

Reasumując, wzrost wolumenu międzynarodowych przepływów inwestycji w okresie systemu waluty złotej (1870–1914) nastąpił dzięki:

- 1) funkcjonowaniu międzynarodowego systemu walutowego umożliwiającego dokonywanie rozliczeń w skali międzynarodowej i regulującego międzynarodowe stosunki płatnicze;
- 2) postępowi technicznemu (m.in. wynalezienie maszyny parowej) oraz rozwojowi technologii usprawniających komunikowanie się (wynalezienie telegrafu);
- 3) prowadzeniu liberalnej polityki gospodarczej (*laissez faire*);
- 4) rozwojowi handlu międzynarodowego;
- 5) stabilizacji politycznej w skali globalnej.

3.2. Okres międzywojenny XX wieku – chaos i dezorganizacja

Okres systemu waluty złotej, którego kres wyznacza wybuch I wojny światowej, postrzegany jest jako czas dynamicznego rozwoju gospodarki światowej, w tym rozwoju rynków finansowych i wzrostu wolumenu międzynarodowych przepływów inwestycji. **Lata międzywojenne 1918–1938** przyniosły drastyczną zmianę sytuacji – **zahamowanie rozwoju współpracy międzynarodowej i intensyfikację działań protekcyjnych**. Podejmowane przez kraje próby uporządkowania międzynarodowych stosunków walutowych, w tym restauracji systemu waluty złotej, zakończyły się fiaskiem. Jak wskazują Michael D. Bordo i Anna J. Schwartz (1997, s. 14–15), goldstandard udało się przywrócić na bardzo krótko – w latach 1925–1931. W kwietniu 1925 roku Wielka Brytania przywróciła wymienialność na złoto funta szterlinga, z której się wycofała w roku 1931 (USA wycofały się z wymienialności dolara w 1933 roku). Trzeba jednak zauważyć, że zarówno Wielka Brytania, jak i USA nie zastosowały czystego wariantu wymienialności swoich walut na złoto, czyli pełnej i nieograniczonej wymienialności. Z uwagi na niedobór złota w stosunku do zapotrzebowania gospodarki światowej na pieniądź międzynarodowy i podążając za postanowieniami konferencji w Genewie⁶ (1922),

6 Na konferencji w Genewie dyskutowano warunki powrotu krajów do zasad systemu waluty złotej. Co ciekawe, choć waluty krajowe miały być ponownie wymienialne na złoto, to jednak przewidywano, że częściowo rolę złota przejmą waluty kluczowych krajów tego okresu – USA i Wielkiej Brytanii, które będą częściowo substytuowały złoto w pełnionych funkcjach.

kraje te podjęły decyzję o zwiększeniu emisji swoich walut w stosunku do zgromadzonych zasobów złota, aby zażegnać ewentualny deficyt światowej płynności. Decyzja ta poprzedzona była doświadczeniami sprzed I wojny światowej, kiedy to niwelowanie nierównowag bilansów płatniczych odbywało się nie tylko przy udziale przepływów złota, ale także kapitałów krótkoterminowych. Zdaniem Bordo i Schwartz (1997), do końca XIX wieku **przepływy kapitałowe w znakomitej większości zastąpiły przepływy złota w procesach dostosowawczych**. Jak pokazują dane zawarte w tabeli 3.4, kraje zwiększały emisję pieniądza w stosunku do zgromadzonych zasobów złota już w okresie przedwojennym, natomiast te proporcje uległy zmianie na niekorzyść wraz z wybuchem I wojny światowej.

Tabela 3.4. Stopień pokrycia emisji pieniądza przez zgromadzone zasoby złota w wybranych krajach (%)

Okres	Rosja	Niemcy	Francja
Przed I wojną światową	97	70	66
Grudzień 1914	45	35	38
Grudzień 1915	25	31	36

Źródło: Fajans, 1917, s. 47.

W okresie międzywojennym zwiększenie podaży pieniądza w stosunku do zgromadzonych zasobów złota zostało przez rynek odebrane jako **zagrożenie dla stabilności systemu**. Kraje zdecydowanie preferowały posiadanie złota, nie zaś amerykańskich i brytyjskich obligacji skarbowych. W latach 1928–1932 udział walut zagranicznych w rezerwach 24 krajów europejskich spadł z 42% do 8% (Eichengreen i Tomin, 2001, s. 2). Nasiliły się także ataki spekulacyjne wobec dolara amerykańskiego i funta brytyjskiego, w efekcie których wymienialność funta i dolara na złoto została zniesiona, natomiast swoboda przepływu kapitału, uważana w okresie waluty złotej za warunek *sine qua non* efektywnego funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych, zaczęła być postrzegana jako czynnik potencjalnie je destabilizujący. W konsekwencji kraje obawiając się skutków wzmożonych przepływów kapitałowych zaczęły **stosować** wobec nich **ograniczenia**. Ich wprowadzenie oznaczało **zakończenie okresu swobody podejmowania inwestycji w skali międzynarodowej**.

Warto przedstawić także odmienną opinię dotyczącą działania systemu i swobody przepływu inwestycji w okresie międzywojennym autorstwa Dennisa P. Quinna (2003), którego zdaniem do 1929 roku większość krajów zdołała powrócić do systemu waluty złotej w czystej postaci. Kraje, które dłużej utrzymywały ograniczenia odnośnie do swobody przepływu kapitałów to: Portugalia, Peru, Japonia, Turcja, Nowa Zelandia, Hiszpania i Włochy. Dwa kraje, które utrzymały restrykcje w przepływach kapitałowych ze względów politycznych to Związek Radziecki i Niemcy (przy czym Niemcy wprowadziły daleko idące restrykcje dopiero

w 1931 r.). Stopniowe ograniczanie przez kraje rozwinięte swobody przepływu kapitałów wiązało się z wybuchem kryzysu gospodarczego w 1929 roku i faktycznie po 1929 roku zaczęły one nakładać ograniczenia na przepływy kapitałowe, by nie tracić zasobów złota i rezerw walutowych.

Stanowisko Quinna wydaje się jednak dyskusyjne. Wymienialność na złoto głównej waluty systemu, funta brytyjskiego, została przywrócona dopiero w 1925 roku, a nowo ukształtowany system z pewnością trudno uznać za klasyczny system waluty złotej. Wynika to m.in. z faktu, że zawieszona została swobodna wymienialność banknotów na złoto – Bank Anglii ograniczał wymianę do sztab złota (stąd nazwa tego systemu – system waluty sztabowo-złotej), wreszcie dwa główne kraje systemu – Wielka Brytania i USA – na początku lat 30. doprowadziły do deprecjacji swoich walut, co ułatwiło im wyjście z kryzysu gospodarczego kosztem innych krajów (Kowalewski, 2001, s. 28–30). W efekcie kraje zaczęły prowadzić politykę protekcji chroniąc w ten sposób swoje rynki przed prowadzoną przez Wielką Brytanię i USA polityką „zubażania sąsiada” (*begging the neighbour*). Tak więc wbrew temu, co twierdzi Quinn, w okresie międzywojennym nie można mówić ani o przywróceniu systemu waluty złotej, ani o swobodzie przepływu kapitałów.

Zmiana uwarunkowań działania gospodarki światowej, w tym **wybuch światowego kryzysu gospodarczego w 1929 roku** i jego konsekwencje, spowodowały **odwrót od** dotychczas obowiązującej **teorii neoklasycznej**. Jej miejsce zajęła teoria autorstwa Keynesa kwestionująca zasadność swobodnego przepływu kapitałów między krajami. Co ciekawe, ten okres „dezintegracji” międzynarodowego rynku finansowego jest pomijany przez większość badaczy zajmujących się międzynarodowymi przepływami inwestycji, zwykle poprzestają oni na stwierdzeniu, że w okresie międzywojennym kraje powszechnie nakładały ograniczenia na przepływy finansowe (szerzej Obstfeld i Taylor, 1997, s. 11–25), co skutkowało dramatycznym spadkiem wolumenu kapitału przepływającego w skali międzynarodowej. Jeśli zatem uwzględnić fakt, że okres ten trwał 20 lat (1918 r. – koniec I wojny światowej, 1939 r. – wybuch II wojny światowej), zaś ówczesna sytuacja geopolityczna była zdecydowanie atypowa, dwudziestolecie międzywojenne można potraktować jako punkt przejścia między systemem waluty złotej i systemem z Bretton Woods.

3.3. Okres systemu z Bretton Woods – powojenna odbudowa i stabilizacja

Doświadczenia okresu międzywojennego pozwoliły krajom wyciągnąć wnioski, które uwzględnione zostały w planach odbudowy międzynarodowego systemu walutowego po II wojnie światowej. Po pierwsze, chaos w stosunkach walutowych

przyczynia się do rozpadu relacji gospodarczych – brak sprawnie działającego systemu walutowego był jedną z przyczyn spadku wolumenu handlu i inwestycji zagranicznych w okresie międzywojennym. Po drugie, w okresie powojennym trudno oczekiwać oddolnego wykształcenia się zasad wzajemnej współpracy gospodarczej i walutowej, poza tym taki spontaniczny proces mógłby trwać zbyt długo. Po trzecie – warto przygotować zasady przyszłej współpracy nie czekając do ostatecznego zakończenia działań wojennych, aby móc je wdrożyć niezwłocznie po ich ustaniu. Reasumując, konieczna jest aktywna postawa krajów gospodarki światowej, które muszą wziąć na siebie odpowiedzialność za stworzenie nowego porządku w międzynarodowych stosunkach finansowych sprzyjającego odbudowie gospodarczej, a w dalszym okresie – rozwojowi międzynarodowego handlu i przepływowi inwestycji w skali globalnej.

W rezultacie dyskusji trwających od początku lat 40. XX wieku w 1944 roku na konferencji w Bretton Woods podpisane zostało porozumienie o utworzeniu **Międzynarodowego Funduszu Walutowego**⁷, którego statut określił kształt powojennego porządku walutowego. Utrzymany został system kursów stałych, jednak różnił się on w sposób zasadniczy od systemu kursowego obowiązującego w systemie waluty złotej, kraje nie były też obligowane do wprowadzenia swobody przepływów kapitałowych. Możliwość ograniczania swobody dokonywania transgranicznych transakcji finansowych była pochodną konstrukcji systemu, w tym obaw związanych z potencjalnym wpływem transgranicznych przepływów inwestycji na stabilność rynków finansowych (bardzo mocno akcentował to Keynes i jego zwolennicy – por. pkt 1.2.2).

Przyjęty system kursowy stanowił konsekwencję działania mechanizmu wyrównawczego, stąd też nazwa tego systemu – **system kursów stałych okresowo korygowanych** (*adjustable peg*). Jednocześnie MFW został wyposażony przez kraje członkowskie w środki finansowe, dzięki którym uzyskał możliwość udzielenia finansowego wsparcia tym krajom, które nie mogły zrównoważyć salda bilansu płatniczego przy wykorzystaniu dostępnych narzędzi. Takie rozwiązanie było pochodną sytuacji, która wystąpiła w okresie międzywojennym, kiedy to kraje mające deficyty w bilansie obrotów bieżących doświadczały jednoczesnego odpływu kapitałów prywatnych. Przy braku możliwości skorzystania przez nie z innych źródeł płynności międzynarodowej, było to równoznaczne z załamaniem ich równowagi zewnętrznej.

W systemie z Bretton Woods **jedyną walutą wymienialną na złoto był dolar amerykański**, wymienialność ta wynikała z własnego zobowiązania rządu USA (czyli mogła być przezeń odwołana) i była ograniczona wyłącznie do transakcji zawieranych między bankami centralnymi, zatem była mocno ograniczona. W okresie powojennym zasoby złota pozostałych krajów rozwiniętych były na tyle niskie, że żaden inny kraj nie był w stanie związać swojej waluty ze złotem, nawet w tak okrojonym zakresie jak USA. Teoretycznie rolę pieniądza światowego w systemie

7 MFW rozpoczął funkcjonowanie 1 marca 1947 roku.

z Bretton Woods pełniły więc złoto i dolar amerykański, jednak z czasem system ewoluował w stronę dolara. W powszechnej świadomości wartość i stabilność dolara amerykańskiego związana była immanentnie z oparciem jego wartości na złocie, istotna rola złota w międzynarodowym systemie walutowym była spuścizną po systemie waluty złotej i roli pieniądza kruszcowego. **Dolar amerykański stał się tym samym wiodącą** i jedyną walutą światową pełniącą wszystkie funkcje pieniądza międzynarodowego, natomiast polityka gospodarcza USA stała się źródłem międzynarodowej płynności.

W niniejszej pracy ramy czasowe działania systemu z Bretton Woods zostały przyjęte jako okres **1946–1978** (od zakończenia wojny do wejścia w życie postanowień konferencji z Kingston, czyli II poprawki do statutu MFW). Warto jednak zauważyć, że w wielu pozycjach literatury obcojęzycznej pojawia się inna data zakończenia funkcjonowania tego systemu – rok 1971, w którym nastąpiło zawieszenie wymienialności dolara na złoto przez Stany Zjednoczone. Przyjęcie tej daty oznacza, że problematyczna staje się kwalifikacja okresu 1971–1978. Związek dolara amerykańskiego ze złotem był z pewnością jednym z fundamentów systemu z Bretton Woods, zmiana z 1971 roku była więc przełomowa dla tego systemu i zakończyła pewien etap jego działania. W latach 1971–1978 podejmowane były próby reformy systemu (jak np. zakończone niepowodzeniem Porozumienie Smithsoniańskie z grudnia 1971 r.), które nie przyniosły oczekiwanych rezultatów. Za moment rozpoczęcia funkcjonowania nowego systemu należy zatem przyjąć datę wyznaczającą początek kluczowych zmian systemu, czyli właśnie rok 1978. Nowe zasady działania międzynarodowego systemu walutowego wykształcały się powoli, na drodze ewolucyjnej. Lata 1971–1978 można tym samym uznać za schyłek systemu z Bretton Woods, bądź też za etap przejściowy między systemem z Bretton Woods a systemem wielodewizowym.

Okres działania systemu z Bretton Woods jest dzielony na **dwa podokresy**: 1946–1958 oraz 1959–1978. **Kryterium podziału** stanowi **moment osiągnięcia wymienialności w zakresie transakcji bieżących przez waluty krajów Europy Zachodniej**. Z punktu widzenia swobody przepływu kapitału podział ten jest istotny, mimo że transakcje notowane na rachunku obrotów finansowych w większości krajów nadal obłożone były restrykcjami. Swoboda dokonywania transakcji bieżących oznaczała, że z jednej strony kształtowanie się salda obrotów bieżących stało się dla krajów Europy Zachodniej kwestią kluczową z punktu widzenia możliwości stabilizacji kursów walutowych i zachowania równowagi zewnętrznej, z drugiej zaś – część ograniczeń istniejących wobec transakcji finansowych można było „obejść” wykorzystując w tym celu właśnie transakcje notowane na rachunku obrotów bieżących.

3.3.1. Okres 1946–1958

Sytuacja gospodarcza krajów w okresie powojennym stała się barierą dla nawiązania międzynarodowych stosunków gospodarczych. Ogrom zniszczeń i rozpad międzynarodowego porządku finansowego uniemożliwiały wprowadzenie swobody transgranicznego przepływu inwestycji. Zniesienie restrykcji w zakresie obrotów finansowych mogło nastąpić dopiero po odbudowaniu przez kraje, choć częściowo, swoich gospodarek i wprowadzeniu wymienialności w zakresie obrotów bieżących. System z Bretton Woods od początku swej działalności projektowany był jako system międzynarodowy. Statut MFW w jego pierwotnej wersji przyjęły 44 kraje stanowiące trzon gospodarki światowej w okresach waluty złotej i międzywojennym. Z punktu widzenia gospodarki globalnej priorytetem stało się ustabilizowanie sytuacji gospodarczo-społecznej w krajach rozwiniętych, czyli konkretnie w krajach europejskich, w tym przywrócenie wymienialności ich walut. Ta stabilizacja była podstawą rozwoju gospodarczego pozostałych krajów gospodarki światowej, którą w części tworzyły także terytoria zależne krajów rozwiniętych (większość z nich uzyskała państwowość w latach 60. XX w.).

Odbudowa gospodarek krajów europejskich stała się w istotnej części możliwa dzięki pomocy finansowej, która tuż po wojnie została przekazana z USA do krajów Europy Zachodniej, m.in. w ramach tzw. **planu Marshalla** uważanego za koło zamachowe rozruchu gospodarki europejskiej⁸. Oceniając znaczenie planu Marshalla, J. Bradford de Long i Eichengreen (1991) dokonali porównania sytuacji krajów Europy Zachodniej w dwóch okresach: po zakończeniu I i II wojny światowej⁹. Ich zdaniem sytuacja po II wojnie światowej istotnie różniła się na niekorzyść. Tuż po I wojnie światowej kraje europejskie relatywnie szybko zyskały dostęp do międzynarodowego rynku kapitałowego, który w tym czasie zasilany był głównie przez kapitały amerykańskie. Prywatni inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych

8 W ramach planu Marshalla w latach 1948–1951 USA przekazały łącznie kwotę 13,2 mld USD, z tego 3,2 mld USD przekazano Wielkiej Brytanii, 2,7 mld USD – Francji, 1,5 mld USD – Włochom, 1,4 mld USD – zachodniej strefie okupacyjnej Niemiec, która została przekształcona w Republikę Federalną Niemiec.

9 De Long i Eichengreen (1991) przedstawili odmienną od powszechnie prezentowanej ocenę planu Marshalla. Zgodnie z ogólną opinią plan Marshalla stanowił kluczowy czynnik stymulujący odbudowę potencjału gospodarczego krajów Europy Zachodniej. Tymczasem de Long i Eichengreen wskazują, że sam proces odbudowy majątku trwałego w tych krajach był raczej wynikiem wcześniejszej pomocy finansowej, przekazywanej w ramach środków UNRRA oraz tzw. pomocy przejściowej, która przekazywana była przed powstaniem planu Marshalla. Ilość środków finansowych przekazanych w ramach planu Marshalla nie była istotnie większa. Główna różnica polegała na tym, że wcześniejsza pomoc była doraźna i „nieprzewidywalna”, zarówno co do wysokości, jak i kierunków rozdysponowania. Plan Marshalla stanowił zobowiązanie USA do przekazania w ciągu pewnego czasu określonej kwoty do krajów europejskich, które jednocześnie zostały zobligowane do budowy struktury organizacyjnej, dzięki której pomoc ta byłaby sprawnie rozdysponowywana, natomiast one same nawiązałyby wzajemną współpracę gospodarczą.

bardzo chętnie udzielali Europie pożyczek, w pierwszej dekadzie po zakończeniu I wojny światowej ich zagregowana kwota przekraczała wartość 1 mld USD w skali roku. Po II wojnie światowej główny strumień środków finansowych pochodził przede wszystkim z zasobów publicznych i choć jego wartość brutto przewyższała wartość kapitału napływającego z USA do Europy po I wojnie światowej, to jednak sytuacja finansowa Europy w ostatecznym rozrachunku była gorsza (por. tab. 3.5), co oznaczało redukcję możliwości importowych krajów europejskich.

Tabela 3.5. Bilans płatniczy Europy w latach 1946–1947 oraz 1919–1920 (mld USD, w cenach bieżących)

Wyszczególnienie	1946–1947	1919–1920
Import europejski	11,2	11,8
Eksport europejski	5,2	4,6
Saldo bilansu handlowego	-6,0	-7,2
Dochód netto z inwestycji	0,4	1,1
Inne transakcje bieżące	-1,1	1,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	-6,7	-4,8
Redukcja aktywów europejskich	-1,8	-2,0
Pożyczki i darowizny z USA ogółem	4,9	2,8

Źródło: de Long i Eichengreen, 1991, s. 20.

Jedną z głównych przyczyn tej sytuacji był spadek dochodów z inwestycji zagranicznych. Po zakończeniu pierwszej wojny wolumen inwestycji zagranicznych większości krajów nie zmienił się. Po drugiej wojnie sytuacja uległa zmianie, np. Wielka Brytania musiała zlikwidować swoje zagraniczne inwestycje portfelowe, by uzyskać środki na finansowanie importu w latach wojny (de Long i Eichengreen, 1991, s. 19). W roku 1946 PKB per capita trzech największych krajów Europy (Wielkiej Brytanii, Francji i Niemczech) spadł co najmniej 25% poniżej poziomu PKB per capita z 1938 roku, prawie o połowę więcej niż spadł PKB per capita w roku 1919 w stosunku do poziomu PKB z roku 1913. Mimo niekorzystnej wyjściowej sytuacji, do roku 1951, a więc do momentu zakończenia realizacji Planu Marshalla, PKB per capita w tych krajach wzrósł o ponad 10% w stosunku do poziomu przedwojennego. W ciągu sześciu lat po zakończeniu II wojny światowej PKB per capita Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec osiągnął poziom, którego osiągnięcie zabrało tym krajom aż szesnaście lat po I wojnie światowej.

Czynnikiem decydującym o sukcesie był **proces przemian zachodzących w krajach europejskich**, który był bezpośrednią pochodną planu – liberalizacja rynków wewnętrznych i zewnętrznych (szczególnie w zakresie obrotu towarowego) oraz **rozwój mechanizmów współpracy gospodarczej między krajami**. Do tych ostatnich należy zaliczyć powstanie 1 lipca 1950 roku **Europejskiej Unii**

Płatniczej (EUP), której kapitał w wysokości 350 mln USD pochodził ze środków finansowych Planu Marshalla. Kraje przystępujące do EUP zobowiązywały się do liberalizacji obrotów towarowych w stosunku do pozostałych członków EUP, w ramach EUP funkcjonował system rozliczeń wielostronnych (*multiclearing*) oznaczający wzajemne rozliczanie się krajów poprzez wielostronną kompensację sald. Jednocześnie ich rynki finansowe poddawane były ograniczeniom i odgórnym regulacjom. Wynikało to m.in. z faktu, że środki finansowe miały być przede wszystkim kierowane do przedsięwzięć o charakterze inwestycyjnym (rynek tego nie gwarantował). Dodatkowym bodźcem, który w założeniach miał stymulować inwestycje, był relatywnie niski poziom stóp procentowych, możliwy do utrzymania dzięki barierom w przepływach kapitałów¹⁰.

Pierwszy okres działania systemu z Bretton Woods to przede wszystkim ustabilizowanie sytuacji gospodarczej w Europie (odzyskanie przez waluty krajów EUP wymiennalności w zakresie transakcji bieżących oraz utworzenie przez część krajów Europy Zachodniej Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej) i wyklarowanie się zasad działania systemu. Zgodnie z pierwotnie przyjętymi założeniami, kraje miały utrzymywać przyjęte relacje kursowe¹¹ (co ograniczało suwerenność prowadzonej przez nie polityki pieniężnej) i zmierzać w stronę liberalizacji przepływów finansowych. Zasady systemu z Bretton Woods zakładały, o czym często się zapomina, równość walut wszystkich krajów członkowskich, bez wskazania konkretnej waluty jako waluty rezerwowej. Funkcję tę miały pełnić wszystkie waluty systemu. Miały one także pełnić funkcję waluty interwencyjnej. Uwzględniając realia powojennej gospodarki światowej, w tym dominującą rolę gospodarki USA, pierwotne założenia konstrukcji systemu szybko ewoluowały i w miejsce systemu wielu równoważnych walut ukształtował się system dwu- (dolar amerykański i funt brytyjski), a w końcu monowalutowy, oparty na dolarze amerykańskim (James, 1996, s. 29).

Uzależnienie przyrostu światowej płynności od wzrostu deficytu bilansu płatniczego USA (jako że tylko USD pełnił funkcję pieniądza międzynarodowego) zawierało element samodestrukcji systemu – z jednej strony wzrost emisji USD powodował napięcia inflacyjne w USA i w pozostałych krajach systemu, oznaczał także rozerwanie więzi USD ze złotem, z drugiej zaś stanowił jedyną możliwość

10 Ponadto zniesienie większości ograniczeń handlowych między krajami Europy Zachodniej wpłynęło istotnie na poziom handlu. Wartość intraeuropejskiej wymiany handlowej wzrosła z 10 mld USD w 1950 roku do 23 mld USD w 1959 roku (dla porównania import z USA w tym okresie wzrósł z 4 mld do 6 mld USD), kraje członkowskie EUP zyskały też możliwość wyspecjalizowania się w produkcji dóbr, w których miały przewagę komparatywną (Eichengreen i de Macedo, 2001, s. 2).

11 Warto w ramach uzupełnienia dodać, że w 1950 roku Kanada jako jedyny kraj rozwinięty przyjęła system kursów płynnych. Decyzja ta podyktowana była ogromnym napływem kapitałów na kanadyjski rynek finansowy, co mogło skutkować wzrostem inflacji. Kanada utrzymywała kurs płynny do 1962 roku. Dzięki takiej polityce kursowej przepływy kapitałowe nie destabilizowały kanadyjskiego rynku finansowego, a przykład Kanady był w wielu dyskusjach argumentem na rzecz atrakcyjności kursów płynnych. Por. James, 1996, s. 99.

zapewnienia gospodarce światowej odpowiedniego poziomu płynności (tzw. dylemat Triffina – por. Triffin, 1960). W latach 60. XX wieku system z Bretton Woods ewoluował od standardu dewizowo-złotego do standardu dolarowego, co stało się faktem w roku 1968 (James, 1996, s. 50). Formalne zawieszenie wymienialności dolara na złoto (*closing of the gold window*) potwierdziło tylko istniejący stan rzeczy – brak pokrycia zobowiązań USA przez złoto zgromadzone w amerykańskich rezerwach, uwolniło także USA od obaw przed koniecznością zamiany dolarów znajdujących się w rezerwach banków centralnych innych krajów na złoto.

Warto podkreślić, że w tym czasie **źródłem deficytu bilansu płatniczego USA**, w przeciwieństwie do czasów współczesnych, **nie był deficyt bilansu obrotów bieżących**. USA do roku 1970 notowały nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (z wyjątkiem roku 1959), choć nadwyżka ta malała od roku 1964. Deficyt bilansu płatniczego miał swe źródło w nadmiernym odpływie kapitału (por. tab. 3.9), przekraczającym wartość osiągniętej nadwyżki w obrotach handlowych. Tuż po II wojnie światowej głównym elementem tego odpływu była pomoc finansowa udzielona krajom zniszczonym działaniami wojennymi. Do końca lat 50. punkt ciężkości przesunął się na prywatne długoterminowe inwestycje zagraniczne (głównie inwestycje bezpośrednie), których wartość przekroczyła amerykańskie wydatki wojskowe za granicą i inne transfery oficjalne (por. tab. 3.6) (Bordo, 1993, s. 34).

Tabela 3.6. Bilans obrotów finansowych USA w latach 1946–1968 (mld USD)

Rok	Odpływ kapitału netto z USA		Napływ kapitału zagranicznego netto	Saldo
	Publiczny	Prywatny		
1946	5,3	0,4	-0,6	-6,3
1947	6,1	1,0	-0,4	-7,5
1948	4,9	0,9	-0,4	-6,2
1949	5,6	0,6	0,0	-6,2
1950	3,6	1,3	0,2	-4,7
1951	3,2	1,0	0,5	-3,7
1952	2,4	1,2	0,1	-3,5
1953	2,1	0,4	0,1	-2,4
1954	1,6	1,6	0,2	-3,0
1955	2,2	1,3	0,3	-3,2
1956	2,4	3,1	0,6	-4,9
1957	2,6	3,6	0,5	-5,7
1958	2,6	2,9	0,2	-5,3
1959	2,0	2,4	0,7	-3,7
1960	2,8	3,9	0,4	-6,3
1961	2,8	4,2	0,7	-6,3

Rok	Odływ kapitału netto z USA		Napływ kapitału zagranicznego netto	Saldo
	Publiczny	Prywatny		
1962	3,0	3,4	1,0	-5,4
1963	3,6	4,5	0,7	-7,4
1964	3,6	6,6	0,7	-9,5
1965	3,4	3,8	0,3	-6,9
1966	3,4	4,3	2,5	-5,2
1967	4,2	5,7	3,4	-6,5
1968	4,0	5,2	8,6	-0,6

Źródło: Eichengreen, 2000.

Do połowy lat 50. XX wieku widoczna jest dominacja odpływu kapitału o charakterze publicznym, później nastąpiło przesunięcie w stronę kapitału prywatnego¹². Dane wskazują, że na przestrzeni lat 1946–1968 bezwzględna wartość odpływu kapitału USA pochodzącego z środków publicznych nie spadła, a wzrosła, jednak ten wzrost nie wynikał ze zwiększenia pomocy amerykańskiej, lecz z zaangażowania USA w konflikty zbrojne i z rozbudowy amerykańskiego potencjału militarnego.

3.3.2. Okres 1959–1978

Lata 60. XX wieku to okres odbudowy i rozwoju międzynarodowego rynku kapitałowego, powstania rynku eurowalutowego oraz rozpoczęcia procesu stopniowego znoszenia ograniczeń w zakresie transakcji finansowych. **Dynamiczny rozwój stosunków handlowych między USA i EWG oraz ekspansywna polityka pieniężna USA** (dolar amerykański pełnił w tym okresie funkcję zarówno pieniądza krajowego, jak i światowego) spowodowały gwałtowny przyrost rezerw walutowych krajów europejskich, natomiast zwiększona podaż pieniądza na ich rynki przyczyniła się do wzrostu presji inflacyjnej (nie akomodowanej przez zmiany kursowe). **Wzrost inflacji** spowodował spadek konkurencyjności towarów europejskich na światowych rynkach (w latach 1960–1973 inflacja w Europie Zachodniej wynosiła ok. 5%, zaś w latach 1973–1979 wzrosła do 10%). Polityka kursów stałych prowadzona przez kraje wykluczała relatywnie łagodne zmiany dostosowawcze zachodzące

12 Jak podaje Eichengreen (2000), pomoc finansowa USA (United States Agency for International Development – USAID) była wprost uzależniona od zobowiązania krajów z niej korzystających do wydawania środków uzyskanych w jej ramach na rynku amerykańskim. W 1966 roku dziewięć z dziesięciu USD, amerykańskich środków pomocowych kierowanych do danego kraju przeznaczanych było na zakupy towarów na rynku amerykańskim. Zmniejszenie wolumenu amerykańskiej pomocy finansowej oznaczało tym samym redukcję amerykańskiego eksportu związanego z realizacją programów USAID.

poprzez łagodne zmiany relacji kursowych krajów deficytowych i nadwyżkowych. Prowadzący do recesji spadek wolumenu eksportu krajów tracących konkurencyjność wymagał szybkiej reakcji z ich strony z uwagi na fakt, że klasyczna ścieżka dostosowawcza – odzyskiwanie pozycji konkurencyjnej poprzez deflację łączyła się z trudnymi do zaakceptowania kosztami społecznymi – wzrostem bezrobocia.

Zgodnie z postanowieniami statutu MFW, kraje deficytowe mogły dokonać zmiany parytetów walutowych w przypadku pojawienia się „fundamentalnej nierównowagi”¹³. W systemie z Bretton Woods dewaluacja jako narzędzie przywracania równowagi w bilansie obrotów bieżących stosowana była relatywnie rzadko. W latach 1949 i 1967 zdewaluowany został funt brytyjski (co spowodowało korekty kursowe kompensujące skutki dewaluacji brytyjskiej w Danii, Finlandii, Irlandii i Hiszpanii), natomiast w roku 1969 frank francuski. Rewaluacja, z uwagi na niekorzystny wpływ na wolumen eksportu, stosowana była również rzadko. W roku 1961 została przeprowadzona w Niemczech i Holandii, i ponownie w roku 1969 w Niemczech (Eichengreen, 2001, s. 41–42).

Narastająca nierównowaga płatnicza, będąca rezultatem nieefektywnego działania mechanizmu wyrównawczego w systemie z Bretton Woods, stała się źródłem pogłębiającego się napięcia na rynkach finansowych. Presja aprecjacyjna/deprecjacyjna, nie niwelowana poprzez zmiany relacji kursowych, powinna być absorbowana poprzez przepływy kapitałów między krajami. W systemie z Bretton Woods swoboda przepływu kapitału dotyczyła środków finansowych o charakterze długoterminowym – przede wszystkim kredytów i pożyczek, a także BIZ. Ograniczane były, postrzegane jako spekulacyjne, transakcje krótkoterminowe, które stanowią swoisty barometr kondycji gospodarek. W sytuacji podwyższonego ryzyka związanego z pogłębiającym się deficytem na rachunku obrotów bieżących, kapitały krótkoterminowe zwykle odpływają z rynku. W systemie z Bretton Woods dostosowania poprzez zmiany relacji kursowych dokonywane były zbyt rzadko, a przepływy środków finansowych podlegały ograniczeniom, zatem oba kanały dostosowawcze nie działały sprawnie.

Ustalone w Bretton Woods zasady działania systemu wynikały z doświadczeń krajów z okresu międzywojennego i ich przewidywanej sytuacji gospodarczej po zakończeniu II wojny światowej. Rozwój gospodarczy sprawił, że pierwotnie przyjęte rozwiązania stały się nieadekwatne do nowych warunków działania gospodarek. Wzrost zamożności krajów, wzrost wolumenu wymiany handlowej, rozwój rynków finansowych stały się naturalnymi czynnikami sprzyjającymi

13 Przeprowadzanie dewaluacji w celu poprawy pozycji konkurencyjnej trudno jednak traktować jako optymalną drogę do redukcji nadmiernych deficytów bilansu obrotów bieżących. Doświadczenia lat międzywojennych dowiodły, że nadużywanie tego środka prowadzi do konkurencyjnych dewaluacji u partnerów handlowych i wzrostu inflacji. Narastanie presji deprecjacyjnej wiąże się też z ryzykiem wzrostu wolumenu destabilizujących przepływów kapitałowych będących pochodną zachwiania wiarygodności kraju w zakresie zdolności utrzymania przyjętych relacji kursowych w sytuacji pojawienia się nierównowagi w bilansie obrotów bieżących.

szeroko pojętej liberalizacji, w tym również przepływu inwestycji. Wbrew przyjętym w Bretton Woods założeniom, kraje miały problemy z utrzymaniem równowagi zewnętrznej, nawet przy finansowym wsparciu MFW przewidzianym dla stabilizowania sytuacji w bilansie płatniczym. W konsekwencji oznaczało to problemy z utrzymaniem przyjętych relacji kursowych, wzrost napięcia na rynkach walutowych wobec narastania presji aprecjacyjnej/deprecjacyjnej i spadek efektywności ograniczeń przepływów finansowych.

Jak wcześniej wskazano, twórcy systemu z Bretton Woods zakładali, że w przyszłości ograniczenia wobec przepływu kapitałów powinny zostać zniesione, co ostatecznie nie nastąpiło. Nie jest to zaskoczeniem – system nie mógł działać w warunkach swobody przepływów kapitałowych, stałych kursów walutowych i aktywnej polityki wewnętrznej. Rodzi się jednak pytanie – jeśli zakładano, że bariery w przepływach kapitałowych mają być w przyszłości zlikwidowane, a stałe kursy walutowe utrzymane, to jak miał wyglądać docelowy model systemu z Bretton Woods? Taka koncepcja nie została nigdzie przedstawiona, można zatem przypuszczać, że oczekiwania co do ewolucyjnego przekształcenia się systemu w nową, spójną jakość były raczej utopijne¹⁴. Koncepcja utrzymania stabilności rynków finansowych i relacji kursowych przy swobodzie przepływów finansowych w sytuacji prowadzenia przez kraje aktywnej polityki fiskalnej oddziałującej wprost na podaż pieniądza, a więc w perspektywie także na uwarunkowania prowadzenia polityki monetarnej, jest co najmniej dyskusyjna. System z Bretton Woods nie mógł także zmienić się ewolucyjnie z uwagi na rygorystyczne zasady działania, nieadekwatne do zmieniających się warunków funkcjonowania gospodarki światowej.

Jeśli przyjąć idee teorii neoklasycznej, naturalnym stanem w gospodarce światowej jest liberalizm gospodarczy i swoboda przepływów kapitałowych. Jeśli przyjąć idee teorii keynesowskiej i ograniczone zaufanie do sprawnego działania wolnego rynku, przepływy kapitałowe o charakterze krótkoterminowym powinny być ograniczane. Teoria keynesowska zawiera jednak pewien słaby punkt – nie uwzględnia procesów pogłębiania realnej integracji między krajami prowadzącyymi współpracę gospodarczą. Ich naturalnym dążeniem staje się chęć zacieśnienia tej współpracy w układzie sformalizowanym bądź nie, a to oznacza znoszenie barier, także w zakresie przepływów kapitałowych. **Podejmowane w latach 1971–1978 próby przebudowy systemu to de facto walka o utrzymanie dotychczasowych zasad i brak woli dokonania faktycznej reformy.** Ostateczna klęska tej walki, sfinalizowana w II poprawce do statutu MFW, przyniosła początek kolejnej epoki liberalizmu gospodarczego.

Do przemian, które wówczas nastąpiły, przyczynił się niewątpliwie także kryzys gospodarczy wywołany skokowym wzrostem cen ropy naftowej w 1973 roku. Najboleśniej odczuły go kraje rozwinięte, których gospodarki zużywały znaczące

¹⁴ Podejmowane próby reformy systemu nie powiodły się, m.in. projekt częściowego zastąpienia przez SDR dolara amerykańskiego w roli pieniądza międzynarodowego.

ilości tego surowca. W efekcie wzrostu cen ropy naftowej wzrosła inflacja, powodując napięcia w relacjach wymiennych ich walut. Napięcia te wywołały masowe transgraniczne przepływy kapitału, które ostatecznie przyczyniły się do rozpadu stałych relacji kursowych. Nieuchronność zmian w międzynarodowym systemie walutowym potwierdził drugi kryzys naftowy z początku lat 80. XX wieku. Kolejny gwałtowny wzrost cen ropy naftowej spowodował także wzbogacenie się grupy krajów producentów ropy naftowej (członków OPEC). Zgromadzone przez nie środki finansowe zasiliły rozwijający się od lat 60. XX wieku eurorynek.

3.3.3. Powstanie rynku eurowalutowego

Powstanie rynku eurowalutowego uznaje się za uboczny skutek prowadzonej przez USA polityki pieniężnej oraz ograniczeń w zakresie swobody przepływów kapitałów. **Rynek eurowalutowy**, zgodnie z definicją Karola Lutkowskiego (2007, s. 245), to **rynek wkładów bankowych w danej walucie poza terytorium macierzystym tej waluty oraz rynek kredytów bankowych w tej walucie zaciąganych poza jej macierzystym obszarem**. W zasadzie jedyną walutą, która w systemie z Bretton Woods mogła stać się podstawą rozwoju eksterytorialnego rynku walutowego, był dolar amerykański – tylko on był w pełni wymienialny na inne waluty, wobec czego kapitały denominowane w dolarze amerykańskim mogły swobodnie cyrkulować między rynkami różnych krajów (rozwinęły się także rynki euromarki i eurosztetlinga, choć w zdecydowanie mniejszym stopniu). Poza tym podaż dolara amerykańskiego jako jedynej waluty międzynarodowej była tak duża, że umożliwiła rozwój alternatywnego, równoległego działającego rynku (w stosunku do rynku amerykańskiego) opartego na tej walucie. Rynek eurodolarowy jako rynek bankowy był częścią międzynarodowego rynku pieniężnego, jednak do połowy lat 80. XX wieku rynek ten stanowił substytut globalnego, otwartego rynku kapitałowego, z zasobów którego korzystały nie tylko podmioty gospodarcze, ale także rządy państw.

W latach 60. XX wieku USA, próbując hamować destabilizujące ich rynek wewnętrzny przepływy dolarowe, nałożyły restrykcje zarówno na napływ, jak i odpływ kapitałów. Jeśli chodzi o napływ kapitałów najczęściej podaje się przykład rozporządzenia FED (tzw. Regulation Q) ograniczającego wysokość odsetek od depozytów terminowych i znoszącego oprocentowanie od wkładów bieżących. W roku 1961 wzrósł podatek od zysków osiągniętych przez zagranicznych inwestorów w amerykańskich korporacjach, natomiast w roku 1963 wprowadzony został podatek (*Interest Equalization Tax*) od dochodów z zagranicznych papierów wartościowych nabywanych przez obywateli USA (w wysokości 1%). Stan bilansu płatniczego powodował także konieczność ograniczenia odpływu kapitału z rynku wewnętrznego USA, stąd podjęte zostały środki służące realizacji tego celu. Nałożone zostały m.in. ograniczenia na amerykańskie inwestycje bezpośrednie

dokonywane za granicą. USA, postrzegane jako kraj promujący otwartość i swobodę cyrkulacji kapitałów, podjęły próbę stworzenia barier hamujących tę swobodę, by ograniczyć negatywne skutki własnej polityki przejawiające się m.in. utratą kontroli nad zasobami dolarów krążących w światowej gospodarce. Tym samym w sposób naturalny powstał impuls kreacji rynku eurodolarowego – bankowego rynku dolara funkcjonującego poza terytorium USA.

Centrum grupującym banki działające na rynku eurodolarowym stał się Londyn. Sytuacja była o tyle nietypowa, że do czerwca 1979 roku Wielka Brytania utrzymywała znaczące bariery dotyczące odpływu kapitału z rynku krajowego (dotyczące inwestycji bezpośrednich, portfelowych, możliwości otwierania przez rezydentów Wielkiej Brytanii kont bankowych za granicą, czy wreszcie udzielania pożyczek przez rezydentów podmiotom zagranicznym). Jak wskazuje Richard C. Marston (1992, s. 5–6), Bank Anglii był jednak dalekowzroczny w działaniu i umożliwił rozwój centrum rynku eurowalutowego właśnie w Londynie. Banki działające w Londynie mogły przyjmować depozyty w innych walutach niż funt szterling i mogły też udzielać w nich kredytów. Transakcje, które nie dotyczyły rezydentów Wielkiej Brytanii, nie były objęte przez istniejący system ograniczeń. Zakazane były transakcje przeprowadzane w funtach szterlingach, jednak rynek eurosterlingowy (choć na relatywnie niewielką skalę) rozwinął się w Paryżu.

Kolejny **impuls rozwoju eurorynku nastąpił w latach 70., kiedy po wspomnianej powyżej podwyżce cen ropy naftowej kraje OPEC** szukały możliwości ulokowania znaczących nadwyżek dolarowych, z przyczyn politycznych nie były zaś zainteresowane ulokowaniem ich w USA. Wystąpił też zwiększony popyt na fundusze generowany przez kraje importujące ropę naftową. Tym samym pojawił się swoisty paradoks – pieniądze deponowane przez eksporterów ropy naftowej były następnie pożyczane przez jej importerów w celu regulacji rosnących zobowiązań wobec eksporterów. Rynek eurodolarowy pełnił więc w tym czasie głównie funkcję kanału transmitującego fundusze między dwiema stronami rynku ropy naftowej. Mimo zmiany uwarunkowań działania międzynarodowego systemu walutowego pod koniec lat 70. XX wieku, rynek eurowalutowy przetrwał zawirowania w systemie, nadal funkcjonuje i stanowi dodatkowe źródło światowej płynności. Dzięki swoim zaletom tj. eksterytorialności, niezależności, dynamizmowi, elastyczności i zasobności stał się trwałym elementem międzynarodowego rynku finansowego¹⁵.

15 Na bazie doświadczeń rynku eurowalutowego wykształcił się rynek euroobligacji, czyli obligacji emitowanych głównie przez rządy państw i organizacje międzynarodowe, plasowanych na międzynarodowym rynku finansowym, przy czym waluta emisji jest inna niż waluta kraju siedziby emitenta. Rynek euroobligacji wykształcił się w okresie wybuchu kryzysu zadłużeniowego na początku lat 80. XX wieku, który to kryzys istotnie ograniczył możliwości kredytowe banków funkcjonujących na tym rynku i spowodował zaostrenie prowadzonej przez nie polityki kredytowej (Lutkowski, 2007, s. 258).

3.4. System wielodewizowy – powrót liberalizmu

Okres przejścia między systemem z Bretton Woods a systemem wielodewizowym można uznać za jeden z najtrudniejszych momentów w historii finansów międzynarodowych. Efektywność barier ograniczających swobodę przepływów kapitałowych stopniowo malała. Kraje nie chciały rezygnować z prowadzenia aktywnej polityki gospodarczej na rynkach wewnętrznych, w tym z zarządzania podażą pieniądza. Utrzymanie w układzie globalnym systemu kursów stałych stawało się niemożliwe. Decyzja o porzuceniu reżimu kursów stałych na rzecz kursów zmiennych (dokładnie rzecz ujmując – umożliwienie krajom swobodnego wyboru reżimu kursowego) poprzedzona była szeregiem prób zreformowania systemu, ale bez naruszenia jego podstawowej zasady, czyli właśnie stałości kursów. Od początku funkcjonowania zorganizowanej formy międzynarodowego systemu walutowego, a więc od momentu wprowadzenia systemu waluty złotej, panowało powszechne przekonanie, że zarówno z punktu widzenia interesu gospodarki światowej, jak i poszczególnych krajów, konieczne jest zachowanie stałych relacji kursowych. Takie relacje postrzegane były jako podstawa rozwoju stabilnych stosunków gospodarczych w skali globalnej. Kursy płynne traktowano jako „gorszą” kategorię kursów. Przemiany, które wystąpiły na międzynarodowym rynku finansowym w połowie lat 70. XX wieku spowodowały zmianę opinii na ten temat. **Na mocy II poprawki do statutu MFW uchwalonej na konferencji w Kingston na Jamajce w 1976 roku** zalegalizowano ostatecznie kursy płynne, zniesiono system *par values* (stałych kursów walutowych) i **zdemonetaryzowano złoto** (które **po raz pierwszy w historii gospodarczej świata przestało pełnić funkcję monetarną**). Kraje uzyskały pełną swobodę wyboru prowadzonej polityki kursowej. Jednocześnie rozpoczął się proces formalnego znoszenia ograniczeń istniejących wobec przepływów finansowych. **Wejście w życie II poprawki w 1978 roku** zapoczątkowało nowy etap w historii finansów międzynarodowych – **powstanie systemu wielodewizowego**.

System wielodewizowy, w odróżnieniu od goldstandardu czy systemu z Bretton Woods, budzi znacznie więcej kontrowersji w zakresie definicyjnym. Wynika to głównie z faktu, że **powstał on w następstwie zmiany postanowień istniejącego statutu MFW, a nie uchwalenia nowego dokumentu** konstytuującego nowy porządek prawny. Teoretycznie można by więc przyjąć, że współcześnie nadal funkcjonuje system z Bretton Woods, tylko w zreformowanej postaci. Co więcej, „brak wspólnych zasad ustanawiających jednostkę pieniężną o międzynarodowym zasięgu oraz podstaw ustalania kursów walut przez poszczególne kraje” ma sprawiać, że „system z Kingston” nie pełni funkcji międzynarodowego systemu walutowego, ponieważ nie zapewnia stabilności finansowej w skali globalnej (por. Jurek, 2005, s. 27). Rzeczywiście, liberalizm zasad obecnie funkcjonującego systemu (zwanego również „non-system”) zdecydowanie odbiega od reguł goldstandardu i systemu z Bretton Woods. Można mu zatem zarzucić, że nie tylko jest kontynuacją okresu Bretton Woods, ale również nie tworzy globalnej struktury i wadliwie wypełnia

funkcje właściwe międzynarodowemu systemowi walutowemu. Taki wniosek jest jednak nieuzasadniony. Kształt obecnego systemu walutowego stanowi pochodną rozwoju gospodarki światowej, w tym międzynarodowych rynków finansowych. Zapewne można wskazać na niedoskonałe wypełnianie należnych mu funkcji, jednak cecha ta nie jest obca także pozostałym dwóm systemom, tymczasem w odniesieniu do nich nie są formułowane tak radykalne opinie.

Cechą charakterystyczną systemu wielodewizowego jest także **brak (przynajmniej teoretycznie) jednostki monetarnej o zasięgu globalnym**, na wzór złota w goldstandardzie czy USD w systemie z Bretton Woods. Istotne ograniczenia, wiążące się z pełnieniem przez konkretną walutę funkcji jednostki monetarnej o zasięgu globalnym, zostały wskazane przez Paula de Grauwe (2003, s. 112): w systemie składającym się z „n” krajów „n-1” krajów będzie musiało dostosowywać swe instrumenty polityki pieniężnej w celu utrzymania stałego kursu walutowego („n-tym” krajem jest kraj dominujący). W takim systemie może być tylko jedna władza monetarna, która będzie mogła prowadzić niezależną politykę pieniężną (system asymetryczny). Teoretycznie możliwe jest działanie systemu o charakterze symetrycznym, w którym kraje wspólnie podejmują decyzje o poziomie realnych zasobów pieniądza i wysokości stóp procentowych. W praktyce jednak kraj o najsilniejszej gospodarce stopniowo wychodzi na pozycję lidera, jego waluta zaczyna dominować w systemie (pełniąc w nim funkcje pieniądza międzynarodowego), który staje się asymetryczny (przykładem jest tu nie tylko sytuacja USA w układzie globalnym, ale również Niemiec w ESW) (de Grauwe, 2003, s. 114–116).

Powyższe wnioski znajdują odzwierciedlenie w badaniach Eichengreena (1987) dotyczących zastosowania **teorii hegemonicznej stabilności** (*hegemonic stability theory*) w międzynarodowych stosunkach finansowych. Analiza dotychczas działających systemów pokazuje, że w systemach stabilnych występował jasno zdefiniowany kraj dominujący (system waluty złotej, system z Bretton Woods), natomiast w niestabilnych brakowało takiego kraju (okres międzywojenny). Po pewnym czasie wyczerpuje się jednak zdolność danego kraju do pełnienia roli lidera, co oznacza konieczność jego zmiany. W systemie wielodewizowym pozycję lidera systemu przez wiele lat utrzymywały i, mimo wielu perturbacji nadal utrzymują, Stany Zjednoczone. Choć w sposób wysoce niedoskonały wypełniały tę rolę w systemie z Bretton Woods, zachowanie pozycji lidera w nowym systemie wynikało przede wszystkim ze znaczenia gospodarki amerykańskiej i dolara amerykańskiego w finansach międzynarodowych. W latach 80. i 90. XX wieku żaden kraj i żadna waluta nie mogła zagrozić pozycji USA.

W XXI wieku sytuacja ulega powoli zmianie, choć kierunki tych zmian nie są jednoznaczne. W międzynarodowych relacjach gospodarczych istotną rolę pełni euro, jednak po kryzysie gospodarczym 2008+, który szczególnie mocno dotknął część krajów strefy euro, dyskusja, czy waluta ta może w przyszłości zastąpić dolara amerykańskiego w funkcji pieniądza światowego, zamarła, a euro jest postrzegane głównie jako waluta regionalna, a nie globalna. Coraz większego znaczenia

nabiera gospodarka Chin, jednak rola tego kraju na międzynarodowym rynku finansowym i juana na międzynarodowym rynku walutowym jest ograniczona, m.in. z powodu prowadzonej przez Chiny polityki kursowej, stopnia rozwoju chińskiego rynku finansowego i ograniczeń w transgranicznych przepływach kapitału pomiędzy Chinami a otoczeniem zewnętrznym.

Cechą charakterystyczną systemu wielodewizowego jest także **prowadzenie przez kraje rozwinięte polityki kursów zmiennych**. Brak stałego punktu odniesienia w kształtowaniu się kursów walutowych pozostaje w sprzeczności z jednym z głównych celów funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego – zapewnienia stabilności w międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Ciekawą koncepcję pozwalającą uporządkować wzajemne relacje wymienne między dolarem amerykańskim i euro (czyli głównymi walutami obecnego systemu) przedstawił Bilski (2006, s. 271), którego zdaniem niestabilność i nieprzewidywalność relacji kursowych tych dwóch walut jest zdecydowanie boleśniej odczuwana przez kraje trzecie niż przez emitujące je USA i strefę euro. Co więcej, USA i strefa euro nie są zainteresowane żadną formą koordynacji polityk walutowych, która umożliwiłaby stabilizację rynków finansowych i stworzyła tak potrzebny krajom trzecim punkt odniesienia dla ich walut. Zdaniem Bilskiego USA i strefa euro mogłyby przyjąć rozwiązanie (wzorowane na ERM), które jednocześnie umożliwiłoby im prowadzenie elastycznej polityki pieniężnej. Zostałaby wyznaczona tzw. równia USD/EUR będąca średnią miesięczną lub kwartalną rynkowych kursów dolara do euro z okresu poprzedzającego, która to równia byłaby okresowo korygowana. Wokół równi ustalone zostałyby pasmo wahań (np. +/-5%), w którym mieściłyby się kursy rynkowe USD i EUR. Przyjęte marże wyznaczałyby punkty interwencyjne, w których FED i EBC zobowiązałyby się do podjęcia interwencji na rynkach walutowych.

Propozycja ta pozornie wydaje się powrotem do systemu kursów stałych. Tak jednak nie jest. Po pierwsze, utrzymane zostałyby rynkowe relacje kursowe euro/dolar. Po drugie, pozostałe kraje zachowałyby swobodę prowadzenia polityki kursowej. Po trzecie, rozpiętość marży wahań wokół równi musiałaby być na tyle duża, by zachować elastyczność relacji kursowych – osiągnięcie przez dolara amerykańskiego lub euro punktu interwencyjnego oznaczałoby pojawienie się sytuacji nadzwyczajnej w relacji tych dwóch walut. Wreszcie po czwarte – ustabilizowanie wzajemnych wahań głównych walut światowych stworzyłoby postulowany „punkt zaczepienia” dla pozostałych walut, nieobecny w systemie wielodewizowym, bez jednoczesnej dekonstrukcji podstaw systemu. Propozycja ta jest obecnie czysto teoretyczna, ponieważ ani USA ani UE nie są zainteresowane jakąkolwiek formą współpracy na płaszczyźnie walutowej. A to tylko potwierdza już wcześniej pojawiający się wniosek, że dominujące kraje/ugrupowania gospodarki światowej działają wyłącznie w swoim własnym interesie, nie poczuwając się do przejęcia części odpowiedzialności za zachowanie stabilności na międzynarodowym rynku finansowym.

Badania prowadzone przez Aizenmana et al. (2008) wykazały, że wobec zmian zachodzących na przestrzeni lat w międzynarodowym systemie walutowym pojawiły się nowe tendencje, które nieco modyfikują ogólne wnioski dotyczące zasad działania systemu wielodewizowego. Autorzy ci zauważyli, że kraje rozwinięte, mimo że prowadzą politykę kursu płynnego również starają się stabilizować relacje kursowe. Ponieważ pogłębia się jednocześnie stopień integracji finansowej między krajami (i ma miejsce swoboda przepływów kapitałowych), stabilizacja relacji kursowych odbywa się kosztem prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. Innymi słowy, kraje nie rezygnują oficjalnie z prowadzenia takiej polityki, ale synchronizują podejmowanie decyzji z decyzjami zapadającymi w krajach centrum. Za wiodący kraj centrum uznawane są Stany Zjednoczone, jednak widać także tendencję do wykształcania się centrów regionalnych, do których można zaliczyć: Niemcy, Francję, Australię czy Republikę Południowej Afryki. Ostatecznym punktem odniesienia dla wszystkich krajów są jednak zawsze Stany Zjednoczone, co pokazuje przykład łańcucha powiązań: dla Maroka krajem centrum jest Francja, dla Francji – Niemcy, dla Niemiec – Stany Zjednoczone. Bez względu na to, jaki jest pierwotny kraj odniesienia ostatecznie na końcu ścieżki zawsze pojawiają się Stany Zjednoczone. Skoro zaś polityka pieniężna kraju centrum tak silnie oddziałuje na polityki pozostałych krajów, trudno mówić o niezależności tych polityk, mimo że formalnie mają one taki status. Ta zmiana występująca w odniesieniu do krajów rozwiniętych nasiliła się szczególnie od momentu zintensyfikowania procesów integracji walutowej w krajach UE, czyli od powstania UGW¹⁶.

Zmiany, które rozpoczęły się w gospodarce światowej wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods, przyczyniły się do **rozpoczęcia drugiej fali globalizacji rynków finansowych**. Swoboda przepływów kapitałowych stanowi jej ważny element, zatem procesy globalizacji można uznać za czynnik wspierający znoszenie ograniczeń. Patrząc na główne determinanty procesu zmian zachodzących od lat 80. XX wieku nie sposób oprzeć się wrażeniu, że są one zbieżne z determinantami pierwszej fali globalizacji rynków finansowych mającej miejsce w systemie waluty złotej.

Za **kluczowe determinanty** zmiany polityki krajów odnośnie do znoszenia ograniczeń w XX wieku można uznać **rozwój ich gospodarek i procesy**

16 Aizenman et al. (2008) zaobserwowali także występowanie istotnych różnic w odniesieniu do prowadzonych polityk gospodarczych w grupie krajów rozwijających się: krajach Azji, Ameryki Południowej oraz Europy Środkowo-Wschodniej. Kraje azjatyckie znacząco zliberalizowały przepływy kapitałowe (istotnym wyjątkiem są Chiny) przy relatywnie stabilnych kursach walut i ograniczonej autonomii polityki pieniężnej. Kraje Ameryki Południowej również zliberalizowały przepływy kapitałowe i ograniczyły autonomię polityki pieniężnej, jednak zmienność kursów ich walut jest wyższa niż w przypadku krajów azjatyckich. Istotna różnica, jaka występuje między tymi dwiema grupami, to poziom rezerw dewizowych. Kraje azjatyckie – grupa dysponują najwyższym poziomem rezerw w skali globalnej. Aizenman et al. wskazują, że właśnie te ogromne rezerwy dają krajom azjatyckim możliwość jednoczesnego wdrażania trzech elementów „trójkąta”. Wysoki poziom rezerw dewizowych umożliwia im bowiem stabilizowanie kursów walutowych w warunkach swobody przepływów kapitałowych i relatywnie niezależnej polityki pieniężnej.

pogłębiania współpracy gospodarczej. Współpraca ta oznacza m.in. swobodę dokonywania inwestycji, czyli swobodę przepływu środków finansowych. Analiza obecnej sytuacji w gospodarce światowej wskazuje, że faktycznie, im wyższy poziom rozwoju gospodarczego kraju, tym mniej ograniczeń wobec przepływów kapitałowych. Kraje wysoko rozwinięte nie mają już żadnych ograniczeń wobec tych przepływów, kraje rozwijające się (poza krajami należącymi do UE) nadal utrzymują takie bariery. Kolejny czynnik, który wiąże się z wymienionym rozwojem gospodarczym, to **rozwój systemów finansowych** krajów. Zazwyczaj wysoki poziom rozwoju gospodarczego kraju wiąże się z wysokim poziomem rozwoju jego rynku finansowego zarówno w wymiarze jakościowym, jak i ilościowym. Jak wskazano w rozdziale drugim, odpowiedni poziom rozwoju rynku finansowego jest warunkiem *sine qua non* liberalizacji przepływów kapitałowych. Przełom lat 70. i 80. XX wieku to początek dynamicznego rozwoju tych rynków, stymulowanego m.in. procesami deregulacji i rozwojem inżynierii finansowej. Bardzo ważnym czynnikiem jest również **rozwój technik telekomunikacyjnych** (w tym Internetu), w tym możliwość szybkiego i bezproblemowego przekazywania informacji oraz zawierania transakcji na odległość. Rozwój technik telekomunikacyjnych wiąże się nie tylko ze wzrostem tempa dokonywania transakcji, ale także ze spadkiem kosztów transakcyjnych. Obniżenie tych kosztów sprzyja przepływom kapitałowym, a więc stymuluje działania liberalizacyjne. Znaczącym czynnikiem jest **rozwój korporacji transnarodowych**, które w ramach prowadzonej działalności generują coraz więcej przepływów finansowych o zróżnicowanym charakterze. Podmioty te aktywnie uczestniczą także w rynku fuzji i przejęć, które również stymulują przepływy kapitałowe między krajami. Podobnie jak w przypadku systemu z Bretton Woods, istotnym czynnikiem jest stan bilansu płatniczego poszczególnych krajów, który wpływa nie tylko na zakres dokonywanej liberalizacji (czy obejmuje ona większość transakcji, czy tylko wybrane), ale także jej kierunek (czy dotyczy napływu kapitału czy jego odpływu). I wreszcie ostatnim, choć równie ważnym, czynnikiem są **procesy integracji walutowej i gospodarczej**. Dobitym przykładem potwierdzającym ich stymulującą rolę w liberalizacji przepływów kapitałowych jest proces tworzenia UGW w ramach UE. Dążenie do pogłębienia integracji walutowej można uznać za wiodący czynnik przyspieszenia, a następnie zakończenia liberalizacji przepływów kapitałowych w UE w 1994 roku.

Problemem, który ujawnił się w systemie wielodewizowym i przyczynił do wybuchu kryzysu światowego 2008+, okazał się **niesprawny mechanizm wyrównawczy**. To ten właśnie element międzynarodowego systemu walutowego okazał się jego najbardziej zawodną częścią, a nie system kursów płynnych, czy też swoboda transgranicznych przepływów finansowych. Jest to o tyle ciekawe, że właśnie w systemie kursów płynnych i nieograniczanych przepływach kapitałowych upatrywano głównych źródeł potencjalnej destabilizacji systemu, szczególnie, gdy ostatecznie wyklarowała się na początku lat 90. XX wieku pozycja Stanów Zjednoczonych jako kraju lidera gospodarki globalnej i dolara amerykańskiego jako wiodącej waluty międzynarodowej.

3.5. Działanie mechanizmu wyrównawczego w międzynarodowym systemie walutowym

Doświadczenia trzech dotąd działających międzynarodowych systemów walutowych dowodzą, że **swoboda przepływu kapitału jest stanem, do którego dąży gospodarka światowa w warunkach stabilnego rozwoju**: pełna swoboda przepływu kapitału w systemie waluty złotej, ograniczona swoboda przepływu kapitału i próby ominięcia istniejących ograniczeń podejmowane przez podmioty w systemie z Bretton Woods, koniec działania „klasycznego” Bretton Woods i powstanie systemu wielodewizowego, w którym ponownie powrócono (choć nie w pełni) do swobody przepływu środków finansowych. Przepływy finansowe są immanentnie związane z przepływami towarowymi, choć mówi się o swoistej alienacji rynków finansowych i autonomii zawieranych na nich transakcji. Bez względu na to, jaki jest rzeczywisty poziom tej alienacji, nie ulega wątpliwości, że kraje posiadające deficyty na rachunku obrotów bieżących muszą korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. W podobnej sytuacji są kraje, w których inwestycje przeważają nad oszczędnościami. Zależności te należą do podstawowych zasad makroekonomii gospodarki otwartej i ich prawdziwości nikt nie kwestionuje. Powstaje pytanie, w jaki sposób działają mechanizmy pozwalające korygować nierównowagi istniejące między krajami? A może jest rzeczą normalną istnienie takich nierównowag i nie powinny one być korygowane?

Historycznie rzecz ujmując, **swoboda prowadzenia handlu i swoboda przepływu kapitału zawsze prowadziła do pojawienia się nierównowagi płatniczej w krajach gospodarki światowej**. Zadaniem sprawnie działającego systemu walutowego jest wypracowanie takich mechanizmów dostosowawczych, by możliwe stało się bieżące korygowanie tych nierównowag w sytuacji, gdy widoczna staje się tendencja nie tylko do trwania nierównowagi, ale także do jej pogłębiania.

W systemie waluty złotej, zgodnie z zasadami działania systemu, korekta taka następowała szybko i automatycznie. Z kraju „deficytowego” odpływało złoto, zmniejszała się podaż pieniądza, spadały ceny towarów, a to powodowało wzrost konkurencyjności na rynkach zagranicznych (i wzrost eksportu). W krajach nadwyżkowych z kolei napływające złoto powodowało zwiększanie się bazy pieniężnej, wzrost cen dóbr i odpowiednio spadek ich konkurencyjności. Warunkiem sprawnego działania tego mechanizmu była akceptacja przez kraje procesów deflacyjnych i inflacyjnych, równowaga wewnętrzna była w nim pochodną równowagi zewnętrznej. Jak wskazuje Bordo (2005a), mechanizm dostosowawczy działał w systemie waluty złotej sprawnie i pozwalał na łagodne zmiany dostosowawcze, choć także w tym okresie miały miejsce kryzysy finansowe (np. kryzys z 1890 r., który zaczął się w Argentynie, a następnie rozprzestrzenił się na kraje rozwijające się).

W uważanym za okres dezintegracji międzynarodowego systemu walutowego dwudziestolecia międzywojennym działanie mechanizmu dostosowawczego zawiodło głównie z powodu niewłaściwego określenia parytetów złota przez wiodące kraje gospodarki światowej. Kraje te powróciły co prawda po zakończeniu I wojny światowej do zasad działania systemu waluty złotej, ale: Francja i Niemcy zdevaluowały swoje waluty i ustaliły parytety złota na niedoszacowanych poziomach; USA nie zmieniły co prawda parytetu, ale po wojnie ceny w USA nie powróciły do poziomu sprzed wojny i w efekcie wartość waluty amerykańskiej także była niedoszacowana; Wielka Brytania przeszacowała natomiast wartość funta ustalając kurs wymienny na 4,86 USD. W efekcie USA, Francja i Niemcy uzyskiwały nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, gdy tymczasem na rachunku obrotów bieżących Wielkiej Brytanii oraz krajów od niej zależnych pojawiły się deficyty. Gdyby zadziałał mechanizm wyrównawczy systemu waluty złotej nierównowaga ta mogłaby zostać zniwelowana, jednak Francja i USA nie dopuszczały do wzrostu cen na rynku wewnętrznym sterylizując napływy złota (Bordo, 2005, s. 11–12). Tym samym na Wielką Brytanię i pozostałe kraje została przerzucona presja deflacyjna, która nie skutkowała poprawą ich bilansów obrotów bieżących. Oznacza to, że w okresie międzywojennym zawiodł nie tyle mechanizm dostosowawczy goldstandardu, co kraje, które nie przestrzegały reguł jego działania.

Po drugiej wojnie światowej sytuacja uległa istotnej zmianie. **Zasady przywracania równowagi we wzajemnych relacjach między krajami zostały sprecyzowane w statucie MFW.** Zgodnie z nimi, **kraj w przypadku „zasadniczego braku równowagi bilansu płatniczego” (której poziom niestety nie został zdefiniowany) mógł dokonać rewaluacji/dewaluacji waluty do 10% bez zgody MFW**, ponadto MFW zobowiązał się do udzielenia kredytów krajom, które miały problemy z przywróceniem równowagi bilansu płatniczego¹⁷. W systemie z Bretton Woods, w odróżnieniu od goldstandardu, pojawiła się instytucja o charakterze ponadnarodowym, która miała czuwać nad zapewnieniem względnej równowagi w zakresie bilansów płatniczych w skali globalnej i zapewniała dodatkowe źródło płynności krajom z problemami płatniczymi. Mechanizm przywracania tej równowagi wydawał się prosty – kraj deficytowy dewaluje walutę i poprawia pozycję konkurencyjną, kraj nadwyżkowy dokonuje rewaluacji i pogarsza pozycję konkurencyjną, niwelując tym samym istniejącą nadwyżkę. **Tak skonstruowany mechanizm okazał się jednak zawodny.** Przede wszystkim kraje nie były i nadal nie są skłonne do dokonywania rewaluacji i redukcji eksportu, bo przekłada się to nie tylko na stan

17 Warto w tym miejscu przypomnieć, że zgodnie z postulatami Keynesa nowo powołana kluczowa instytucja finansowa gospodarki światowej miała mieć charakter światowego banku centralnego funkcjonującego jako centrum wielostronnego clearingu i emitującego własną walutę – bancora, która to waluta miała zastąpić złoto w rozrachunkach międzynarodowych. Powołanie MFW to pokłosie wprowadzenia w życie koncepcji Harry’ego Dextera White’a, w które znalazło się powołanie instytucji z zasobami finansowymi opartymi wyłącznie o wpłaty krajów członkowskich. Zasoby finansowe MFW były w tej sytuacji ograniczone. Por. Lutkowski, 1998, s. 91–92.

ich bilansu obrotów bieżących, ale także wewnętrzną sytuację gospodarczą. Po drugie, wyczekiwanie na dewaluację/rewaluację rodzi napięcia na rynku walutowym związane ze spekulacyjnymi przepływami kapitału, tak więc kraje niechętnie dokonywały korekt kursów walutowych i system stopniowo ewoluował w kierunku systemu kursów stałych w miejsce systemu kursów stałych okresowo korygowanych. Po trzecie, MFW koncentrował i koncentruje się nadal głównie na kwestii redukcji deficytów występujących w bilansach obrotów bieżących, nie uwzględniając problemu nadmiernych nadwyżek w innych krajach. Kraje akumulujące zasoby finansowe są tymczasem z punktu widzenia globalnej równowagi płatniczej takim samym problemem jak kraje utrzymujące deficyty. Nigdy nie pojawiła się koncepcja skonstruowania programu stabilizacyjnego dla krajów nadwyżkowych (Bilski, 2006, s. 274), a przecież ta właśnie nadwyżka znajduje swoje odzwierciedlenie w deficytach pozostałych krajów – wzrost nadwyżki części krajów oznacza pogłębienie ich deficytów.

Choć system z Bretton Woods upadł nie tylko z powodu braku sprawnego mechanizmu dostosowawczego, trudno nie zauważyć, że **konstrukcja tego mechanizmu od samego początku była problematyczna**. Kierując się zapewne logiką działania mechanizmu wyrównawczego w systemie waluty złotej, w którym równowaga zewnętrzna krajów miała priorytet nad wewnętrzną, przyjęto założenie, że priorytet ten zostanie przez kraje utrzymany. Jest to o tyle zaskakujące, że przesunięcie punktu ciężkości z relacji zewnętrznych na wewnętrzne w polityce krajów nastąpiło już w okresie międzywojennym, a przyjęcie nowego paradygmatu w teorii ekonomii – keynesizmu – tylko ten wybór umocniło. Przeniesienie zatem na kraje decyzji o zmianie relacji kursowych, sprzyjającej niwelacji nierównowagi zewnętrznej, ale mogącej spowodować lub pogłębić nierównowagę wewnętrzną na ich rynkach, było pomysłem skazanym z góry na niepowodzenie. Przy braku istnienia automatycznych mechanizmów przywracania równowagi, a w systemie z Bretton Woods ich nie było, nie należało oczekiwać podejmowania przez kraje decyzji, które były immanentnie sprzeczne z ich interesami narodowymi.

Ustanowienie **systemu wielodewizowego** oznaczało ponowne otwarcie dyskusji na temat zasad działania mechanizmu wyrównawczego. Sytuacja o tyle się skomplikowała, że w „non-systemie” **nie zostały określone żadne spójne reguły działania dla krajów członkowskich**, pojawiła się swoboda m.in. wyboru polityki kursowej i ograniczania swobody przepływów finansowych. Oznacza to, że w krajach, które wybrały system kursu płynnego, korekta nierównowag zewnętrznych poprzez kanał kursowy powinna dokonywać się na rynku, czyli poprzez aprecjację/deprecjację kursu walutowego, natomiast w krajach, które przyjęły system kursu stałego działania są podejmowane przez władze monetarne, które dokonują odpowiednio dewaluacji/rewaluacji waluty krajowej¹⁸. Gdyby wszystkie kraje

18 Trzeba jednocześnie przyjąć założenie, że kraje z płynnym kursem walutowym nie interweniują na rynku i poziom kursu odzwierciedla rzeczywiste relacje rynkowe, natomiast kraje z kursem stałym dokonują zmian poziomu kursu w sytuacjach, które tego wymagają,

prowadziły politykę kursu płynnego i posiadały zliberalizowane obroty finansowe sytuacja byłaby o tyle prosta, że między krajami działałby arbitraż towarowy i walutowy odzwierciedlający parytety siły nabywczej i stóp procentowych. Definiując system wielodewizowy poprzez wybór elementów trójkąta niemożliwego, wskazuje się, że kraje rozwinięte, które są jego trzonem, wybrały swobodę przepływu kapitału, kursy płynne i autonomiczną politykę pieniężną. Problem pojawił się wówczas, gdy w gospodarce światowej istotnie wzrosła rola części krajów rozwijających się, które wybrały inną kombinację elementów „trójkąta” – kurs stały, brak swobody przepływu kapitału i autonomiczną politykę pieniężną.

W konsekwencji tych istotnych rozbieżności **system stał się mieszany**, a co najważniejsze – **zabrakło w nim sprawnie działającego mechanizmu przywracania równowagi bilansu obrotów bieżących poprzez kanał kursowy**. Kraje prowadzące politykę kursu stałego zarządzają poziomem kursu w taki sposób, by zoptymalizować realizację celów wewnętrznej polityki gospodarczej. Jeśli jest to polityka proeksportowa, wpływy z eksportu akumulowane są pod postacią rezerw walutowych¹⁹, w krajach tych nie następuje aprecjacja, zaś rewaluacja waluty nie jest dokonywana. W ten sposób nadwyżka w bilansie obrotów bieżących nie tylko nie ma szans zmaleć, ale cały czas rośnie. Z drugiej strony kraje prowadzące politykę kursu płynnego, w których pojawia się deficyt na rachunku obrotów bieżących powinny liczyć się z deprecjacją kursu waluty krajowej, która to deprecjacja ostatecznie powinna doprowadzić do zmniejszenia się deficytu. Tymczasem deprecjacja ta nie następuje, ponieważ na rynek finansowy tych krajów napływają środki pochodzące z rezerw walutowych krajów „nadwyżkowych”, które nie tylko szukają możliwości ich ulokowania, ale także zapewniają podtrzymanie popytu na swój eksport. Sytuacja staje się o tyle paradoksalna, że tego typu nierównowaga między krajami nadwyżkowymi a deficytowymi może nie tylko długo trwać, ale także się pogłębiać. Wzrost rezerw walutowych w jednej grupie musi być jedynie skorelowany ze wzrostem deficytu w drugiej, rezerwy te finansują ów deficyt.

Rozpatrując taki scenariusz rozwoju wydarzeń trzeba jednak pamiętać, że może on być realizowany jedynie przez wiodące kraje gospodarki światowej, które wywierają realny wpływ na tę gospodarkę. W przypadku krajów małych brak synchronizacji między polityką kursową a sytuacją gospodarczą prowadzi zwykle do wybuchu kryzysu walutowego, jeśli kraj prowadzi politykę kursu stałego, bądź zmian dostosowawczych, jeśli jest to polityka kursu zmiennego. W obu przypadkach występują gwałtowne i znaczące ruchy kapitału, będące katalizatorami zachodzących zmian. Reasumując, system wielodewizowy teoretycznie powinien

nie wprowadzają dodatkowych ograniczeń w przepływach kapitałowych i nie akumulują rezerw walutowych.

19 Akumulacja rezerw walutowych w krajach rozwijających się może wynikać także z chęci zabezpieczenia się przed niekorzystnymi skutkami sytuacji wynikającej z nagłego wstrzymania napływu kapitałów zagranicznych na rynki tych krajów (tzw. *sudden stops*). Przykładem takim są wydarzenia końca lat 90. XX wieku, które zakończyły się wybuchem kryzysów walutowych w krajach Azji Płd.-Wsch. Por. Choi, Sharma i Stromqvist, 2007.

być w stanie korygować narastanie nierównowagi, ale tylko wówczas, gdy wszyscy jego uczestnicy przestrzegają tych samych reguł działania (kurs płynny i swoboda transgranicznych przepływów kapitału). Jego sprawność zawodzi, gdy reguły są odmienne (a zgodnie z II Poprawką do Statutu MFW każdy z krajów może dokonać ich swobodnego wyboru).

Z sytuacją taką mamy do czynienia współcześnie – krajami nadwyżkowymi prowadzącymi politykę kursu stałego są kraje tzw. Środkowego Wschodu (eksporterzy ropy naftowej) oraz Chiny (które nie mają zliberalizowanych przepływów kapitałowych), natomiast wiodącym krajem deficytowym z kursem płynnym – USA. Konsekwencje nierównowagi płatniczej na linii USA–Chiny (zwanej także nierównowagą globalną) stały się jedną z przyczyn wybuchu kryzysu finansowego 2008+. Od tego czasu nie zmieniły się uwarunkowania prowadzonej przez oba kraje polityki w zakresie mechanizmów kursowych i swobody przepływu kapitału. Znaczenie relacji gospodarczych między tymi dwoma krajami jest obecnie kluczowe dla stabilności gospodarki światowej i zasługuje na szersze potraktowanie na łamach niniejszej pracy. Zgodnie z powszechnie panującym podejściem, przyczyn zaburzeń równowagi szuka się przede wszystkim po stronie krajów deficytowych. Warto w tej sytuacji przytoczyć wnioski płynące z jednej z niewielu analiz sytuacji krajów nadwyżkowych, którą przeprowadził Edwards (2007, s. 30–31), tuż przed wybuchem kryzysu finansowego w USA:

- widoczna jest istotna asymetria między liczbą krajów nadwyżkowych i deficytowych, w ciągu ostatnich 35 lat tylko 27,6% krajów miało nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w którymkolwiek roku z badanego 35-letniego okresu, w latach 2003–2004 już 40% krajów generowało takie nadwyżki;
- największe zmiany w tym zakresie odnotowały kraje azjatyckie, w których zmiana wartości pozycji na rachunku obrotów bieżących przekroczyła 5% PKB w okresie 1997 i 2003–2004;
- niewiele krajów posiada zdolność utrzymania znaczącej nadwyżki w dłuższym okresie;
- procesy dostosowawcze w zakresie korekty nadwyżek są największe w krajach Środkowego Wschodu, najmniejsze zaś w krajach rozwiniętych;
- dostosowaniem takim zwykle towarzyszy realna aprecjacja kursu walutowego i pogorszenie *terms of trade*;
- spadek tempa wzrostu gospodarczego o jeden punkt procentowy pozwala poprawić bilans obrotów bieżących (wzrost nadwyżki lub spadek deficytu) o 0,25 punktu procentowego PKB.

Powyższe wnioski Edwards wyciągnął na początku 2007 roku. Obecnie jest już wiadome, że korekta deficytu w USA nie nastąpiła w efekcie działania kanału kursowego, a przede wszystkim popytowego. Spadek popytu na rynku amerykańskim był natomiast następstwem wybuchu kryzysu w USA w 2007 roku, który to kryzys przekształcił się w światowy w roku 2008. Warto spojrzeć, jak kształtowało się ujemne saldo rachunku obrotów bieżących w USA (por. tab. 3.7), którego wartość

tuż przed wybuchem kryzysu w 2006 roku przekroczyła 800 mld USD! Uwagę zwraca także wyjątkowo niski poziom oszczędności krajowych, który w jednym z najbogatszych krajów świata, będącym liderem gospodarki światowej, kształtował się na zaskakująco niskim poziomie, pomiędzy 17–19% PKB. Przytoczone dane nie pozostawiają wątpliwości, że USA doświadczały narastania nierównowagi zewnętrznej, której w żaden sposób nie zamierzały przeciwdziałać czerpiąc poczucie bezpieczeństwa z roli pełnionej w gospodarce globalnej.

Tabela 3.7. Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w USA w latach 2002–2010 (mld USD, % PKB)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo rachunku obrotów bieżących (mld USD)	-450,8	-518,8	-631,6	-745,2	-806,0	-711,0	-681,4	-372,5
Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-4,1	-4,5	-5,2	-5,7	-5,8	-4,9	-4,6	-2,6
Inwestycje krajowe (% PKB)	21,7	21,7	22,7	23,4	23,5	22,6	21,1	17,8
Oszczędności krajowe (% PKB)	18,3	17,4	17,7	18,2	19,2	17,6	15,2	13,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2020.

Rozpatrując kwestię nierównowagi w gospodarce światowej trzeba mieć na uwadze fakt, że polityka gospodarcza i kursowa krajów nadwyżkowych ma bardzo istotny wpływ na tę nierównowagę. Tymczasem gros prac poświęconych zagadnieniu nierównowagi przenosiło punkt ciężkości w stronę największego kraju deficytowego, czyli Stanów Zjednoczonych, który pełni jednocześnie rolę lidera gospodarki światowej i emituje pieniądź międzynarodowy. Trafnie podsumował tę sytuację Obstfeld (2005) mówiąc, że „deficyt jest amerykański, ale problem światowy”. Nie ulega wątpliwości, że utrzymanie status quo w zakresie prowadzonych polityk gospodarczej i kursowej zarówno przez kraje azjatyckie, jak i USA było jedną z kluczowych przyczyn niemożności łagodnego zniwelowania tej nierównowagi. Warto jednak zauważyć, że zdaniem większości ekonomistów, to właśnie Chiny były krajem, który powinien rozpocząć politykę zmian dostosowawczych, przede wszystkim w zakresie uelastycznienia kształtowania się kursu walutowego i umożliwienia jego aprecjacji²⁰. Co interesujące, nie tylko przy tym nie wymagano od Chin liberalizacji obrotów finansowych, ale wręcz wskazano, że „kurs walutowy [juana – dop. aut.] powinien kształtować się w wyniku gry sił podaży i popytu,

20 Ekonomisci wskazywali jednak, że choć aprecjacja taka byłaby pożądana, to jednak nie rozwiązałaby problemu nadwyżki bilansu obrotów bieżących Chin i dostosowanie po stronie Chin powinno być nastąpić także innymi kanałami niż kursowy. Por. Barrell et al. (2007).

nawet jeśli zostaną utrzymane ograniczenia w zakresie przepływów kapitałowych” (Prasad et al., 2005, s. 5). Utrzymanie tych ograniczeń miało pomóc Chinom oswoić się ze swobodnie kształtowanym kursem (*learning to float*) i pomóc przezwyciężyć obawy przed wprowadzeniem kursu płynnego (*fear of floating*), jako że z punktu widzenia interesu Chin znacznie lepiej byłoby wprowadzić kurs płynny przed likwidacją ograniczeń w zakresie przepływu kapitału (Prasad et al., 2005, s. 18).

Tabela 3.8. Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w Chinach, lata 2002–2010 (mld USD, % PKB)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo rachunku obrotów bieżących (mld USD)	35,4	43,1	69,0	132,4	231,8	353,2	420,6	243,3
Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)	2,4	2,6	3,5	5,7	8,4	9,9	9,1	4,6
Inwestycje krajowe (% PKB)	36,9	40,4	42,7	41,0	40,6	41,2	43,2	46,3
Oszczędności krajowe (% PKB)	39,3	43,0	46,2	46,7	49,0	51,1	52,3	51,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2020.

Dane zawarte w tabeli 3.8 ilustrują niezwykle dynamiczne zmiany, jakie nastąpiły w chińskiej gospodarce w następstwie prowadzonej przez ten kraj polityki rozwoju poprzez eksport. W okresie 2002–2007 nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zwiększyła się dziesięciokrotnie w ujęciu bezwzględnym, inwestycje krajowe wzrosły o ponad 4 pkt. proc. a oszczędności krajowe – o prawie 12 pkt. proc.! Zestawienie tych wartości z poziomami obecnymi w gospodarce amerykańskiej jest szokujące, przy dodatkowym zastrzeżeniu, że PKB per capita w 2007 roku w USA wyniósł 47 870 USD, w Chinach jedynie 2 700 USD.

Trudno jednak upatrywać w specyfice działania chińskiej gospodarki źródeł wszystkich problemów USA z deficytem handlowym, choć takie wytłumaczenie jest bardzo wygodne dla USA – przerzuca odpowiedzialność za stan bilansu handlowego USA na strony trzecie, abstrahując od nadmiernego popytu konsumpcyjnego w USA i wyjątkowo niskiego poziomu oszczędności krajowych²¹, a także wielkości deficytu budżetowego USA. W tabeli 3.9. przedstawione zostały dane dotyczące wielkości deficytu na rachunku obrotów bieżących USA oraz krajów, których nadwyżki w głównej mierze finansowały ten deficyt w 2006 roku.

21 Martin S. Feldstein (2008) właśnie w niskim poziomie oszczędności wewnętrznych upatruje głównej przyczyny nadmiernego deficytu obrotów bieżących USA.

Tabela 3.9. Deficyt obrotów bieżących USA i główne pozycje finansujące ten deficyt w 2006 roku (mld USD)

Kraj	Kwota	Udział %
USA	-902	-
Europa	175	19,40
Kanada	51	5,65
Ameryka Łacińska	120	13,30
Środkowy Wschód	56	6,21
Azja, z czego:	480	53,22
Chiny	288	31,93
Japonia	108	11,97

Źródło: Blanchard, 2007, s. 10.

Dane te nie pozostawiają wątpliwości, że finansowanie deficytu obrotów bieżących USA przed wybuchem kryzysu odbywało się w głównej mierze poprzez fundusze transferowane z krajów azjatyckich (ponad 50% pokrycia tego deficytu, w tym ponad 30% z samych Chin). W tej sytuacji istotnie wzrosło uzależnienie USA od środków finansowych pochodzących z Azji, co ograniczyło elastyczność działania USA w zakresie prowadzenia zagranicznej polityki gospodarczej, szczególnie w odniesieniu do Chin, i jednocześnie przyczyniło się do pogłębienia zależności pomiędzy USA i krajami azjatyckimi.

Mimo rosnącego (przed wybuchem kryzysu w 2007 r.) deficytu na rachunku obrotów bieżących, USA nigdy nie obawiały się problemów z jego finansowaniem. Ponieważ pełniły (i nadal pełnią) rolę lidera w gospodarce globalnej, w sposób naturalny przyciągają kapitał zagraniczny, w tym również pochodzący z rezerw walutowych pozostałych krajów. Guy Debelle i Gabriele Galati (2005, s. 5) wskazywali na jeszcze jeden istotny fakt, że być może, wbrew założeniom teoretycznym, to stan rachunku obrotów finansowych determinuje to, co się dzieje na rachunku obrotów bieżących, nie zaś odwrotnie, przynajmniej w Stanach Zjednoczonych, których pozycja w gospodarce światowej jest wyjątkowa. W podobnym nurcie wypowiedziała się także Miranda Xafa (2007), zdaniem której prawdopodobieństwo korekty nierównowagi globalnej poprzez tzw. kanał tradycyjny (zatrzymanie napływu kapitału do USA, masowa wyprzedaż aktywów denominowanych w USD, deprecjacja USD, gwałtowny wzrost stóp procentowych w USA) było bardzo niewielkie. Wynikało to jej zdaniem z następujących przyczyn (Xafa, 2007, s. 15–16):

- nie było dotąd w historii gospodarczej precedensu, by kraj uprzemysłowiony, który kontroluje inflację i ma dobrze rozwinięty i regulowany system finansowy doświadczył nagłego odpływu kapitału;
- nie było na rynku finansowym aktywów, które mogłyby substytuować aktywa amerykańskie, stąd nie było obaw, że inwestorzy przeniosą swe zainteresowanie poza rynek amerykański.

O ile Xafa trafnie przewidziała, że inwestorzy zagraniczni nie wycofają się masowo z amerykańskiego rynku, o tyle pomyliła się co do sposobu dokonania korekty narastającego deficytu. Jej zdaniem korekta miała przebiegać łagodnie, w sposób rynkowy, w USA miała m.in. wzrosnąć stopa oszczędności. Te przewidywania okazały się jednak chybiające (por. tab. 3.7), poprawa kluczowych wskaźników była niewystarczająca, aby korekta dokonała się rynkowo. Xafa nie była w swoich opiniach odosobniona. Analiza prac badawczych poświęconych problemowi globalnej nierównowagi pozwala wnioskować, że większość ekonomistów nie obawiała się wystąpienia nagłych i gwałtownych procesów dostosowawczych korygujących nierównowagi bilansów płatniczych głównych podmiotów globalnego rynku, które zdestabilizowałyby gospodarkę światową.

Jedną z ciekawszych teorii wyjaśniających kształtowanie się sytuacji w tym względzie zaprezentowali Michael P. Dooley et al. (2003). Mimo że została sformułowana przed kryzysem 2008+ wydaje się nadal być aktualna. Zgodnie z nią **obecna sytuacja panująca w światowej gospodarce przypomina układ działający w początkowej fazie systemu z Bretton Woods (tzw. Bretton Woods II)**²². Z jednej strony tzw. kraj „centrum” prowadzący liberalną politykę (swoboda przepływu kapitałów i towarów), z drugiej strony kraje peryferyjne utrzymujące ograniczenia w zakresie przepływu towarów i kapitałów, prowadzące politykę kursu stałego z niedowartościowaną walutą promującą eksport, akumulujące rezerwy i wykorzystujące kraj centrum jako pośrednika finansowego uwiarygodniającego ich pozycję na międzynarodowym rynku finansowym. W latach 50. XX wieku krajem centrum były Stany Zjednoczone, natomiast krajami peryferyjnymi odbudowujące się po II wojnie światowej kraje europejskie i Japonia (w których USA lokowały inwestycje bezpośrednie). Zdaniem wspomnianych autorów obecnie krajem centrum są także Stany Zjednoczone (*center country*), kraje azjatyckie tworzą grupę peryferyjnych krajów „handlowych” (*trade account region*). Równolegle funkcjonuje jednak grupa peryferyjnych krajów „finansowych” (*capital account region*), należą do niej kraje europejskie, Kanada, Australia i większość krajów Ameryki Łacińskiej. Kraj centrum prowadzi politykę kursu płynnego, nie akumuluje rezerw, jest jednocześnie krajem z jednej i drugiej grupy (*trade account country and capital account country*) – korzysta z zasobów finansowych innych krajów, dużo inwestuje i dużo konsumuje. Kraje peryferyjne „handlowe” prowadzą silną politykę proeksportową, w ich przypadku eksport oznacza wzrost gospodarczy. Kraje te prowadzą także aktywną politykę kursową, ograniczają import, ich władze inwestują nadwyżki finansowe w papiery wartościowe (w dużym stopniu amerykańskie), stosunek zysk/ryzyko ma dla nich drugorzędne znaczenie. Kraje peryferyjne „finansowe” także mają nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, jednak

22 Zdaniem Ethana Ilzetzkiego et al. (2021, s. 39), „to, co Dooley, Folkerts-Landau i Garber (2003) trafnie określili jako «Bretton Woods II» (odnosząc się do wyboru Azji Wschodniej, aby zjednoczyć się wokół stabilizacji kursu dolara), przekształciło się obecnie w znacznie szerszą koncepcję globalnej stabilności kursu walutowego «Extended Bretton Woods II»”.

kraje te prowadzą politykę kursu zmiennego i nie akumulują rezerw walutowych (z wyjątkiem Japonii). Władze tych krajów nie prowadzą działalności na rynkach finansowych, natomiast kapitał inwestycyjny pochodzi w nich od inwestorów prywatnych, dla których stosunek zysk/ryzyko jest bardzo istotny.

Dooley et al. postawili tezę, że nie należy się obawiać gwałtownej korekty globalnej nierównowagi oraz związanych z nią masowych i gwałtownych przepływów kapitałowych. Wynikać to miało przede wszystkim z natury więzów gospodarczych łączących USA i kraje azjatyckie, które chciały kontynuować strategię wzrostu w oparciu o eksport. Rynek amerykański był dla nich otwarty, rynek europejski – tylko częściowo. Zdaniem wspomnianych autorów kraje azjatyckie miały nie być zainteresowane nabywaniem aktywów europejskich, bo z ich punktu widzenia byłoby to bezzasadne (mogłoby to doprowadzić do spadku amerykańskiego importu, i w efekcie – konieczności zmniejszenia ich eksportu). USA i kraje peryferyjne „handlowe” miały być tym samym związane ze sobą na długo wzajemnym interesem, co miało zapewnić trwałość tej relacji.

Na pozycji swoistego „outsidera” zostały umieszczone peryferyjne kraje „finansowe”. Redukcja posiadanych przez nie aktywów denominowanych w dolarach oznaczałaby aprecjację ich walut (płynnych wobec dolara), co pogorszyłoby ich pozycję konkurencyjną i mogłoby przesunąć je z grupy kapitałodawców do grupy kapitałobiorców (jeśli doświadczyłyby one deficytu na rachunku obrotów bieżących). Tym samym stałyby się one dłużnikami peryferyjnych krajów „handlowych”, które utrzymują nadwyżki obrotów bieżących. Aprecjacja euro oznaczałaby także brak bodźców do dokonywania inwestycji w USA, w tej sytuacji miejsce krajów europejskich w USA stopniowo miało być przejmowane przez kraje azjatyckie. Europa miała zostać przesunięta na boczny tor gospodarki światowej wobec rosnącej wzajemnej zależności między USA a peryferiami „handlowymi”. Zdaniem Dooleya et al., stan tej specyficznej „równowagi-nierównowagi” miał utrzymywać się przez długi czas i być względnie stabilny.

Koncepcja Bretton Woods II jest spójna, jej słabością stało się przerzucenie odpowiedzialności za rozpoczęcie działań dostosowawczych na inne kraje niż USA. Autorzy przyjęli, że w istniejących warunkach brzegowych to kraje handlujące z USA lub inwestujące w USA powinny podjąć działania, w efekcie których nastąpiłaby redukcja amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących (miały one przyjąć formę gwałtownego odpływu kapitału z amerykańskiego rynku), a nie zrobić tego, bo im się to po prostu nie opłaca. W tej sytuacji USA mają pełną swobodę prowadzonej polityki makroekonomicznej, ponieważ kraje peryferyjne są zmuszone do absorbowania jej słabości.

Eichengreen (2004) wskazywał na pewne słabe punkty koncepcji wspomnianych autorów – przede wszystkim w systemie z Bretton Woods kraje peryferyjne tworzyły znacznie bardziej homogeniczną grupę niż obecnie, poza tym polityka wzrostu poprzez eksport także ma swój punkt krytyczny, kiedy zyski zaczynają się zmniejszać (*the point of diminishing returns*). W tej sytuacji, jego zdaniem, wcale nie było pewne, że peryferyjne kraje „handlowe” będą w przyszłości zainteresowane

utrzymaniem istniejącego stanu rzeczy. Wskazywał również, że banki centralne tych krajów dokonując inwestycji gromadzonych rezerw, wykazując dużą tolerancję co do strat kapitałowych, czy też akceptując relatywnie niskie zyski osiągane z inwestycji na amerykańskim rynku finansowym. Eichengreen uważał również, że redukcja amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących będzie następstwem wydarzeń zachodzących w otoczeniu zewnętrznym USA, a nie zmiany systemowych ułomności działania amerykańskiej gospodarki.

Amerykańscy ekonomiści nie rozpatrywali zatem scenariusza korekty nierównowagi, który zakładałby perturbacje i zmiany na amerykańskim rynku wewnętrznym – niwelujący nadmierny amerykański deficyt kryzys był dla nich zapewne dużym zaskoczeniem. Takiego rozwoju wydarzeń nie zakładano, większość ekonomistów koncentrowała się na aspekcie wzrostu ryzyka inwestycyjnego na rynku amerykańskim (z uwagi na rosnącą nierównowagę zewnętrzną USA) i będącym jego następstwem odpływie kapitału prywatnego. Uwzględniany był również scenariusz wzrostu niechęci krajów trzecich do finansowania amerykańskiego deficytu, szczególnie poprzez lokowanie na rynku finansowym USA rezerw walutowych, a w konsekwencji – odpływie kapitału publicznego z tych krajów. Załamanie rynku finansowego USA, powszechnie postrzeganego jako najbezpieczniejszy i najlepiej regulowany, nie było brane pod uwagę.

Dane zawarte w tabeli 3.7 i 3.10 nie pozostawiają wątpliwości, że wybuch kryzysu w USA w 2007 roku był jednym z najważniejszych czynników, jeśli nie najważniejszym, korekty amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących. Choć tuż po wybuchu kryzysu nastąpił także w USA spadek inwestycji i oszczędności w ujęciu względnym, w kolejnych latach (por. tab. 3.10) widoczny jest stopniowy wzrost zarówno inwestycji, jak i oszczędności przy zdecydowanie mniejszym deficycie w odniesieniu do okresu przed kryzysem.

Tabela 3.10. Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w USA w latach 2010–2020 (mld USD, % PKB)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Saldo rachunku obrotów bieżących (mld USD)	-431,3	-445,7	-426,8	-384,8	-365,2	-407,8	-432,9	-365,3	-449,7	-480,2	-616,1
Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-2,9	-2,9	-2,6	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-1,9	-2,2	-2,2	-3,0
Inwestycje krajowe (% PKB)	18,7	19,1	20,0	20,4	20,8	21,0	20,3	20,6	21,0	21,0	21,2
Oszczędności krajowe (% PKB)	15,4	16,5	18,7	19,2	20,3	20,1	18,6	19,2	19,1	18,6	19,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2020.

Funkcję mechanizmu korygującego nierównowagę globalną w systemie wielodewizowym spełnił więc wybuch kryzysu w gospodarce amerykańskiej, który przyczynił się do redukcji popytu wewnętrznego, a nie nagły i gwałtowny odpływ kapitału z rynku amerykańskiego, który wydawał się jedynym możliwym rozwiązaniem tej sytuacji. Uzasadniona staje się więc obawa, czy wobec braku korekty zasad działania systemu wielodewizowego i niezmienności głównych uwarunkowań polityk makroekonomicznych prowadzonych przez wiodące kraje systemu, kolejna potencjalna nadmierna nierównowaga globalna zostanie skorygowana poprzez pojawienie się kolejnego kryzysu, wywołując kolejne zawirowania i napięcia w gospodarce światowej (szerzej na ten temat Janicka, 2022).

Zmiana sytuacji na rynkach zagranicznych, w tym głównie na rynku amerykańskim, spowodowała także redukcję chińskiej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w ujęciu względnym (por. tab. 3.11), której wartość nie powróciła już do okresu sprzed kryzysu.

Tabela 3.11. Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w Chinach, lata 2010–2020 (mld USD, % PKB)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Saldo rachunku obrotów bieżących (mld USD)	237,8	136,1	215,4	148,2	236,1	304,2	202,2	195,1	25,5	141,3	274,0
Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)	3,9	1,8	2,5	1,5	2,2	2,8	1,8	1,6	0,2	0,7	1,8
Inwestycje krajowe (% PKB)	47,9	48,0	47,2	47,3	46,8	44,8	44,1	43,2	44,0	43,1	43,1
Oszczędności krajowe (% PKB)	51,8	50,0	50,0	48,9	49,0	47,5	45,9	44,8	44,2	44,0	45,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2020.

Porównanie danych zawartych w tabelach 3.8 i 3.11 pokazuje skalę zmian, które dotknęły gospodarkę Chin. Mimo tych perturbacji, Chiny nadal utrzymują relatywnie wysoki poziom inwestycji i oszczędności krajowych, obecnie w większym stopniu mogą już oprzeć swój rozwój gospodarczy o popyt wewnętrzny (PKB per capita w Chinach w 2020 r. wyniósł 10 511 USD, zatem siła nabywcza społeczeństwa chińskiego istotnie wzrosła na przestrzeni minionych dwóch dekad).

Reasumując, **korekta globalnej nierównowagi w sytuacji asymetrycznych warunków działania gospodarek amerykańskiej i chińskiej powinna zostać zainicjowana przez kraj nadwyżkowy**, czyli Chiny, które zarządzają głównymi parametrami makroekonomicznymi (w tym stabilizują kurs walutowy i utrzymują ograniczenia wobec przepływu kapitału). Choć sama aprecjacja juana nie byłaby zapewne wystarczająca dla istotnego spadku wartości amerykańskiego deficytu (USA utrzymują relacje handlowe nie tylko z Chinami), mogłaby dać pożądany

impuls do redukcji konsumpcji na rynku amerykańskim, co przełożyłoby się na spadek importu, wzrost oszczędności krajowych i spadek uzależnienia od napływu kapitału zagranicznego. Chiny przyjęły amerykańską postawę tuż przed upadkiem systemu z Bretton Woods, kiedy to realizacja przez USA celów polityki wewnętrznej doprowadziła do destabilizacji systemu. USA nie uwzględniały w swych działaniach konsekwencji ani dla pozostałych uczestników systemu, ani dla systemu jako takiego. Polityka Chin także nakierowana jest na realizację celów polityki wewnętrznej, której efekty muszą absorbować kraje peryferyjne. USA nie jest jednak krajem peryferyjnym, a krajem centrum obecnego systemu, stąd działanie mechanizmu wyrównawczego zakończyło się kryzysem nie o charakterze lokalnym, a globalnym. Obecna sytuacja geopolityczna (w tym m.in. wojna handlowa na linii USA–Chiny) pozwala domniemywać, że ów kryzys może nie być ostatnim.

Ponad dziesięć lat temu podjęłam próbę reasumpcji ówczesnej sytuacji dotyczącej globalnej nierównowagi:

Jedno nie ulega wątpliwości – obecny stan globalnej nierównowagi nie może trwać w nieskończoność. Nawet jeśli uznać obecny system za „Bretton Woods II”, to nie jest to gwarancją jego stabilności, co oznacza, że musi on wypracować mechanizm powrotu do względnej równowagi. Wydaje się, że możliwe są dwie drogi rozwiązania problemu – albo podjęcie skoordynowanej akcji na rynku walutowym przez grupę państw w celu urealnienia relacji kursowych między walutami głównych stron nierównowagi²³ (to rozwiązanie w chwili obecnej raczej nie wchodzi w grę z uwagi na postawę krajów azjatyckich) albo oczekiwanie na samorzutne działanie mechanizmów rynkowych. Należy jednak mieć na uwadze fakt, że może się to odbyć albo łagodnie (jak przewiduje wspomniana już Xafa), albo poprzez mniej lub bardziej „twarde lądowanie”²⁴. Ten ostatni wariant może spowodować napięcia na międzynarodowym rynku finansowym bądź w najgorszym wypadku zakończyć się kryzysem walutowym lub gospodarczym. A to może oznaczać odwrót od polityki liberalizacji przepływów kapitałowych na rzecz ponownego wprowadzania ograniczeń (Janicka, 2010, s. 342).

Mimo że to Chiny jako kraj nadwyżkowy powinny jako pierwsze dokonać zmiany prowadzonej polityki makroekonomicznej, USA w obliczu pogłębiającej się nierównowagi zewnętrznej i rosnącego uzależnienia gospodarki od napływu kapitału zagranicznego, także nie podjęły żadnych działań, aby zapobiec wybuchowi kryzysu, czerpiąc korzyści z napływu taniego kapitału i tanich towarów. Powszechne przekonanie, że korekta może przyjść tylko z zewnątrz (a to w istniejących warunkach było mało prawdopodobne), uśpiło czujność tego kraju i doprowadziło do wybuchu największego kryzysu gospodarczego od 1929 roku. Jedna obawa wszak się nie sprawdziła – kraje nie powróciły powszechnie do ograniczeń wobec swobody międzynarodowych przepływów inwestycji, tak jak to miało miejsce w latach 30. XX wieku.

23 Na wzór interwencji podejmowanych w latach 80. na mocy zawartych porozumień między krajami: „The Plaza Accord” z 1985 roku i „The Louvre Accord” z 1987 roku.

24 Scenariusze możliwych procesów dostosowawczych przedstawił np. Michał Rubaszek (2006, s. 25–27).

Rozdział 4

Kierunki przepływów inwestycji w gospodarce światowej

Kierunki przepływu kapitału w gospodarce globalnej są zwykle analizowane w oparciu o dorobek teorii neoklasycznej, z wykorzystaniem przedstawionego w rozdziale pierwszym modelu równowagi ogólnej. Tym samym przyjmuje się założenie, że kluczową determinantą transgranicznych przepływów inwestycji jest różnica w stopach zwrotu między poszczególnymi krajami, a kapitał przepływa między nimi do momentu jej wyrównania. To proste wytłumaczenie okazuje się jednak niewystarczające w odniesieniu do procesów zachodzących w realnej gospodarce, m.in. nie wyjaśnia dwukierunkowych przepływów inwestycji między krajami o zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego i stóp zwrotu z inwestycji. Badaniem, które zapoczątkowało dyskusję dotyczącą uwarunkowań kierunków przepływu kapitału w gospodarce globalnej, stała się opublikowana w 1990 roku analiza przeprowadzona przez Lucasa. Wnioski z jego pracy stanowią punkt odniesienia dla wielu kolejnych badań dotyczących kierunków przepływu kapitału nie tylko w systemie wielodewizowym, który badał Lucas, ale także w systemie waluty złotej i systemie z Bretton Woods.

4.1. Paradoks Lucasa – czyli co zbadał

Robert E. Lucas Jr. i jakie wyciągnął wnioski

Tytułem wstępu: „Przeciwie do treści prezentowanych przez ekonomię neoklasyczną, zasoby światowe nie przepływają z krajów bogatych do krajów biednych, ale lokowane są przede wszystkim w krajach bogatych, wśród nich także w najbogatszych, np. USA” (Singh, 2002, s. 20). „Zgodnie ze standardową teorią ekonomii kapitał powinien płynąć z krajów bogatych w kapitał do krajów ubogich w kapitał. W gospodarce światowej panuje jednak odwrotna tendencja. To jest tak zwany paradoks Lucasa” (Nieminen, 2017, abstrakt).

W roku 1990 Lucas opublikował artykuł (1990, s. 92–96), w którym **podważył aplikowalność wniosków płynących z analizy modelu neoklasycznego** – wbrew założeniom teoretycznym w systemie wielodewizowym kapitał przepływa z krajów bogatych, które są w niego relatywnie lepiej wyposażone, do krajów biednych, które mają go relatywnie mniej, w znacznie mniejszej ilości niż wynikałoby to z różnicy w wartości krańcowych produktywności kapitału. Lucas wybrał do badania dwa kraje – USA i Indie. Przyjmując standardowe założenia teorii neoklasycznej wykazał, że w 1988 roku krańcowa produktywność kapitału w Indiach była 58 razy większa niż w USA. Wobec tak istotnej różnicy, zgodnie z teorią neoklasyczną, kapitał powinien przepływać z USA do Indii do momentu zrównania krańcowych produktywności kapitału w obu krajach. W praktyce wyrównanie takie nie nastąpiło, nie pojawiły się także przesłanki pozwalające na stwierdzenie, że proces taki ma miejsce. Wnioski wyciągnięte przez Lucasa **pozwołyły 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 et al., 2005a, s. 1).

Ekonomiści podjęli próbę identyfikacji przyczyn występowania wskazanej przez Lucasa rozbieżności między teorią neoklasyczną a praktyką gospodarczą. Sam Lucas odrzucił najbardziej prawdopodobną możliwość – wyższe od przeciętnego ryzyko inwestycyjne w krajach rozwijających się, czyli w tym konkretnym przypadku – w Indiach. Uważał, że ponieważ wiele z krajów rozwijających się było przed II wojną światową koloniami krajów rozwiniętych, te ostatnie przeniosły do nich zasady swoich porządków prawnych, w związku z czym poziom ryzyka wynikający z jakości infrastruktury prawno-organizacyjnej w badanych krajach jest bardzo zbliżony. Jego zdaniem najważniejszym powodem tak istotnej rozbieżności między wnioskami teoretycznymi i praktycznymi były/są niedostatki tzw. kapitału ludzkiego w krajach rozwijających się (przy czym kluczowa jest różnica jakościowa między kapitałem ludzkim i siłą roboczą), w konsekwencji czego korzyści z zainwestowanego w nich kapitału finansowego są niższe od oczekiwanych.

Diagnoza sytuacji przedstawiona przez Lucasa, a dokładnie negacja wyższego poziomu ryzyka inwestycyjnego w krajach rozwijających się, wydaje się jednak wątpliwa. Trudno uznać, że okupant (za takiego można uznać kraje kolonialne) jest w stanie przenieść całość zasad porządku prawnego i organizacji funkcjonowania własnej gospodarki na grunt kraju okupowanego (kolonizowanego). Po pierwsze, kraj ten może nie chcieć lub nie móc ich przyjąć (z uwagi na poziom rozwoju społeczno-gospodarczego), a po drugie – okupant może być zainteresowany implementacją owych zasad jedynie w minimum niezbędnym do funkcjonowania kraju okupowanego zgodnie z własnymi potrzebami. Nie można więc explicite przyjmować, że w kraju okupowanym nastąpiła pełna implementacja prawa i wzorców organizacyjnych kraju kolonizującego.

Kierunki przepływów inwestycji w systemie wielodewizowym, do których nawiązywał Lucas, będą przedmiotem rozważań w dalszej części rozdziału. W tym

miejsu warto się odnieść do kwestii, która w ogóle nie jest podejmowana przez ekonomistów – uzasadnienia badania przeprowadzonego przez Lucasa w kontekście dokonanego przez niego wyboru krajów wykorzystanych w badaniu – USA i Indii. Zanim jednak zostanie ona przedyskutowana, trzeba wskazać, że **pojęcie „paradoks Lucasa” pojawia się w literaturze przedmiotu w dwóch, całkiem różnych, wersjach:**

- 1) klasycznej – która zawiera oryginalny wniosek Lucasa: kapitał przepływa między krajami w ilości mniejszej niż wynikałoby to z różnic w wartości marginalnych produktywności kapitału w poszczególnych krajach i przepływ ten jest niewystarczający do ich wyrównania;
- 2) współczesnej – którą można potraktować jako swobodną interpretację wniosków Lucasa, ponieważ nie ma ona z nimi wiele wspólnego: kierunki przepływu kapitału w gospodarce globalnej nie są zgodne z kierunkami wyznaczonymi przez model neoklasyczny, kapitał płynie od krajów biednych (rozwijających się) do krajów bogatych (rozwinętych).

W **klasycznej wersji paradoksu Lucasa**, we współczesnej gospodarce światowej model neoklasyczny nie „działa” z uwagi na niepełne wyrównanie krańcowych produktywności kapitału między krajami. Co kluczowe – **Lucas nie zanegował przydatności teorii neoklasycznej do objaśnienia kierunków przepływu kapitału**, a jedynie dowiódł, że kapitał przepływa między krajami w zbyt małej ilości, aby krańcowe produktywności kapitału w badanych krajach mogły ulec wyrównaniu. Zatem **kierunek przepływu się zgadza, nie zgadza się ilość przepływającego kapitału**.

W swoim artykule Lucas wprost wskazał, że korzysta z dorobku teorii neoklasycznej, krótko charakteryzując przy tym założenia towarzyszące budowie modelu neoklasycznego. W kolejnym etapie wybrał dwa wskazane wcześniej kraje – Indie i Stany Zjednoczone, a następnie w oparciu o dotyczące ich dane wykonał obliczenia (korzystając z funkcji Cobba-Douglasa), z których wynikało, że krańcowa produktywność kapitału w Stanach Zjednoczonych w 1988 roku była, jak już wspomniano, 58 razy większa niż w Indiach. Taka różnica powinna powodować przepływ kapitału między Indiami i Stanami Zjednoczonymi do chwili wyrównania owych produktywności, co nie nastąpiło. Lucas wyciągnął więc wniosek, że model neoklasyczny nie objaśnia międzynarodowych przepływów kapitału w gospodarce realnej, ponieważ czynnik indukujący transgraniczne przepływy kapitału – zróżnicowane wartości produktywności krańcowych – powoduje przepływy znacznie mniejszego wolumenu kapitału niż konieczne do wyrównania produktywności krańcowych w badanych krajach. Jeśli przyjąć, że w modelu neoklasycznym zróżnicowanie produktywności krańcowych to czynnik nie tylko kluczowy, ale de facto jedyny, brak wyrównania cen kapitału wskazuje (zdaniem Lucasa), że jest inny czynnik, który w gospodarce realnej oddziałuje na kierunki tego przepływu. To oznacza, że model neoklasyczny ma ograniczone zastosowanie w realnej gospodarce. Jeśli zaś inny czynnik jest determinantą międzynarodowych

przepływów kapitału, to należy go zdefiniować i wskazać siłę/kierunek jego oddziaływania. Taką właśnie próbę podjął Lucas w swoim artykule. W efekcie przeprowadzonych badań wyciągnął wniosek, że czynnikiem tym jest niedostateczne wyposażenie kraju importującego kapitał w zasoby kapitału ludzkiego (teoria neoklasyczna uwzględnia wyposażenie kraju w zasoby siły roboczej, kategoria kapitału ludzkiego w niej nie występuje).

Kluczową kwestią pominiętą przez Lucasa i kolejnych ekonomistów analizujących „paradoks” jest fakt, że badanie działania modelu neoklasycznego we współczesnej gospodarce światowej zostało przeprowadzone na przykładzie Stanów Zjednoczonych i Indii. Zgodnie z teorią neoklasyczną, warunkiem koniecznym wyrównania krańcowych produktywności kapitału w krajach jest pełna swoboda przepływu kapitału między nimi. Jeśli takiej swobody nie ma, przeprowadzenie badania traci uzasadnienie na gruncie teoretycznym. Zatem, aby badanie mogło stanowić podstawę weryfikacji teorii, powinny do niego zostać wybrane takie kraje, które zniosły względem siebie ograniczenia w zakresie swobody przepływu kapitału, czyli te, które spełniają warunek konieczny przeprowadzenia badania. Tylko wówczas ma szansę pojawić się zrównanie krańcowych produktywności kapitału, który to proces w ujęciu teoretycznym jest odzwierciedlony przez neoklasyczny model równowagi ogólnej (por. rozdz. 1).

Odnosząc się do wyboru krajów dokonanego przez Lucasa – o ile USA można było uznać w 1988 roku za kraj otwarty, czyli w przypadku tego kraju spełnione zostało kluczowe założenie modelu neoklasycznego, Indie takim krajem nie tylko nie były, ale nadal nie są. Jak wskazali Ila Patnaik i Ajay Shah (2012) ograniczenia na przepływy transgraniczne zostały nałożone w Indiach jeszcze przez Brytyjczyków w 1942 roku. W kolejnych latach system ograniczeń wobec transakcji rachunków (bieżącego i finansowego) był rozbudowywany, natomiast pierwsze zmiany, czyli znoszenie ograniczeń, rozpoczęły się dopiero w 1991 roku! Dopiero w 2000 roku nastąpiła pełna liberalizacja transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących i rozpoczęła się stopniowa liberalizacja przepływów finansowych. Władze obawiały się jednak o stabilność kursu walutowego, ponieważ do 1990 roku w Indiach funkcjonował mechanizm kursu stałego. Wybrano więc wariant stopniowego przejścia do kursu determinowanego przez czynniki rynkowe, z punktu widzenia władz indyjskich zmienność kursu rupii była trudna do zaakceptowania. Z tego względu ograniczenia w swobodzie przepływu kapitałów zostały utrzymane bądź przywrócone, tak, aby można było aktywnie wpływać na wolumen przepływającego kapitału, kiedy okaże się to konieczne z punktu widzenia polityki kursowej (Patnaik i Shah, 2012, s. 4).

Badanie Lucasa dotyczy 1988 roku, kiedy gospodarka indyjska była zamknięta na przepływ kapitału, a indyjska waluta – niewymienialna. Jest zatem niejasne, jak można w tej sytuacji oczekiwać zrównania stóp zwrotu z kapitału zainwestowanego w USA i w Indiach, nawet, jeśli rozważania dotyczą tylko inwestycji bezpośrednich. Trudno także zrozumieć, dlaczego zostały wybrane do badania właśnie

Indie, jeśli ten kraj nie spełniał podstawowego założenia modelu neoklasycznego – braku ograniczeń wobec przepływu środków finansowych w odniesieniu do USA. Wobec powyższego **trudno uznać analizę przeprowadzoną przez Lucasa za dowód na brak działania modelu neoklasycznego we współczesnej gospodarce światowej**. Nie wydaje się także uzasadnione zanegowanie wartości marginalnej produktywności kapitału jako kluczowej determinanty międzynarodowych przepływów inwestycji. Warunki brzegowe, konieczne do wyciągnięcia takiego wniosku, nie zostały bowiem spełnione (por. Janicka, 2016).

We **współczesnej wersji paradoksu Lucasa**, kierunki przepływu kapitału w gospodarce globalnej nie są zgodne z kierunkami wyznaczonymi przez model neoklasyczny, ponieważ kapitał płynie od krajów biednych (rozwijających się) do krajów bogatych (rozwinętych) – por. „Paradoks Lucasa to «stylizowany fakt», że kapitał nie przepływa z krajów bogatych do biednych” (Azémar i Desbordes, 2013). Lucas, co istotne, badał w swoim artykule przepływy kapitału rzeczowego (nakłady na inwestycje), nie kapitału ogółem (obejmujące także kapitał finansowy). Jeszcze raz warto podkreślić jego oryginalny wniosek: kapitał przepływa między krajami w ilości niewystarczającej do wyrównania jego produktywności krańcowej w tych krajach. Lucas wskazał, że **model neoklasyczny nie jest dobrym narzędziem do objaśniania wolumenu** międzynarodowych przepływów kapitału (na co wskazują m.in. Reinhart i Rogoff, 2004; Ju i Wei, 2006; Prasad et al., 2006; Gourinchas i Jeanne, 2007), a **nie kierunku** tych przepływów. Warto zwrócić uwagę, że Lucas w ogóle nie odnosił się do kierunku przepływu kapitału, mimo że taka sugestia może powstać z uwagi na tytuł artykułu. Tymczasem, co bardzo zaskakujące, autorzy części publikacji wypaczają sens tego wniosku wskazując, że paradoks Lucasa to odwrotny niż przewidziany przez teorię neoklasyczną kierunek przepływu kapitału w gospodarce globalnej – od krajów rozwijających się/biednych do krajów rozwiniętych/bogatych¹. To nadinterpretacja wniosków sformułowanych oryginalnie przez Lucasa i co więcej – nie mająca z tymi wnioskami wiele wspólnego. Model neoklasyczny, na który powołują się autorzy, objaśnia kierunki przepływu kapitału wskazując na przepływy kapitału od krajów nadwyżkowych do deficytowych. **Utożsamienie krajów nadwyżkowych z krajami rozwiniętymi, a deficytowych z rozwijającymi się jest już interpretacją teorii, a nie samą teorią².**

Czy zatem kierunki przepływu kapitału są rzeczywiście niezgodne z teorią neoklasyczną? Według teorii neoklasycznej kapitał płynie od krajów nadwyżkowych

1 Np. Sabine Herrmann i Jörn Kleinert (2014, s. 1): „Lucas (1990) podkreślił, że przepływy kapitału nie zawsze są zgodne z przewidywaniami standardowych neoklasycznych modeli wzrostu. Na poziomie globalnym kapitał przesuwają się «w górę» z krajów biednych do bogatych, a nie odwrotnie”, czy też Hannah G. Shell i Liping Zheng (2015, s. 12): „Lucas (1990) pokazuje wszakże, że kapitał przepływa głównie do krajów bogatych [...]”.

2 W swoich, często cytowanych, badaniach Alfaro et al. (2005a) wskazali, że teoria neoklasyczna przewiduje, że kapitał powinien płynąć z krajów bogatych do biednych, podobnie jak wcześniej cytowani Herrmann i Kleinert (2014, s. 1): „Na poziomie globalnym kapitał przesuwają się «pod górę» z krajów biednych do bogatych”.

do deficytowych – kierunek ten we współczesnej gospodarce światowej został zachowany, trudno zresztą, aby było inaczej. Problem z zastosowaniem modelu w kontekście współczesnych przepływów inwestycji pojawia się w innym miejscu. W okresie waluty złotej, kiedy powstał model neoklasyczny, krajami nadwyżkowymi i jednocześnie bogatymi były kraje rozwinięte, a krajami biednymi, z niedoborem kapitału – kraje rozwijające się. W tej sytuacji kapitał rzeczywiście płynął od krajów rozwiniętych/bogatych do rozwijających się/biednych. Ówczesne kraje nie prowadziły aktywnej polityki pieniężnej, nie gromadziły znaczących rezerw walutowych i nie interweniowały na rynkach walutowych, a na rynkach międzynarodowych inwestowane były kapitały prywatne, nie publiczne.

Współcześnie taki prosty podział już nie obowiązuje. Kraje rozwijające się prowadzą aktywną politykę pieniężną i kursową, gromadzą rezerwy walutowe, ograniczają swobodę przepływu inwestycji. To wszystko powoduje, że przy relatywnie niskim PKB per capita mogą być krajami nadwyżkowymi – nie tylko wypracowują nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, ale także dysponują znacznymi rezerwami walutowymi. W tej sytuacji kapitał płynie zgodnie z modelem neoklasycznym od krajów nadwyżkowych (rozwijających się) do krajów deficytowych (rozwiniętych), które rozwijają się na ich koszt. **Model neoklasyczny nie definiuje źródeł pochodzenia kapitału (publiczny – prywatny), ważne są tylko posiadane przez kraje zasoby środków finansowych.** Sytuacja jest rzeczywiście atypowa, ponieważ przepływy środków pochodzących z rezerw walutowych nie są klasycznymi przepływami inwestycyjnymi. Rezerwy walutowe są lokowane przede wszystkim z uwzględnieniem kryteriów bezpieczeństwa i płynności, a dopiero w dalszej kolejności – zysku. Ponieważ w przypadku przepływu funduszy publicznych kryterium zysku nie jest dominujące, przepływy te nie muszą prowadzić do wyrównania stopy zwrotu między krajami. Co więcej, nie ma także kwestii funkcjonowania ograniczeń w przepływach kapitałów – np. Chiny inwestują środki finansowe pochodzące z rezerw walutowych w różnych krajach gospodarki światowej, przede wszystkim w USA, i utrzymują ograniczenia w zakresie swobody przepływu inwestycji.

Jedno nie ulega wątpliwości – **kapitał zawsze płynie od krajów, które posiadają jego nadwyżki do krajów, które mają jego niedobór.** Teoria neoklasyczna nie różnicuje krajów na biedne i bogate, rozwijające się i rozwinięte – pojawiają się tylko zasoby kapitału. Chiny lokują bardzo znaczące środki finansowe na rynku Stanów Zjednoczonych. PKB per capita na koniec 2020 roku w Chinach wynosiło 10 511 USD, a w USA – 63 358 USD; rezerwy walutowe Chin – ok. 3,15 bln USD (w 2014 r. 3,85 bln USD), natomiast rezerwy walutowe USA – ok. 129 mld USD (w 2014 r. ok. 120 mld USD). Chiny mają nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (1,8% PKB), a USA – deficyt (3,0% PKB). Z całą pewnością Chiny są nadal krajem rozwijającym się, a USA – krajem rozwiniętym. Ale odpowiedź na pytanie, który z tych krajów jest bogatszy, nie jest już tak prosta. Konstrukcja współczesnego międzynarodowego systemu walutowego różni się bardzo istotnie od konstrukcji systemu waluty złotej. Podobnie różni się polityka gospodarcza prowadzona obecnie przez kraje gospodarki światowej (w której

kluczową rolę odgrywa dbałość o równowagę wewnętrzną, czyli o wzrost gospodarczy i niskie bezrobocie – idee keynesowskie, obce teorii neoklasycznej) od polityki gospodarczej prowadzonej przez kraje w epoce goldstandardu.

W tej sytuacji **stwierdzenie, że obecnie kapitał płynie niezgodnie z kierunkiem wyznaczonym przez teorię neoklasyczną, czyli od krajów biednych do krajów bogatych, jest nieuzasadnione**. Trudno więc nazwać tę sytuację „paradoksem”, wszak model neoklasyczny odwołuje się tylko do zasobów kapitału, nie zaś do źródła jego pochodzenia. To, co nie ulega wątpliwości, to brak wyrównania stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału między krajami, będący pochodną specyfiki uwarunkowań funkcjonowania krajów we współczesnej gospodarce. Wykorzystanie do badania Chin zamiast Indii nie zmieniłoby sytuacji odnośnie do możliwości zastosowania modelu neoklasycznego. Chiny nie tylko utrzymują ograniczenia wobec przepływu kapitału, ale również inwestując rezerwy walutowe (środki publiczne) na rynku amerykańskim akceptują relatywnie niskie stopy zwrotu (które teoretycznie nie powinny stanowić bodźca do przepływu kapitału).

Paradoks Lucasa funkcjonuje w literaturze przedmiotu od lat i zapewne nie ulegnie to zmianie. Największym zaś paradoksem w tej sytuacji jest fakt, że Lucas wyciągnął właściwy wniosek – wiodącą determinantą przepływów kapitałowych we współczesnej gospodarce światowej nie są już różnice w marginalnych produktywnościach kapitału, kolejni ekonomiści nie rozwinęli jednak tego wniosku, a skupili się na poszukiwaniach kolejnych determinant pozostając w kręgu oddziaływania teorii neoklasycznej. Nie pojawiły się badania, w których podjęta zostałaby próba skonstruowania nowego modelu teoretycznego wobec braku adekwatności modelu neoklasycznego do analiz otaczającej nas rzeczywistości. Zapewne poszukiwania nowego paradygmatu w teorii ekonomii trwają, ale jak dotąd ich rezultaty nie przełożyły się na powstanie nowej teorii systemowej.

W dalszej części rozdziału przedstawione zostaną informacje dotyczące międzynarodowych przepływów inwestycji w kolejnych okresach działania międzynarodowego systemu walutowego w kontekście wspomnianej dyskusji dotyczącej kierunków tych przepływów w wymiarze globalnym, z uwzględnieniem odniesień do paradoksu Lucasa.

4.2. Przepływy inwestycji w systemie waluty złotej – czy model neoklasyczny działa?

Analiza ilościowa transgranicznych przepływów kapitałowych w okresie 1870–1914 jest utrudniona z uwagi, jak już wcześniej wskazano, na ograniczone zasoby danych oraz brak pewności co do ich wiarygodności. Mimo tych niedogodności podejmowane są (nieliczne) próby oszacowania wolumenu przepływającego

wówczas kapitału i jego struktury geograficznej. Jedną z takich prób podjął Moritz Schularick (2006), który zbadał występowanie paradoksu Lucasa w obu erach globalizacji rynków finansowych³. W tym podrozdziale uwaga zostanie skupiona na okresie obejmującym pierwszą erę globalizacji rynków finansowych, czyli system waluty złotej. Badania dotyczące kierunków przepływu kapitału w tym systemie były prowadzone także przez Michaela Clemensa i Jeffrey'a G. Williamsona, którzy nie potwierdzili występowania wspomnianego paradoksu w trakcie pierwszej fali globalizacji rynków finansowych (por. pkt 3.1). Schularick doszedł do odmiennych wniosków. Aby zidentyfikować przyczyny tej rozbieżności niezbędne jest zaprezentowanie głównych założeń i rezultatów ich badań. W tabelach 4.1., 4.2. i 4.3. zostały przedstawione rezultaty badań prowadzonych przez Schularicka.

Tabela 4.1. Kraje będące głównymi odbiorcami inwestycji zagranicznych łącznie w okresie 1913–1914

Kraj	mld USD	%
USA	7,1	15,8
Rosja*	3,8	8,4
Kanada	3,7	8,2
Argentyna	3,0	6,7
Austro-Węgry	2,5	5,6
Hiszpania*	2,5	5,6
Brazylia*	2,2	4,9
Meksyk*	2,0	4,4
Indie i Cejlon*	2,0	4,4
Afryka Południowa*	1,7	3,8
Australia	1,7	3,8
Chiny*	1,6	3,6
Ogółem inwestycje	45,0	100

Źródło: Schularick, 2006, s. 343.

Uwagi: * kraje rozwijające się.

Dane zawarte w tabeli 4.1 wskazują kraje, które były wiodącymi odbiorcami inwestycji brutto w okresie 1913–1914. Jako kryterium kwalifikujące kraje do poszczególnych grup Schularick wykorzystał wskaźnik stosowany przez Bank Światowy – dany kraj klasyfikowany jest jako rozwijający się, jeśli wysokość jego PKB per capita jest niższa niż jedna trzecia PKB per capita wiodących krajów rozwiniętych. Z grupy łącznie 49 krajów, 28 zostało uznanych za rozwijające się, z PKB per

3 Należy dodać, że Schularick badał występowanie paradoksu Lucasa definiowanego zgodnie ze współczesnym podejściem, czyli odnoszącego się do kierunków przepływu kapitału w gospodarce globalnej.

capita poniżej 1300 dolarów międzynarodowych⁴ w 1990 roku (dla porównania – współczesna próba objęła 138 krajów, z progiem dochodu poniżej 8000 dolarów międzynarodowych) (Schularick, 2006, s. 344). Zgodnie z klasyfikacją krajów wg poziomu rozwoju gospodarczego widać, że większość z nich stanowiły kraje rozwijające się. Wyjątek to Stany Zjednoczone, które trudno jednak porównywać do tzw. starych krajów Europy. Kraj ten zyskał państwowość dopiero pod koniec XVIII wieku, w latach 1870–1914 nadal trwały w nim procesy dynamicznych przemian polityczno-gospodarczych (np. dopiero w 1913 roku w USA rozpoczął działalność bank centralny). Poza tym wartość inwestycji netto USA była ujemna (porównanie danych z tabel 4.1 i 4.2), zatem kraj ten był ostatecznie biorcą inwestycji.

Tabela 4.2. Udział krajów rozwijających się w międzynarodowych inwestycjach, 1914 (mld USD, ceny bieżące)

Kraj dokonujący inwestycji	Wartość inwestycji	Z tego w krajach rozwijających się	Udział %
Wielka Brytania	19,32	7,92	41
USA	3,5	1,48	42
Francja	8,88	6,10	69
Niemcy	5,82	2,74	47
Inne	4,3	~2,0	47
Ogółem	41,82	20,24	48

Źródło: Schularick, 2006, s. 344.

W okresie 1870–1914 wartość inwestycji przepływających między krajami rozwiniętymi była zdecydowanie mniejsza niż współcześnie. Jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy był brak funkcjonowania w tym czasie korporacji transnarodowych, których inwestycje są poważną pozycją w bilansach płatniczych krajów rozwiniętych. Dane zawarte w tabelach 4.1 i 4.2 nie potwierdzają występowania paradoksu Lucasa w erze goldstandardu – głównymi kapitałodawcami były kraje rozwinięte, natomiast w grupie kapitałobiorców dominowały kraje rozwijające się (ok. 50% inwestycji krajów rozwiniętych kierowane było na ich rynki⁵).

4 Dolar międzynarodowy jest hipotetyczną jednostką walutową, która ma taką samą siłę nabywczą jaką posiada dolar amerykański w Stanach Zjednoczonych w określonym momencie czasu, czyli dolar amerykański przeliczony zgodnie z kursem parytetu siły nabywczej. Dolar międzynarodowy wykorzystywany jest np. przy porównywaniu standardu życia w poszczególnych krajach mierzonego PKB per capita przeliczonego wg kursu parytetu siły nabywczej, nie zaś tradycyjnego kursu walutowego. Dolar międzynarodowy wykorzystywany jest w analizach przygotowywanych przez MFW i Bank Światowy.

5 Jak jednak zauważa Schularick, dane pochodzące z innych źródeł mogą być istotnie różne. Np. wg Maurice'a Obstfelda i Alana M. Taylora udział inwestycji w krajach rozwijających się wyniósł 29%, a nie blisko 50%.

Kierunek przepływu inwestycji od krajów rozwiniętych do krajów rozwijających się pokazuje także inny miernik, czyli suma sald na rachunku obrotów bieżących krajów rozwiniętych skorygowana o zmiany poziomu rezerw międzynarodowych, która obrazuje wartość netto eksportu kapitału. Odpowiednie dane zawarte zostały w tabeli 4.3.

Tabela 4.3. Wartość netto eksportu kapitału krajów rozwiniętych w latach 1890–1914, średnia z okresu (% PKB)

Okres	Średnia wartość
1890–1894	0,8
1895–1899	1,4
1900–1904	1,2
1905–1909	1,4
1910–1913	1,1
1890–1913	1,2

Źródło: Schularick, 2006, s. 349.

Zagregowana wartość netto eksportu kapitału krajów rozwiniętych (mierzona właśnie poprzez zsumowanie wartości sald na rachunkach obrotów bieżących) wyniosła średnio w całym badanym okresie 1,2% PKB. Należy przy tym mieć na względzie, że do grupy krajów rozwiniętych, zgodnie ze stosowanym dochodowym kryterium klasyfikacji, przyporządkowano także takie kraje jak np. USA czy Australia, będące importerami kapitału netto. Oznacza to, że kraje rozwinięte, będące faktycznymi eksporterami netto kapitału, inwestowały w krajach sklasyfikowanych jako rozwijające się więcej niż 1,2% swego PKB.

Reasumując, w tej sytuacji **brakuje podstaw do twierdzenia, że w systemie waluty złotej występował paradoks Lucasa**. Wręcz przeciwnie – zaprezentowane dane zdają się jednoznacznie potwierdzać istnienie dodatnich przepływów netto od krajów rozwiniętych do rozwijających się. Skąd więc różnica we wnioskach Schularicka oraz Clemensa i Williamsona? Może ona wynikać z kilku przyczyn. Pierwsza przyczyna to wspomniany już brak kompletnych i wiarygodnych danych dla badanego okresu. W zasadzie wszyscy autorzy, którzy prowadzą badania przepływów kapitałowych w latach 1870–1914 podkreślają, że jest to bardzo istotna przeszkoda utrudniająca bądź wręcz niekiedy uniemożliwiająca sformułowanie jednoznacznych i klarownych wniosków (Clemens i Williamson opisali źródła wykorzystanych przez siebie danych na 20 stronach opracowania liczącego łącznie 64 strony!). Kolejna kwestia to wybór metody badawczej i zmiennych objaśniających, a także analizowanych szeregów czasowych, co ma ścisły związek z ograniczoną dostępnością danych. Ostatnia, kluczowa przyczyna to przyporządkowanie krajów do dwóch grup, krajów rozwiniętych i rozwijających się.

Schularick dokonał klarownego podziału badanych krajów na dwie grupy wg określonego kryterium. Takiego podziału brakuje w przedstawionych w rozdziale trzecim badaniach Clemensa i Williamsona. Pojawia się zatem pytanie: czy kraje Europy Wschodniej klasyfikują oni jako rozwinięte czy rozwijające się? Pewnym wyjściem z sytuacji byłoby skorzystanie z klasyfikacji Schularicka, gdyby nie fakt, że krajów Europy Wschodniej nie uwzględnia on w badaniach w ogóle (z rejonu Europy Środkowo-Wschodniej obecne są tylko Bułgaria, Rosja i Serbia). Prawdopodobną przyczyną tego stanu rzeczy jest wspomniany problem z danymi. Jeśli jednak przyjąć, że region Europy Wschodniej⁶ zostałby przyporządkowany do grupy krajów rozwijających się, to widać, jak duża część inwestycji francuskich i niemieckich została ulokowana właśnie w tym regionie. Wysoki stopień agregacji danych w tabeli 3.1 nie pozwala jednoznacznie zidentyfikować kierunków inwestycji brytyjskich zgodnie z klasyfikacją Schularicka. W większym stopniu umożliwiają to dane zawarte w tabeli 3.2. Widać wyraźnie, że inwestycje te kierowane były przede wszystkim do USA (kraju rozwiniętego zgodnie z kryterium dochodowym, ale nadal dynamicznie rozwijającego swój potencjał gospodarczy), a także do Kanady i Australii. Inwestycje brytyjskie w Ameryce Łacińskiej płynęły zarówno do krajów rozwijających się (Brazylia, Meksyk), jak i rozwiniętych (Argentyna, Chile). Tu jednak rodzi się pewna wątpliwość. Choć kryterium dochodowe jest bardzo wygodne w stosowaniu, nie sposób nie zawahać się przy klasyfikowaniu krajów Ameryki Łacińskiej przy jego wykorzystaniu. Wyższy poziom PKB per capita Argentyny czy Chile nie czyni je zasadniczo odmiennymi pod względem sposobu funkcjonowania gospodarki od Brazylii i Meksyku. Trudno także stawiać Argentynę, rozwijającą się w oparciu o transfer siły roboczej, know-how i kapitału z Europy, w jednym rzędzie z Niemcami, Francją czy Holandią. Płyne stąd ważny wniosek, że niedoskonałość metod klasyfikacji także może przyczynić się do zróżnicowanej interpretacji danych. Osobiście zdecydowanie są mi bliższe wnioski Schularicka, co oznacza, że zgadzam się z jego twierdzeniem, że analiza przepływów kapitałowych mających miejsce w systemie waluty złotej potwierdza wniosek płynący z teorii neoklasycznej – kapitał przepływa od krajów rozwiniętych, posiadających nadwyżki kapitału inwestycyjnego, do krajów rozwijających się, cierpiących na jego niedobór. A to stanowi zaprzeczenie występowania w systemie waluty złotej (współczesnej wersji) paradoksu Lucasa.

6 W okresie 1870–1914 większość obecnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej pozbawiona była państwowości (przykładem jest Polska podzielona między trzy zabory). Ponadto granice obecnych państw tego regionu różnią się, niekiedy istotnie, w stosunku do granic państw ustanowionych po zakończeniu I wojny światowej.

4.3. Przepływy kapitałowe w systemie z Bretton Woods – keynesizm i ograniczenia

Ważną cechą systemu waluty złotej była zdecydowana dominacja inwestycji portfelowych nad bezpośrednimi⁷, przedsiębiorstwa działające w skali międzynarodowej należały do wyjątków, większość prowadziła działalność na rynkach krajowych (sytuacja taka występowała np. w USA jeszcze w 1914 r.), podobna sytuacja miała miejsce w okresie międzywojennym. **W systemie z Bretton Woods, w porównaniu do systemu waluty złotej, struktura inwestycji uległa widocznej zmianie** – wolumen inwestycji bezpośrednich przewyższył wolumen inwestycji portfelowych. Wynikało to zapewne z istnienia w tym systemie ograniczeń wobec przepływów kapitałów o charakterze innym niż inwestycje bezpośrednie, a nie rzeczywistych preferencji inwestycyjnych podmiotów operujących na rynku. Wraz z rozpadem systemu w połowie lat 70. XX wieku, struktura przepływów kapitałowych ponownie uległa zmianie – stopniowo wolumen inwestycji pośrednich przewyższył (podobnie jak w systemie waluty złotej) wolumen inwestycji bezpośrednich. Przewagę wartości inwestycji bezpośrednich nad inwestycjami portfelowymi w okresie „wczesnego” Bretton Woods można tłumaczyć nie tylko występowaniem ograniczeń, ale także specyfiką okresu powojennego. W zniszczonej wojną Europie nie mógł dynamicznie rozwinąć się rynek finansowy, w tym kluczowy dla inwestycji portfelowych rynek papierów wartościowych. Wzrost strumienia inwestycji bezpośrednich uzasadniony był także powojenną odbudową zniszczonych gospodarek. Jednak początek lat 60. XX wieku trudno uznać za kontynuację procesu odbudowy, przynajmniej w Europie Zachodniej. Utrzymująca się nadal w strukturze międzynarodowego przepływu inwestycji dominacja BIZ nie mogła być już uzasadniana specyfiką okresu powojennego, zatem można ją uznać ze następstwo ograniczeń istniejących wobec przepływów finansowych. Dotyczyły one głównie inwestycji krótkoterminowych, w tym lokat bankowych i inwestycji portfelowych.

Istnienie takich ograniczeń nie oznacza, że między krajami w ogóle nie przepływały kapitały krótkoterminowe. Zdaniem Bordo (1992, s. 30) nie można było powstrzymać spekulacyjnych przepływów kapitałowych, których przyczyna leżała w fundamentalnych uwarunkowaniach działania systemu – przyjętej konstrukcji systemu kursowego i mechanizmów wyrównawczych w zakresie deficytów/nadwyżek bilansów obrotów bieżących krajów członkowskich systemu⁸. Z punktu widze-

7 Zdaniem Eichengreena i Bordo (2002) było to przede wszystkim rezultatem braku możliwości sprawnego zarządzania i prowadzenia efektywnego nadzoru ze strony przedsiębiorstw nad zagranicznymi spółkami.

8 Klasyczny mechanizm dostosowawczy wymagałby deflacji w krajach deficytowych, dzięki której spadłyby ceny i wzrosła konkurencyjność dóbr eksportowych kraju, jednak ze względów społecznych – zagrożenie wzrostem bezrobocia – kraje preferowały dewaluację waluty. Przeciwnie w krajach nadwyżkowych – wzrost cen oznaczałby spadek konkurencyjności dóbr produkowanych przez kraj i wiązałyby się ze wzrostem inflacji, stąd kraje nadwyżkowe „ściągały” nadmiar pieniądza z rynku poprzez działania sterylizacyjne, unikając inflacji bądź rewaluacji (uderzała w interesy eksporterów).

nia przepływu inwestycji w skali globalnej trzeba uwzględnić jeszcze jeden istotny element – strukturę i wartość rezerw walutowych w systemie z Bretton Woods.

Tabela 4.4. Struktura rezerw walutowych wybranych grup krajów w latach 1948–1980 (%)

	1948	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980
Świat								
Waluty	28,7	26,7	30,0	31,0	33,7	48,7	70,5	82,5
Pozycja w MFW	3,3	3,3	3,4	5,6	7,7	8,5	6,2	3,2
Złoto	68,0	70,0	66,6	63,4	58,6	39,1	18,5	9,4
SDR	0	0	0	0	0	3,7	4,8	4,9
Kraje rozwinięte								
Waluty	14,5	17,4	22,4	25,4	28,7	45,7	64,7	82,4
Pozycja w MFW	3,4	3,6	3,3	5,0	5,8	5,3	1,9	1,1
Złoto	82,1	79,0	74,3	69,6	65,5	45,4	27,2	12,3
SDR	0	0	0	0	0	3,6	6,2	4,2
USA								
Waluty	0	0	0	0	5,1	4,3	0,5	37,0
Pozycja w MFW	5,3	6,0	4,6	8,0	3,9	13,3	13,9	10,4
Złoto	94,7	94,0	95,4	92,0	91,0	76,5	70,9	43,1
SDR	0	0	0	0	0	5,9	14,7	9,5
Kraje rozwijające się								
Waluty	75,7	66,8	64,7	60,4	57,1	57,6	79,3	89,3
Pozycja w MFW	2,8	2,8	4,5	9,1	16,6	19,8	13,6	4,7
Złoto	21,5	30,4	30,8	30,5	26,3	20,1	5,2	3,7
SDR	0	0	0	0	0	2,5	1,9	2,3
Europa Środkowo-Wschodnia i Centralna								
Waluty	13,8	31,8	37,0	40,3	44,7	60,2	81,5	87,2
Pozycja w MFW	2,8	2,5	0,0	0,0	0,0	0,7	0	0
Złoto	83,4	65,7	63,0	59,7	55,3	38,1	15,7	12,6
SDR	0	0	0	0	0	1,0	2,8	0,2

Źródło: Janicka, 2010, s. 220.

Dane zawarte w tabeli 4.4 obrazują ewolucję struktury rezerw walutowych w systemie z Bretton Woods. Początkowo głównym składnikiem rezerw walutowych, z wyjątkiem krajów rozwijających się, było złoto. Istotna zmiana nastąpiła na początku lat 70., od kiedy widoczny był rosnący udział walut. Wyjątek stanowiły USA, które jako kraj emitujący walutę kluczową nie mogły gromadzić w rezerwach własnego pieniądza, a żadna inna waluta w tym okresie nie pełniła funkcji

waluty międzynarodowej równoważnej dolarowi amerykańskiemu (choć w rezerwach walutowych, oprócz dolarów amerykańskich, znajdowały się również funt brytyjski, marka niemiecka, frank szwajcarski czy jen japoński).

Struktura rezerw walutowych w systemie z Bretton Woods wpływała na wolumen przepływów kapitałowych – relatywnie niewielkie zasoby walutowe ograniczały możliwości podejmowania przez kraje inwestycji w skali globalnej. Choć kraje gromadziły złoto monetarne jako część rezerw walutowych, nie dokonywały transakcji z jego wykorzystaniem (za wyjątkiem krajów zamieniających dolary amerykańskie na złoto zdeponowane w Systemie Rezerwy Federalnej). Dominująca rola dolara w rezerwach walutowych powodowała narastanie jeszcze jednego problemu – światowa płynność zależała od polityki pieniężnej USA, a dokładnie rzecz ujmując od ujemnego salda bilansu płatniczego USA. Lata 50., a szczególnie 60., to okres ogromnego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych z USA do Europy Zachodniej. Ta gospodarcza ekspansja USA nie została dobrze przyjęta przez kraje europejskie (traktowano ją jako swoisty podbój gospodarczy Europy – por. James, 1996, s. 168), jednak miała istotną zaletę – przyczyniała się do wzrostu światowej płynności. Przyjęcie systemu kursów parytetowych w skali globalnej w odniesieniu do dolara lub złota uniemożliwiało zwiększenie płynności międzynarodowej z innych źródeł.

Tabela 4.5. Wartość rezerw walutowych ogółem w wybranych grupach krajów gospodarki światowej w latach 1948–1980 (mln SDR)

	1948	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980
Świat	47 772	49 995	55 940	60 186	71 087	92 699	194 549	354 719
Kraje rozwinięte	36 347	38 243	42 774	50 316	58 868	72 597	116 393	214 523
USA	25 757	24 266	22 797	19 359	15 450	14 487	13 567	21 479
Kraje rozwijające się	11 095	9 774	10 488	9 521	12 302	20 648	77 998	127 139
<i>Afryka</i>	918	1 135	2 209	1 827	2 058	3 575	9 446	15 696
<i>Kraje rozwijające się Azji</i>	5 296	4 081	3 823	3 100	3 698	3 546	6 811	31 009
<i>Europa Środkowa, Wschodnia i Centralna</i>	218	242	254	216	244	635	2 325	4 258
<i>Western Hemisphere¹⁾</i>	2 571	2 761	2 738	2 822	3 227	5 465	16 113	31 611
<i>Środkowy Wschód²⁾</i>	1 950	1 480	1 414	1 469	2 286	4 143	37 444	53 866

Uwagi: złoto znajdujące się w rezerwach walutowych zostało wycenione na poziomie 35 USD za uncję.

¹⁾ Western Hemisphere (w wolnym tłumaczeniu – kraje półkuli zachodniej) – Antigua i Barbuda, Argentyna, Bahamy, Barbados, Belize, Boliwia, Brazylia, Chile, Dominikana, Ekwador, Grenada, Gwatemala, Gujana, Haiti, Honduras, Jamajka, Kolumbia, Kostaryka, Meksyk, Nikaragua, Panama, Paragwaj, Peru, Salwador, St. Kitts i Nevis, St. Lucia, St. Vincent i Grenadyny, Surinam, Trynidad i Tobago, Urugwaj, Wenezuela.

²⁾ Środkowy Wschód – Arabia Saudyjska, Bahrajn, Egipt, Irak, Iran, Jemen, Jordania, Katar, Kuwejt, Liban, Libia, Oman, Syria, Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: Janicka, 2010, s. 222.

Ograniczony napływ USD do krajów rozwijających się powodował, że rezerwy walutowe tych krajów były zdecydowanie niższe w porównaniu z rezerwami krajów rozwiniętych (por. tab. 4.5). Kraje rozwijające się nie miały żadnych możliwości zwiększenia swojego udziału w dystrybucji światowej płynności, w systemie z Bretton Woods głównym źródłem walut obcych dla większości z nich były pożyczki oficjalne. Niedostatek środków finansowych przekładał się też na możliwość wzrostu ich aktywności na międzynarodowych rynkach finansowych. W okresie 1948–1965 poziom rezerw walutowych krajów rozwijających się ogółem był niższy niż poziom rezerw walutowych USA! Znaczący wzrost wartości rezerw walutowych w skali globalnej, a także w skali poszczególnych krajów, nastąpił dopiero w latach 70., a więc po upadku klasycznego systemu z Bretton Woods. Niski poziom światowej płynności można uznać za jeden z czynników, obok istniejących ograniczeń, destymulujących transgraniczne przepływy inwestycyjne w systemie z Bretton Woods.

W tabeli 4.6 przedstawiony został procentowy udział rezerw walutowych wybranych krajów w rezerwach walutowych ogółem. W zestawieniu tym widać, że do 1965 roku w ujęciu względnym rosła wartość rezerw walutowych w krajach rozwiniętych i malała w krajach rozwijających się. Odwrócenie tendencji nastąpiło wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods. Wartość rezerw w krajach rozwiniętych w ujęciu względnym zaczęła maleć, natomiast w krajach rozwijających się – rosnąć. Znamienny jest przykład krajów Środkowego Wschodu, które w 1975 roku zanotowały skokowy wzrost wartości rezerw dewizowych spowodowany gwałtowną podwyżką cen ropy naftowej i wzrostem emisji SDR. Widoczna jest jeszcze jedna interesująca tendencja – otóż w okresie 1948–1965 wzrostowi względnego poziomu rezerw w krajach rozwiniętych towarzyszył spadek rezerw w USA, co przy spadku poziomu rezerw w krajach rozwijających się oznacza, że rezerwy amerykańskie przemieszczały się do krajów rozwiniętych, w tym prawdopodobnie głównie europejskich. Można oczekiwać, że było to z jednej strony efektem wymiany dolarów akumulowanych w krajach europejskich na złoto, z drugiej zaś – pochodną istotnego napływu inwestycji amerykańskich na rynek europejski.

Tabela 4.6. Udział rezerw walutowych wybranych grup krajów w gospodarce światowej ogółem w latach 1948–1980 (%)

	1948	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980
Świat	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kraje rozwinięte	76,0	76,5	76,5	83,6	82,8	78,3	59,8	60,1
USA	53,9	48,5	40,8	32,2	21,7	15,6	7,0	6,1
Kraje rozwijające się	23,2	19,5	18,7	15,8	17,3	22,3	40,1	35,8
Afryka	1,9	2,3	3,9	3,0	2,9	3,9	4,9	4,4
Kraje rozwijające się Azji	11,0	8,2	6,8	5,2	5,2	3,8	3,5	8,7

Tabela 4.6 (cd.)

	1948	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980
Europa Środkowa, Wschodnia i Centralna	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,7	1,2	1,2
Western Hemisphere	5,4	5,5	4,9	4,7	4,5	5,9	8,3	8,9
Środkowy Wschód	4,1	3,0	2,5	2,4	3,2	4,5	19,2	15,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 4.5.

Uwagi: złoto znajdujące się w rezerwach walutowych zostało wycenione na poziomie 35 USD za uncję.

Kierunki przepływów kapitałowych w systemie z Bretton Woods w znaczącym stopniu były więc determinowane przez wartość zgromadzonych przez kraje zasobów rezerw. W pierwszym okresie głównym eksporterem kapitału były Stany Zjednoczone, dopiero w późniejszym okresie do międzynarodowej cyrkulacji kapitałów mogły się włączyć kraje rozwijające się. W ich przypadku kluczowym momentem była połowa lat 70., kiedy to gwałtowny wzrost akumulowanych przez nie środków finansowych przyczynił się do rozwoju eurorynku. Niestety, dane dotyczące wartości i kierunku przepływów kapitałowych w systemie z Bretton Woods są bardziej niż skromne. Jest to o tyle zaskakujące, że w systemie tym działał Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który pozyskiwał dane od krajów członkowskich (choć w ograniczonym zakresie). Na ile problematyczne jest przedstawienie konkretnych danych pokazujących międzynarodowe przepływy kapitałów w systemie z Bretton Woods wskazuje zestawienie dokonane przez Obstfelda i Taylora (2004). Zestawienie to, jeśli chodzi o system z Bretton Woods, obejmuje tylko rok 1960 dla wybranych krajów, a i tak jest niekompletne (tab. 4.7). Dla porównania przedstawiono także dane dotyczące 1980 roku.

Tabela 4.7. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna wybranych krajów i grup krajów (mld USD)

Wyszczególnienie	1960	1980
AKTYWA – wszystkie kraje	124,7	2 800,0
Wielka Brytania	26,4	551,0
Francja	–	268,0
Niemcy	1,2	257,0
Holandia	27,6	99,0
Stany Zjednoczone	63,6	775,0
Kanada	–	92,0
Japonia	–	160,0
Pozostałe kraje Europy	–	503,0
Pozostałe kraje	5,9	94,0
PASYWA – wszystkie kraje	39,9	3 368,0
Europa	7,6	1 457,0

Wyszczególnienie	1960	1980
Ameryka Północna	12,5	684,0
Australia i Nowa Zelandia	2,2	71,0
Japonia	0,3	147,0
Ameryka Łacińska	9,2	250,0
Azja (bez Japonii)	2,7	129,0
Afryka	2,2	124,0
Kraje rozwijające się	14,1	506,0
PKB – wszystkie kraje	1 942,0	11 118,0
Aktywa/PKB	0,06	0,25
Pasywa/PKB	0,02	0,30

Źródło: Obstfeld i Taylor, 2004, s. 53.

Z uwagi na istotne braki, dane zawarte w tabeli 4.7 można analizować tylko w odniesieniu do tendencji w zakresie kierunków przepływów inwestycyjnych – widać dominację USA jako eksportera kapitału, widoczna jest także bardzo wysoka pozycja Holandii. Trudno jednak o jakiegokolwiek ogólne wnioski – choćby z uwagi na fakt istnienia ogromnej różnicy między aktywami i pasywami w wymiarze globalnym (124,7 mld USD versus 39,9 mld USD), którego skala każe postawić pytanie o sens dokonywania takich analiz (w przypadku roku 1980 skala tej różnicy jest już zdecydowanie mniejsza).

W systemie z Bretton Woods wiodącą doktryną teoretyczną była teoria keynesowska, zgodnie z którą kraje nakładały ograniczenia na przepływy kapitałowe, zatem brak swobody przepływu kapitału uniemożliwiał jego optymalną alokację w skali globalnej. W tym okresie dopiero odbudowywano rynek inwestycji o charakterze prywatnym, zatem znaczną część inwestycji tworzyły środki publiczne bądź środki prywatne udzielane państwom w formie pożyczek, które następnie zagospodarowywane były w sposób niekoniecznie zgodny z zasadą optymalnej alokacji kapitału (vide pożyczki udzielane krajom przez podmioty funkcjonujące na rynku eurowalutowym). Ponadto w okresie z Bretton Woods kraje rozwijające się nie dysponowały jeszcze nadwyżkami środków finansowych, zatem trudno oczekiwać ich aktywnego udziału w transakcjach zawieranych na międzynarodowym rynku finansowym. Kraje rozwijające się zaciągały głównie pożyczki, w tym na rynku eurowalutowym, popadając następnie w problemy wynikające z nadmiernego zadłużenia. Zaburzenia w działaniu mechanizmów rynkowych występujące zarówno po stronie krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się powodują, że w systemie z Bretton Woods nie sposób rozważać kwestii występowania paradoksu Lucasa.

Działanie tego systemu zakończyło się wraz z zawieszeniem wymienialności dolara na złoto w 1971 roku. Międzynarodowy system walutowy wszedł w etap przemian, podczas którego podejmowane były próby jego reformy. Zakończyły

się one niepowodzeniem, gdyż przedkładane propozycje nie usuwały kluczowych, i jednocześnie krytycznych, problemów, które legły u podstaw niewydolności systemu z Bretton Woods: braku elastyczności reżimu kursów stałych i asymetrii w relacjach USA – reszta świata, która była następstwem funkcjonowania systemu monowalutowego (propozycja zastąpienia w roli głównego składnika rezerw walutowych dolara amerykańskiego przez SDR nie znalazła uznania krajów członkowskich MFW). Wbrew pierwotnym zamierzeniom twórców systemu, kraje nie przywróciły też swobody przepływów kapitałowych.

4.4. Przepływy kapitałowe w systemie wielodewizowym – brak zasad to także problem

Podobnie jak w przypadku wcześniejszych okresów, również w przypadku systemu wielodewizowego analiza ilościowa międzynarodowych przepływów inwestycji jest utrudniona z uwagi na brak kompletnych danych dla krajów członkowskich MFW. Utrudnienia wynikają także z metody prezentacji danych przyjętej przez większość krajów i organizacji międzynarodowych – publikowane dane są sprowadzane do porównywalności w skali międzynarodowej i podawane w przeliczeniu na USD. W efekcie zmiana kursu danej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego znajduje odzwierciedlenie w prezentowanym wolumenie przepływu środków finansowych – aprecjacja waluty krajowej względem USD prowadzi do wzrostu wolumenu przepływów wyrażonych w USD, natomiast deprecjacja odpowiednio powoduje spadek⁹. Im większy zakres zmienności kursów walut krajowych względem USD, tym większe różnice w wartości przepływów kapitałowych wyrażonych w walutach krajowych i w USD. Jest to jedna z konsekwencji prowadzenia przez kraje polityki kursu zmiennego – brak możliwości zdefiniowania stabilnego punktu odniesienia dla porównań przeprowadzanych w skali międzynarodowej.

4.4.1. Sytuacja przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku

Porównanie systemu wielodewizowego do systemu z Bretton Woods przede wszystkim ujawnia istotną różnicę w wartości rezerw walutowych poszczególnych grup krajów w skali globalnej.

9 Problem wpływu relacji kursowych na wartość przepływów kapitałowych (*valuation effect*) zostanie poruszony w dalszej części pracy.

Tabela 4.8. Wartość rezerw walutowych ogółem w wybranych grupach krajów gospodarki światowej w latach 1985–2008 (mln SDR)

	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Świat	438 253	688 722	1 023 290	1 585 350	3 000 340	4 434 170
Kraje rozwinięte	257 819	441 946	691 882	1 006 900	1 492 970	1 657 140
USA	38 412	59 958	59 467	52 598	46 994	52 396
Kraje rozwijające się	140 547	141 635	331 405	578 446	1 507 370	2 775 060
Afryka	8 787	12 195	18 212	42 432	113 008	222 120
Kraje rozwijające się Azji	67 708	47 897	126 276	249 220	813 686	1 531 430
Europa Środkowa, Wschodnia i Centralna	6 235	13 553	40 797	67 567	136 852	196 133
Western Hemisphere	37 570	34 474	87 938	120 688	179 251	323 289
Środkowy Wschód	55 187	33 514	45 806	75 459	119 760	191 361

Uwagi: złoto znajdujące się w rezerwach walutowych zostało wycenione na poziomie 35 USD za uncję.

Źródło: Janicka, 2010, s. 274.

Dane zawarte w tabeli 4.8 wskazują na wzrost poziomu rezerw globalnych (z uwzględnieniem wybranych grup krajów) w okresie 1985–2008. Wzrost ten stanowił przede wszystkim pochodną polityk pieniężnych wiodących krajów gospodarki światowej oraz kreacji międzynarodowej jednostki pieniężnej (SDR) przez MFW. Uwagę zwraca ogromna przewaga wartości rezerw krajów rozwijających się w stosunku do krajów rozwiniętych, która jest widoczna tuż przed wybuchem światowego kryzysu 2008+. Przewaga ta powstała relatywnie niedawno – jeszcze w 2000 roku rezerwy krajów rozwiniętych były niemal dwukrotnie większe. Znaczący wzrost rezerw krajów rozwijających się oznacza, że istotnie wzrosły ich możliwości inwestycyjne – co dobitnie pokazuje przykład Chin. W celu lepszego zobrazowania przemian zachodzących w strukturze rezerw światowych, w tabeli 4.9 pokazany został procentowy rozkład struktury zakumulowanych rezerw.

Tabela 4.9. Udział rezerw walutowych wybranych grup krajów w gospodarce światowej ogółem w latach 1985–2008 (%)

	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Świat	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kraje rozwinięte	58,8	64,2	67,6	63,5	49,8	37,4
USA	8,8	8,7	5,8	3,3	1,6	1,2
Kraje rozwijające się	32,0	20,6	32,4	36,5	50,2	62,6
Afryka	2,0	1,8	1,8	2,7	3,8	5,0
Kraje rozwijające się Azji	15,5	7,0	12,3	15,7	27,1	34,5

Tabela 4.9 (cd.)

	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Europa Środkowa, Wschodnia i Centralna	1,4	2,0	4,0	4,3	4,6	4,4
Western Hemisphere	8,6	5,0	8,6	7,6	6,0	7,3
Środkowy Wschód	12,6	4,9	4,5	4,8	4,0	4,3

Uwagi: złoto znajdujące się w rezerwach walutowych zostało wycenione na poziomie 35 USD za uncję.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 4.8.

Rosnące rezerwy walutowe oznaczały m.in. wzrost potencjału inwestycyjnego w skali globalnej, co znalazło wyraz w kształtowaniu się wolumenu transgranicznych inwestycji. Analiza struktury przepływów kapitałowych nie dostarcza jednak informacji na temat uszeregowania krajów będących głównymi kapitałobiorcami i kapitałodawcami netto w skali światowej – dane na ten temat, obejmujące okres przed wybuchem kryzysu w 2008 roku, znajdują się w tabelach 4.10 i 4.11. Zgodnie z metodyką przyjętą przez MFW procentowy udział krajów odpowiednio w grupie eksporterów/importerów kapitału netto jest mierzony jego nadwyżką/deficytem notowanym na rachunku obrotów bieżących.

Wśród krajów kapitałodawców bardzo wysokie pozycje zajęły kraje zaliczane do grupy krajów rozwijających się – Rosja i Chiny. Szczególną uwagę należy zwrócić właśnie na Chiny, które jeszcze w roku 2003 zajmowały 11 miejsce w zestawieniu, w 2005 roku było to już miejsce drugie (13,7%), natomiast w 2007 roku zajęły pierwsze miejsce z rekordowym udziałem ponad 21%. Tak wysoka pozycja Chin stanowiła pochodną ogromnej nadwyżki handlowej zgromadzonej przez ten kraj, realizujący konsekwentnie proeksportową politykę wzrostu gospodarczego. Podobna sytuacja występowała w Rosji, której znaczące nadwyżki finansowe były wynikiem eksportu surowców. Do grupy tej należały także Kuwejt, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Arabia Saudyjska czy Wenezuela, które były jednymi z wiodących eksporterów ropy naftowej, a rosnące ceny tego surowca pozwalały im, podobnie jak Rosji i Chinom, zgromadzić znaczące nadwyżki środków finansowych.

Do wiodących biorców kapitału w gospodarce światowej w badanym okresie należały przede wszystkim kraje rozwinięte. Teoretycznie zaskakujący był fakt tak znaczącego udziału USA po stronie importerów netto kapitału. Kraj lider gospodarki globalnej jeszcze w roku 2003 przejmował prawie 75% wolnych środków finansowych. Co prawda w 2007 roku udział USA spadł do niespełna 50%, ale i tak była to wartość bardzo wysoka.

Tabela 4.10. Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2003, 2005, 2007 (%)

	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) ²

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

¹ Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 2,2%.

² Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 1,9%.

Źródło: GFSR, 2004, 2006, 2008.

Tabela 4.11. Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2003, 2005, 2007 (%)

	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:

¹ Grupa „pozostałe kraje” zawierają wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 1,5%.

² Grupa „pozostałe kraje” zawierają wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 1,9%.

³ Grupa „pozostałe kraje” zawierają wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 2,5%.

Źródło: GFSR, 2004, 2006, 2008.

4.4.2. Czy kryzys zmienił kierunki międzynarodowych przepływów inwestycji?

Dane zawarte w tabelach 4.12 i 4.13 pozwolą wskazać, czy wybuch kryzysu finansowego w 2008 roku istotnie wpłynął na kształtowanie się sytuacji zarówno po stronie kapitałodawców, jak i kapitałobiorców.

Tabela 4.12. Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2009, 2011, 2013 (%)

	2009	2011	2013
1	Chiny (23,4)	Niemcy (12,8)	Niemcy (18,1)
2	Niemcy (13,3)	Chiny (12,5)	Chiny (12,5)
3	Japonia (11,7)	Arabia Saudyjska (8,8)	Arabia Saudyjska (8,6)
4	Norwegia (4,8)	Japonia (7,5)	Holandia (5,5)
5	Rosja (4,7)	Rosja (6,3)	Kuwejt (4,8)
6	Szwajcaria (3,6)	Szwajcaria (5,6)	Korea Płd. (4,7)
7	Korea Płd. (3,5)	Kuwejt (4,6)	Szwajcaria (4,1)
8	Tajwan (3,5)	Norwegia (4,4)	Katar (3,9)
9	Holandia (3,4)	Holandia (3,9)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (3,9)
10	Singapur (2,8)	Singapur (3,6)	Tajwan (3,8)
11	Kuwejt (2,8)	Iran (3,2)	Singapur (3,6)
12	Szwecja (2,1)	Katar (3,1)	Norwegia (3,6)
13	Kanada (2,3)	Tajwan (2,6)	Japonia (2,3)
14	Pozostałe kraje (18,0) ¹	Pozostałe kraje (21,2) 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%.

¹ Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 2,1%.

² Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 2,6%.

³ Grupa „pozostałe kraje” zawiera wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 2,3%.

Źródło: GFSR, 2010, 2012, 2014.

Wybuch kryzysu przyniósł zmiany w grupie krajów eksportujących kapitał. W roku 2009, który można uznać za rok kryzysowej zapaści w globalnej gospodarce, Chiny nadal pozostały na pierwszym miejscu, jednak już w kolejnych latach utraciły je na rzecz Niemiec, których przewaga w kolejnych latach wzrosła. Grupa ta, co ważne, jest wysoce niejednorodna. Tworzą ją kraje rozwinięte eksportujące towary i usługi (jak Niemcy, Holandia, Korea Płd. czy Szwajcaria) oraz surowce (Norwegia), a także kraje rozwijające się, eksportujące towary (Chiny) oraz surowce (Rosja, Kuwejt, Katar, Arabia Saudyjska). W przypadku krajów eksportujących kapitał trudno zatem mówić o jakichkolwiek cechach wspólnych, które wyróżniałyby tę grupę na tle pozostałych krajów gospodarki światowej.

Tabela 4.13. Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2009, 2011, 2013¹⁰ (%)

	2009	2011	2013
1	USA (41,7)	USA (38,5)	USA (34,2)
2	Hiszpania (7,3)	Turcja (6,3)	Wielka Brytania (7,6)
3	Włochy (7,0)	Włochy (5,7)	Brazylia (7,3)
4	Francja (3,9)	Francja (5,0)	Turcja (5,9)
5	Australia (3,7)	Hiszpania (4,5)	Kanada (5,3)
6	Kanada (3,6)	Brazylia (4,3)	Australia (4,0)
7	Grecja (3,5)	Kanada (4,0)	Francja (4,0)
8	Pozostałe kraje (29,3) ¹	Pozostałe kraje (31,8) ²	Pozostałe kraje (20,2) ²

Uwagi:

¹ Grupa „pozostałe kraje” zawierają wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 3,5%.

² Grupa „pozostałe kraje” zawierają wszystkie kraje, których udział jest mniejszy niż 4,0%.

Źródło: GFSR, 2010, 2012, 2014.

Kraje, które dominują w imporcie kapitału, to nadal przede wszystkim kraje rozwinięte. Pierwsze miejsce nieodmiennie zajmują Stany Zjednoczone¹¹, w przypadku kolejnych miejsc trudno zdefiniować jakąkolwiek prawidłowość. W 2009 roku, czyli w okresie najgłębszej kryzysowej zapaści wśród części krajów strefy euro, do głównych biorców kapitału należała część z nich, czyli Hiszpania, Włochy i Grecja, jednak te właśnie kraje były także znaczącymi biorcami kapitału przed wybuchem kryzysu (por. tab. 4.11). Warto podkreślić, że także w przypadku krajów kapitałobiorców nie sposób wskazać wspólnych cech, które byłyby charakterystyczne dla tej grupy.

Wobec powyższego, **w przeciwieństwie do ery goldstandardu**, w której kapitał przepływał od krajów rozwiniętych do krajów rozwijających się, **w systemie wielodewizowym nie został potwierdzony jednoznacznie kierunek tego przepływu**. Kapitał płynie z krajów nadwyżkowych, ale kraje te nie muszą być ani rozwinięte, ani najbogatsze, jeśli bogactwo mierzyć przy wykorzystaniu miernika PKB per capita. Ich cechą charakterystyczną jest duży udział eksportu towarów, usług, surowców w dochodach ogółem i to właśnie wpływy z eksportu generują wysoką nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w ich bilansach płatniczych. Kraje „bogate” w ujęciu PKB per capita mogą utrzymywać deficyty na rachunku obrotów

10 Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaprzestał publikacji danych dotyczących eksporterów i importerów kapitału netto w 2015 roku, zatem ostatnie dane dotyczą roku 2014 i nie różnią się w sposób zasadniczy od wcześniejszych.

11 Zgodnie z wnioskami wyciągniętymi przez Kristin J. Forbes (2008) jedną z głównych determinant tak znacznego napływu kapitału na rynek amerykański jest wysoki poziom rozwoju amerykańskiego rynku finansowego.

bieżących i zamiast finansować rozwój krajów rozwijających się, same korzystają z ich zasobów¹².

Analizując kierunki przepływów inwestycyjnych poprzez kształtowanie się sald na rachunkach obrotów bieżących/finansowych krajów gospodarki światowej, warto także zwrócić uwagę na związek pomiędzy zewnętrzną pozycją finansową netto krajów (*net external positions*) i kształtowaniem się ich realnych kursów walutowych (por. Lane i Milesi-Ferretti, 2006a; Devereux i Sutherland, 2009). Zmiany kursów walutowych wpływają na zmiany pozycji inwestycyjnej krajów dwutorowo: po pierwsze, poprzez **tradycyjny kanał bilansu płatniczego** (*traditional trade-balance channel*) – deprecjacja powinna pozytywnie wpłynąć na niekorzystne saldo bilansu handlowego, po drugie, poprzez **kanał wyceny** (*valuation channel*) – nieoczekiwane zmiany kursów walutowych wpływają na pozycje inwestycyjną krajów, czyli na wartość pasywów i aktywów zagranicznych.

W przypadku krajów rozwiniętych kanał wyceny działa zwykle w tym samym kierunku, co kanał bilansu płatniczego. Zobowiązania w stosunku do inwestorów zagranicznych są denominowane głównie w walutach narodowych tych krajów, natomiast ich aktywa zagraniczne wyrażane są w walutach obcych. Deprecjacja waluty krajowej oznacza więc wzrost wartości aktywów zagranicznych w stosunku do zobowiązań zagranicznych i wpływa na poprawę zagranicznej pozycji netto w aktywach (*net foreign asset position*)¹³. **Przeciwna sytuacja ma**

12 Szczególnie interesujący jest przypadek USA, które znajdują się w wyjątkowo uprzywilejowanej sytuacji. W 2005 roku deficyt na rachunku obrotów bieżących USA wyniósł 6% PKB, natomiast napływ kapitałów zagranicznych – 11% PKB (w tym samym czasie zagraniczne zadłużenie USA wyniosło 28% PKB, co jest różnicą między zobowiązaniami USA w wysokości 108% PKB a aktywami w wysokości 80% PKB). Oznacza to, że napływ kapitału do USA przewyższył znacznie (o 5 punktów procentowych) kwotę niezbędną do pokrycia deficytu obrotów bieżących. Wpływające nadwyżki były następnie inwestowane przez USA i – co jest swoistym paradoksem – większość kapitałów napływających na rynek amerykański pochodziła z banków centralnych innych krajów (rezerwy walutowe), które były lokowane głównie w amerykańskie papiery skarbowe. Relatywnie nisko oprocentowane inwestycje dawały więc USA bazę kapitałową umożliwiającą eksport kapitału na rynki zagraniczne, które przynosiły wyższą stopę zwrotu. Sytuacja ta nie uległa współcześnie istotnej zmianie. Por.: McKinley, 2006.

13 Philip R. Lane i Gian-Maria Milesi-Ferretti podają przykład działania kanału wyceny. Dla uproszczenia należy przyjąć założenie, że aktywa zagraniczne danego kraju są całkowicie denominowane w walutach obcych, natomiast jego zobowiązania wyrażone są w walucie krajowej. Jeśli zarówno zagraniczne aktywa, jak i pasywa wynoszą 20% PKB (przypadek USA w końcu lat 80. XX w.), wówczas nieoczekiwana dziesięcioprocentowa deprecjacja waluty krajowej generuje zyski kapitałowe wynoszące 2% PKB; jeśli wartość zarówno aktywów, jak i pasywów wynosi 100% PKB (jak w USA na koniec 2004 r.), wówczas zyski kapitałowe wynoszą 10% PKB. Działanie kanału wyceny może się zatem okazać nie mniej ważne od działania kanału bilansu płatniczego. Lane i Milesi-Ferretti zwrócili jednak uwagę na fakt, że działanie kanału wyceny nie powinno być postrzegane jako jedyna droga przywracania równowagi zewnętrznej w krajach z ujemnym saldem bilansu płatniczego (kraj musiałby doświadczać deprecjacji rodzimej waluty przez kilka lat z rzędu bez presji inflacyjnej, poza tym inwestorzy „wliczyliby” przewidywaną deprecjację w żądaną stopę zwrotu z inwestycji), ostatecznie niwelacja nierównowagi musi nastąpić poprzez kanał bilansu płatniczego. Źródło: Lane

miejsce w krajach rozwijających się, w których zobowiązania są denominowane w walutach obcych – deprecjacja wywiera tu negatywny wpływ na saldo bilansu płatniczego (Lane i Milesi-Ferretti, 2006a, s. 8–10). Wskazanie na konsekwencje działania kanału wyceny jest o tyle istotne, że obecnie znaczna liczba krajów utrzymuje kursy płynne względem innych walut, stąd możliwe są istotne zmiany w pozycjach bilansu płatniczego po przeliczeniu wartości wyrażonych w walutach krajowych na inne waluty, tj. USD czy EUR. Zmienność kursów walutowych niesie też istotne skutki dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej krajów, ponieważ zobowiązania i należności często denominowane są w walutach obcych. Kraj, którego zewnętrzna pozycja finansowa w walucie krajowej wynosi zero, może mieć nadwyżkę/deficyt w bilansie obrotów finansowych po przeliczeniu na inną walutę.

Zestawienie sald rachunku obrotów bieżących w odniesieniu do PKB w wiodących krajach i grupach krajów gospodarki światowej przed wybuchem kryzysu 2008+ zostało przedstawione w tabeli 4.14.

Tabela 4.14. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w latach 2003, 2005, 2007 (% PKB)

Wyszczególnienie	2003	2005	2007
Kraje rozwinięte	-0,7	-1,3	-1,2
USA	-4,8	-6,1	-5,3
Japonia	3,2	3,6	4,9
Wielka Brytania	-1,3	-2,5	-4,9
Strefa euro, w tym:	0,5	0,2	-0,2
Niemcy	1,9	4,6	5,6
Hiszpania	-3,5	-7,4	-10,1
Holandia	5,5	7,2	6,6
Grecja	-6,4	-7,4	-13,9
Portugalia	-6,1	-9,7	-9,4
Luksemburg	8,0	10,9	9,5
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej	-4,2	-4,7	-6,6
Polska	-2,1	-1,6	-3,7
Rosja	8,2	11,0	5,9
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	2,7	4,0	6,7

i Milesi-Ferretti, 2006a. Podobne wnioski wysnuli Pierre-Olivier Gourinchas i Hélène Ray (2005, s. 2). Obliczyli oni, że historycznie rzecz ujmując, 31% „dostosowań” zewnętrznych USA (*international adjustment of the USA*) było realizowanych właśnie poprzez wspomniany kanał wyceny. Gourinchas i Ray przyjmują nieco inne określenie kanału wyceny, mianowicie „finansowy kanał dostosowawczy” (*financial adjustment channel*”).

Tabela 4.14 (cd.)

Wyszczególnienie	2003	2005	2007
Chiny	2,8	7,2	11,1
Indie	1,5	-1,3	-1,8
Środkowy Wschód, w tym:	8,3	19,7	19,8
Kuwejt	19,7	42,5	47,4
Arabia Saudyjska	13,1	28,5	26,8
Zjednoczone Emiraty Arabskie	8,6	18,3	21,6

Źródło: WEO, 2008.

Dane przedstawione w tabeli 4.14 wskazują, że w badanym okresie kraje rozwinięte, wbrew założeniom teoretycznym, w większości wykazywały deficyt na rachunku obrotów bieżących, zatem były zmuszone do korzystania z zasobów zewnętrznych. Strefa euro, w którą kryzys uderzył najboleśniej, jeszcze w 2005 roku wykazywała *en bloc* nadwyżkę, która tuż przed wybuchem kryzysu przekształciła się w niewielki deficyt. Znaczącą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących posiadały Niemcy, jednak w takich krajach jak Grecja czy Hiszpania deficyt pogłębiał się, powodując ujemne saldo dla całej strefy euro. Co ciekawe, nie postrzegano tego wówczas jako powodu do obaw – wewnętrzna nierównowaga strefy euro nie była przedmiotem specjalnej troski ekonomistów¹⁴. Zdecydowanie największe nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, oprócz Chin, wykazywały kraje Środkowego Wschodu, czyli wiodący eksporterzy ropy naftowej, które także można zaliczyć do krajów rozwijających się.

4.4.3. Inwestycje i oszczędności w gospodarce globalnej

Na przepływ środków inwestycyjnych od krajów rozwijających się do rozwiniętych wskazują również dane dotyczące kształtowania się oszczędności i inwestycji w gospodarce światowej zawarte w tabeli 4.15.

14 Birgit Schmitz i Jürgen von Hagen (2009) wskazali, że pogłębianie się deficytu obrotów bieżących w części państw strefy euro wynika z działania modelu neoklasycznego na terytorium jednawalutowym 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.

Tabela 4.15. Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej w wybranych latach okresu 1994–2007 (% PKB)

Wyszczególnienie	1994–2001 (przeciętnie)	2003	2005	2007
Kraje rozwinięte				
Oszczędności	21,6	19,1	19,7	20,0
Inwestycje	21,8	19,9	20,9	21,1
USA				
Oszczędności	17,0	13,3	14,0	13,6
Inwestycje	19,6	18,4	19,9	18,8
Strefa euro				
Oszczędności	21,3	20,7	20,9	21,8
Inwestycje	21,0	20,1	20,8	22,2
Nowo uprzemysłowione kraje Azji				
Oszczędności	33,0	31,5	31,3	32,0
Inwestycje	29,9	24,7	25,9	25,7
Kraje rozwijające się i rynki wschodzące				
Oszczędności	24,1	27,7	31,3	33,0
Inwestycje	24,8	25,7	27,2	28,8
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	18,7
Inwestycje	22,8	21,2	22,2	25,0
Wspólnota Niepodległych Państw				
Oszczędności	24,6	27,5	29,7	29,0
Inwestycje	21,0	21,2	21,0	24,5
Kraje rozwijające się Azji				
Oszczędności	32,7	36,6	41,3	44,7
Inwestycje	32,4	33,8	37,2	37,9
Środkowy Wschód				
Oszczędności	25,2	31,3	42,0	44,7
Inwestycje	22,1	23,0	22,3	24,9
Western Hemisphere				
Oszczędności	17,0	18,7	21,1	21,2
Inwestycje	20,1	18,2	19,7	20,8

Źródło: WEO, 2008.

Krajem, który w badanym okresie korzystał z zasobów finansowych innych krajów były przede wszystkim Stany Zjednoczone, przy czym USA były również krajem o jednym z najniższych poziomów oszczędności w odniesieniu do PKB¹⁵. Zaskakująco niski poziom oszczędności wykazywały także kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które jednak relatywnie dużo inwestowały. Co ciekawe, największą rolę jako kapitałodawcy na międzynarodowym rynku finansowym odgrywały kraje Środkowego Wschodu, nie zaś rozwijające się kraje Azji (które jako takie są często postrzegane).

Zgodnie z teorią ekonomii deficyt bilansu obrotów bieżących musi zostać zrównoważony przez napływ kapitałów z zagranicy, zatem kraje, które osiągają nadwyżki, finansują de facto rozwój innych krajów zamiast własnego. Zatem w badanym okresie kraje rozwijające się faktycznie finansowały rozwój krajów rozwiniętych, mimo znaczących nadwyżek finansowych osiągniętych przez część krajów rozwiniętych, w tym np. Niemcy, Japonię czy Luksemburg.

Czy sytuacja uległa zmianie po wybuchu kryzysu? Odpowiednie dane na ten temat znajdują się w tabelach 4.16 i 4.17.

Tabela 4.16. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w latach 2003, 2005, 2007 (% PKB)

Wyszczególnienie	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021
Kraje rozwinięte	-0,2	-0,1	0,5	0,6	1,0	0,7	0,7
USA	-2,7	-3,0	-2,2	-2,2	-1,9	-2,2	-3,5
Japonia	2,8	2,1	0,9	3,1	4,1	3,4	2,9
Wielka Brytania	-3,0	-1,8	-4,4	-5,2	-3,6	-2,7	-2,6
Strefa euro, w tym:	0,1	0,2	2,2	2,7	3,2	2,3	2,4
Niemcy	5,7	6,1	6,7	8,6	7,8	7,6	7,4
Hiszpania	-4,3	-3,2	1,5	2,0	2,8	2,1	0,9
Holandia	5,8	9,1	9,9	6,3	10,8	9,4	9,5
Grecja	-12,3	-10,0	-2,0	-1,5	-2,6	-2,2	-6,4
Portugalia	-10,4	-6,0	1,6	0,2	1,3	0,4	-1,1
Luksemburg	7,4	6,1	5,6	4,8	4,7	4,6	2,8
Kraje rozwijające się Europy	-3,4	-6,3	-3,6	1,0	-0,5	1,3	1,7
Polska	-4,1	-5,2	-1,3	-0,9	-0,4	0,5	-0,9
Rosja	3,8	4,8	1,5	5,0	2,0	3,9	6,9
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	3,4	0,8	0,7	1,9	0,9	0,5	1,0

15 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 bezwzględnym.

Wyszczególnienie	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021
Chiny	4,7	1,8	1,5	2,6	1,5	0,7	1,0
Indie	-2,8	-4,3	-1,7	-1,0	-1,8	-0,9	-1,6
Środkowy Wschód i Azja Centralna, w tym:	1,4	12,7	10,1	-3,9	-1,1	0,5	3,0
Kuwejt	26,7	42,9	39,9	3,5	8,0	12,5	16,1
Arabia Saudyjska	4,9	23,6	18,1	-8,7	1,5	4,8	6,6
Zjednoczone Emiraty Arabskie	3,1	12,7	19,1	4,9	7,1	8,9	11,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2017, 2022.

Dane zawarte w tabeli 4.16. wskazują, że **kryzys 2008+ nie przyczynił się do zmiany kierunków przepływu kapitału w gospodarce światowej, ale wywarł znaczący wpływ na kształtowanie się jego wolumenu**. W większości badanych krajów redukcji uległy zarówno nadwyżki, jak i deficyty na rachunkach obrotów bieżących. Co jednak ciekawe, redukcji nadmiernych deficytów obecnych w części krajów strefy euro nie towarzyszyła symetryczna redukcja nadwyżek. Dwa kluczowe kraje „nadwyżkowe” – Niemcy i Holandia – doświadczyły powiększenia się względnej wartości nadwyżki. Można z tego wnioskować, że deprecjacja euro, będąca następstwem kryzysu w strefie, stała się czynnikiem sprzyjającym wzrostowi eksportu wymienionych krajów. Dane potwierdzają także wniosek, że kryzys stał się zastępczym mechanizmem wyrównawczym w gospodarce globalnej korygując nadmierne deficyty i nadwyżki, szczególnie w przypadku krajów będących dwiema stronami nierównowagi globalnej, czyli Chin i USA (por. Janicka, 2022).

Tabela 4.17. Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej w wybranych latach okresu 2009–2021 (% PKB)

Wyszczególnienie	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021
Kraje rozwinięte							
Oszczędności	19,0	20,5	21,1	22,4	23,3	23,4	24,1
Inwestycje	19,5	20,8	20,5	21,1	22,1	22,6	22,5
USA							
Oszczędności	14,4	15,7	18,1	19,1	19,5	19,4	20,0
Inwestycje	17,5	18,5	19,3	20,3	20,8	21,4	21,4
Strefa euro							
Oszczędności	20,8	22,2	22,1	23,6	24,9	25,8	26,4
Inwestycje	20,4	21,4	19,4	19,6	21,3	22,9	22,8
Kraje rozwijające się i rynki wschodzące							
Oszczędności	31,7	33,4	32,5	32,7	31,5	32,2	33,4
Inwestycje	30,6	31,9	31,8	32,9	31,9	32,5	32,7

Tabela 4.17 (cd.)

Wyszczególnienie	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021
GRUPY REGIONALNE:							
Afryka Subsaharyjska							
Oszczędności	19,2	19,6	17,6	15,0	18,4	19,6	20,3
Inwestycje	21,6	20,2	20,1	20,8	20,5	22,9	21,4
Kraje rozwijające się Europy							
Oszczędności	16,0	16,7	16,6	22,8	24,1	24,2	25,9
Inwestycje	19,4	23,1	20,4	24,7	24,6	22,8	24,2
Wspólnota Niepodległych Państw							
Oszczędności	22,0	29,0	23,3	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Inwestycje	19,2	24,6	22,6				
Kraje rozwijające się Azji							
Oszczędności	44,6	43,9	43,5	42,5	40,1	39,5	39,5
Inwestycje	41,1	42,9	42,4	40,6	39,2	39,0	38,5
Ameryka Łacińska i Karaiby							
Oszczędności	19,6	20,7	18,8	18,5	16,3	16,8	17,9
Inwestycje	20,4	22,1	21,6	22,2	18,3	18,9	19,7
Środkowy Wschód i Azja Centralna							
Oszczędności	31,2	38,6	35,1	24,9	26,1	28,1	30,6
Inwestycje	31,2	26,1	25,0	27,9	29,3	30,2	28,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO, 2015, 2017, 2022.

Odnosząc się do poziomu oszczędności i inwestycji w okresie pokryzysowym, widoczny jest przede wszystkim wzrost poziomu oszczędności w krajach rozwiniętych, w tym również w Stanach Zjednoczonych. Strefa euro jako całość przed wybuchem kryzysu nie była biorcą kapitału netto, jednak w ostatnich latach stała się jego eksporterem. Importerem kapitału netto pozostały tradycyjnie rozwijające się kraje europejskie, jednak skala tego importu istotnie się zmniejszyła. Warto podkreślić, że interpretacja zmian w przypadku kształtowania się inwestycji i oszczędności w układzie regionalnym jest utrudniona z uwagi na to, że MFW wprowadził zmiany w regionalnym zestawieniu grup krajów czyniąc niemożliwym dokonywanie bezpośrednich porównań. Niemniej jednak przedstawione dane dotyczące kierunków przepływu kapitału zarówno w okresie przed, jak i po kryzysie wskazują, że występowanie paradoksu Lucasa w systemie wielodewizowym wcale nie jest jednoznaczne, szczególnie w obliczu znaczącej redukcji nadwyżki w Chinach i deficytu w USA.

Ekonomiści zajmujący się problematyką międzynarodowych przepływów inwestycji wskazują na różnicowanie uwarunkowań współczesnych przepływów.

Jeśli przyjąć, za teorią neoklasyczną, że w krajach rozwiniętych występuje nadmiar kapitału, natomiast w krajach rozwijających się – jego niedobór, marginalna produktywność kapitału powinna być wyższa w tych ostatnich i kapitał do nich właśnie powinien napływać. Gourinchas i Jeanne (2007) wskazali, że taka prosta interpretacja jest niewystarczająca, a kwestia ta jest znacznie bardziej skomplikowana. Ich zdaniem nie budzi zdziwienia fakt relatywnie małego napływu kapitału z krajów rozwiniętych do rozwijających się, ponieważ większość krajów rozwijających się cechuje relatywnie niska stopa wzrostu produktywności (*low rate of productivity growth*), co wyjaśniałoby występowanie paradoksu Lucasa. Zagadką jest jednak kierunek przepływu kapitału w samej grupie krajów rozwijających się. Gourinchas i Jeanne zbadali dwa kraje – Koreę Płd. i Madagaskar. Wysoki wzrost produktywności w Korei spowodował wzrost marginalnej produktywności kapitału, co powinno sprzyjać wzrostowi inwestycji. Madagaskar nie doświadczył takiego wzrostu, zatem to Korea, a nie Madagaskar, powinna przyciągnąć kapitał zagraniczny (oba kraje zniosły większość ograniczeń w przepływach kapitału w latach 1980–2000). Tymczasem, ku zaskoczeniu badaczy, Korea prawie nie odnotowała napływu kapitału netto, natomiast do Madagaskaru napływ kapitału netto osiągnął wartość 6% PKB. Jak się ponadto okazało, przypadek Korei i Madagaskaru nie był wyjątkiem, sytuacja taka występowała w różnych krajach rozwijających się – udział napływu kapitału netto w PKB w tych krajach w okresie 1980–2000 był negatywnie skorelowany z udziałem inwestycji w PKB. Teoretycznie kraje, które więcej inwestują powinny przyciągać relatywnie więcej kapitału zagranicznego, co nie nastąpiło. Gourinchas i Jeanne (2007, s. 1–3) nazwali to zjawisko „zagadką alokacji” (*allocation puzzle*).

Założenie o wyższej marginalnej produktywności kapitału w krajach rozwijających się podważają także wnioski płynące z badań prowadzonych przez Francesco Caselliego i Jamesa Feyrera (2006). Ich zdaniem poziom tej produktywności jest bardzo zbliżony między wszystkimi krajami. W badaniach wykorzystali oni nie tylko standardowo analizowane zasoby siły roboczej i kapitału w poszczególnych krajach, ale także ziemi i bogactw naturalnych. Jeśli uznać wyniki ich badań za prawdziwe, wówczas znika wiodąca determinanta przepływu kapitałów między krajami uwzględniana przez model neoklasyczny i pojawia się konieczność poszukiwania innych motywów jego przepływu.

Kolejną „zagadkę” związaną z kierunkiem przepływu kapitału w gospodarce globalnej zidentyfikował Clemens (2002) i określił ją mianem *wealth bias* – bogate kraje eksportują kapitał do innych bogatych krajów, ponadto – kapitałobiorcy z biednych krajów mają relatywnie trudny dostęp do zasobów krajowego kapitału, gdyż krajowi kapitałodawcy wolą inwestować za granicą niż na rodzimych rynkach. Sytuacja taka wynika w znacznej mierze z niedoskonałości rynków krajów rozwijających się. Clemens wskazał na fakt, 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 powodów, żeby inwestować w krajach rozwijających się. Jeśli zatem oni ich nie mają, dlaczego mieliby je zatem mieć inwestorzy z krajów rozwiniętych.

Zdaniem Carmen M. Reinhart i Kennetha S. Rogoffa (2004), główną przyczyną paradoksu Lucasa jest częste niewywiązywanie się przez kraje biedne (rozwijające się) z obsługi i spłaty zadłużenia zagranicznego, przez co nie są one postrzegane przez inwestorów jako bezpieczne miejsce lokaty kapitałów. Prawdziwym paradoksem są zatem nie tyle zbyt skromne inwestycje krajów bogatych w biednych, co fakt, że inwestycje te (szczególnie pod postacią kredytów) w ogóle mają miejsce, szczególnie w tych krajach, które już kilkakrotnie nie zdołały spłacić w terminie swoich zobowiązań. Alfaro et al. (2005; 2005a) wskazali szeroko rozumianą jakość instytucjonalną otoczenia społeczno-gospodarczo-politycznego oraz politykę gospodarczą prowadzoną przez ten kraj jako główne determinanty napływu kapitału na rynek krajowy. Oznacza to, że przyjęli oni hipotezę zanegowaną przez Lucasa – występowania w krajach rozwijających się ryzyka inwestycyjnego wyższego od tego, które uzasadniałoby podejmowanie w nich inwestycji. Pengfei Wang et al. (2017) także nie potwierdzili istotnej roli marginalnej produktywności kapitału w objaśnianiu kierunków międzynarodowego przepływu inwestycji. Ich zdaniem kluczową determinantą przepływu kapitału od krajów rozwijających się do rozwiniętych jest niski poziom rozwoju rynku finansowego tych pierwszych.

Wobec przytoczonych powyżej wniosków płynących z różnych badań wydaje się, że **rozpatrywanie motywów podejmowania inwestycji przez pryzmat modelu neoklasycznego, z marginalną produktywnością kapitału jako wiodącą determinantą transgranicznego przepływu inwestycji, nie ma już uzasadnienia**. Powstała w okresie waluty złotej teoria neoklasyczna nie przystaje do realiów współczesnego świata. Problem ten był już wcześniej dyskutowany w rozdziale pierwszym, tam również została przedstawiona teoria asymetrii informacji podważająca zasadność kluczowego założenia teorii neoklasycznej dotyczącego efektywności informacyjnej rynków finansowych. Niemniej jednak, jak wskazuje Michael A. Clemens (2002), nie chodzi tylko o asymetrię informacji, ale także o asymetrię wdrażania kontraktów (w krajach rozwijających się często jest problem z otoczeniem prawnym, a także z przestrzeganiem praw własności, co podnosi ryzyko inwestowania w tych krajach) czy niższą od oczekiwanej (zgodnie z różnicą wyposażenia w kapitał) marginalną produktywność kapitału, która wynika z niedostatecznego rozwoju infrastruktury w krajach rozwijających się. To wszystko powoduje, że nawet jeśli nie ma barier natury prawnej w przepływie kapitału między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się, występuje bariera związana z poziomem ryzyka inwestycyjnego między kapitałobiorcami z krajów rozwijających się i kapitałodawcami z całej gospodarki światowej (łącznie z krajami rozwijającymi się). Teoretycznie nadwyżki finansowe wypracowywane w krajach rozwijających się powinny być zagospodarowywane przede wszystkim przez nie same, jako że właśnie w nich marginalna produktywność kapitału powinna być najwyższa. Tak się jednak nie dzieje.

4.5. Lucas raz jeszcze

Kiedy w 1990 roku Lucas opublikował swój artykuł zapewne nie przewidywał, że stanie się on punktem wyjścia dla tak wielu rozważań. Wniosek Lucasa – międzynarodowe przepływy kapitału nie wyrównują jego marginalnej produktywności między krajami – podważył zasadność przenoszenia wprost teorii neoklasycznej na grunt praktyki gospodarczej w systemie wielodewizowym. Jeśli jednak spojrzeć uważniej na ów paradoks we współczesnej gospodarce światowej, przestaje on być tak zaskakujący.

Zgodnie z prawem kształtowania się ceny w wyniku gry podaży i popytu, w krajach, w których kapitału jest mało jest on drogi, natomiast w krajach, w których jest go dużo – relatywnie tani. W tej sytuacji kapitał powinien płynąć z krajów nadwyżkowych do krajów niedoboru do chwili, gdy te różnice cen ulegną wyrównaniu bądź częściowej niwelacji (jeśli istnieją ograniczenia w przepływach kapitału). Przyjmuje się jednocześnie milczące założenie, że krajami nadwyżkowymi są kraje rozwinięte, natomiast krajami niedoboru – kraje rozwijające się. Taka sytuacja miała miejsce w systemie waluty złotej. Obecnie wśród krajów nadwyżkowych i krajów niedoboru kapitału są zarówno kraje rozwinięte, jak i kraje rozwijające się. Kapitał płynie z krajów nadwyżkowych do krajów niedoboru – to proste prawo ekonomii, ale może to oznaczać kierunek niezgodny z dotychczasową logiką – np. kapitał płynie z Chin (kraj rozwijający się) do USA (kraj rozwinięty). Co może być tego przyczyną? Między innymi kultywowany współcześnie przez niektóre kraje zapomniany pogląd merkantylistów, że kraj powinien gromadzić jak najwięcej bogactwa. Niegdyś było to złoto, teraz są to nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i zapasy rezerw walutowych. Kraje rozwijające się gromadzą takie nadwyżki, bo dzięki temu wzrasta ich poczucie bezpieczeństwa w niestabilnych warunkach współczesnego otoczenia zewnętrznego. Posiadanie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oznacza jednak, że kraj finansuje rozwój innych krajów, które utrzymują deficyt na tym rachunku. Sytuacja staje się o tyle paradoksalna, że deficyty takie są utrzymywane przez znaczną liczbę krajów rozwiniętych, które mogą sobie na to pozwolić, bo z racji swojej pozycji w gospodarce światowej nie obawiają się wybuchu kryzysu walutowego. Z tego również powodu nie muszą gromadzić znacznych rezerw walutowych.

Analizując paradoks Lucasa przez pryzmat modelu neoklasycznego, trzeba przede wszystkim **zredefiniować grupy krajów**, ponieważ klasyfikacja obowiązująca w goldstandardzie nie jest adekwatna do współczesnej rzeczywistości. Jako główny motyw dokonywania inwestycji zagranicznych Lucas wskazał różnice w marginalnej produktywności kapitału. Czy jest to dobry miernik? Sytuację tę można przenieść na grunt rynku dóbr, gdzie w jednym kraju jest duża podaż danego dobra i niska cena, w drugim niska podaż i wysoka cena. Czy nastąpi przepływ tego dobra od kraju nadwyżkowego do kraju, w którym jest jego niedobór?

Teoretycznie tak, a praktycznie – to zależy. Jeśli siła nabywcza społeczeństwa w drugim kraju okaże się niewystarczająca, przepływ dobra nie nastąpi, relacje cenowe nie ulegną zmianie mimo oczywistego bodźca do takiej zmiany. Podobnie rzecz wygląda z kapitałem – różnice w oczekiwanych zyskach są najważniejszym bodźcem skłaniającym do zainwestowania kapitału. Aby jednak kapitał przepłynął, niezbędne są warunki umożliwiające realizację tych zysków, a nie tylko ich potencjalne szacowanie. Nawet jeśli kraj zliberalizuje przepływ kapitałów (czyli dokona liberalizacji *de iure*) nie jest to równoznaczne z jego rzeczywistą gotowością do absorpcji kapitału.

Ekonomiści analizujący paradoks Lucasa identyfikują różne przyczyny niewydolności rynków w tym względzie – niedorozwój systemu finansowego, brak regulacji prawnych, brak należytej ochrony praw własności, brak odpowiednich standardów działania instytucji, niedostatek intratnych możliwości inwestycyjnych, czy brak odpowiednio wykształconego kapitału ludzkiego. W krajach rozwijających się często występuje większość z tych czynników, które składają się ogółem na poziom ryzyka inwestycyjnego. Oznacza to, że inwestorzy po wyszacowaniu poziomu tego ryzyka mogą po prostu dojść do wniosku, że zwrot z kapitału na rynkach krajów rozwijających się nie jest adekwatny do ponoszonego ryzyka (Block i Forbes, 2004, s. 11–12). Zestawienie okresu współczesnego z goldstandardem wskazuje na istnienie odmiennych uwarunkowań transgranicznych przepływów kapitału. Przed I wojną światową kraje rozwinięte były jednocześnie nadwyżkowymi, dokonywały zaś inwestycji w krajach, w których np. same tworzyły infrastrukturę systemową (przykład Argentyny czy USA). Napływający kapitał działał wybitnie prorozwojowo i zwiększał możliwości absorpcji kolejnych fal napływających środków finansowych. Obecnie można mieć poważne wątpliwości, czy w przypadku części krajów rozwijających się różnice w cenie kapitału i relatywnie niskie koszty siły roboczej są wystarczającymi bodźcami do podejmowania w nich inwestycji.

Struktura geograficzna inwestycji jest także objaśniana przez pryzmat zjawiska *home bias*. Pojęcie to można zdefiniować jako **tendencję do inwestowania w większym stopniu w aktywa krajowe niż w zagraniczne**, przy czym punktem odniesienia jest tu konstrukcja portfela inwestycyjnego inwestora krajowego przy danej relacji zysku i ryzyka, tworzonego z wszelkich dostępnych instrumentów finansowych, przy założeniu braku istnienia granic państwowych (czyli przy pełnej swobodzie przepływu inwestycji). Istotę zjawiska *home bias* dobrze obrazują dane zawarte w tabeli 4.18. Dotyczą one 1997 roku, w którym kraje rozwinięte miały już zliberalizowane przepływy inwestycji, czyli nie było barier natury prawnej uniemożliwiających swobodny przepływ kapitałów, a przez to dywersyfikację inwestycji w skali międzynarodowej.

Tabela 4.18. Udział inwestycji w krajowe udziałowe papiery wartościowe w inwestycjach w udziałowe papiery wartościowe ogółem w wybranych krajach na koniec 1997 roku (%)

Kraj	Udział inwestycji w krajowe udziałowe papiery wartościowe	Potencjalny udział w inwestycjach wynikający z modelu CAPM ¹⁾	Wskaźnik <i>home bias</i> (udział rzeczywisty minus udział potencjalny)
Australia	77,96	1,46	76,50
Austria	65,82	0,20	65,62
Belgia	70,37	0,67	69,70
Dania	71,90	0,60	71,30
Finlandia	88,44	0,39	88,05
Francja	79,75	0,42	79,33
Hiszpania	86,38	1,41	84,97
Holandia	59,72	3,0	56,72
Irlandia	14,33	0,21	14,12
Japonia	89,38	13,33	76,05
Kanada	70,39	2,72	67,67
Norwegia	67,19	0,28	66,91
Nowa Zelandia	68,57	0,16	68,41
Portugalia	91,92	0,29	91,63
Singapur	72,06	0,48	71,58
Szwecja	69,55	1,37	68,18
USA	85,45	55,20	30,25
Wielka Brytania	69,37	11,43	57,94
Włochy	78,31	2,12	76,19

¹⁾ **CAPM** – Capital Asset Pricing Model (Model Wyceny Aktywów Kapitałowych).

Źródło: Faruqee et al., 2004, s. 15.

Swoboda transgranicznych przepływów inwestycji nie oznacza istotnej zmiany preferencji inwestorów i wzrostu udziału inwestycji zagranicznych. Zdaniem Hamida Faruqee et al. (2004) decyzje inwestorów determinowane są głównie przez trzy elementy: rozmiary rynku finansowego kraju, w którym ma być dokonana inwestycja, koszty zawarcia transakcji oraz koszty pozyskania informacji. Biorąc pod uwagę fakt, że przynajmniej dwa z tych elementów w średnim okresie nie zmieniają się (rozmiary rynku i koszty pozyskania informacji), nawet obniżka kosztów transakcyjnych nie wpływa zatem w zasadniczy sposób na skład portfela inwestycyjnego. Badania prowadzone przez Roberto A. de Santisa (2006, s. 5–6) potwierdzają wcześniejszy wniosek, że wielkość napływu inwestycji portfelowych jest uzależniona od rozmiarów rynku finansowego krajów, w których dokonywane są inwestycje. Co więcej, wzrost rozmiarów rynku finansowego o jeden punkt

procentowy w stosunku do kapitalizacji rynku światowego powoduje wzrost napływu zagranicznych inwestycji portfelowych – o 0,4% w przypadku własnościowych papierów wartościowych i o 0,2% w przypadku papierów dłużnych.

Eksperti z MFW przeprowadzili badania, które objęły sześć krajów rozwiniętych: USA, Japonię, Wielką Brytanię, Niemcy, Francję i Holandię, w okresie 1991–2003. Wskaźnik *home bias* istotnie spadł w nich w tym czasie, przede wszystkim w odniesieniu do akcji, w nieco mniejszym stopniu – do obligacji. Inwestorzy z badanych krajów zrezygnowali z części inwestycji krajowych na rzecz zagranicznych, choć podejmowane przez nich decyzje nie zawsze oznaczały wzrost potencjalnych zysków. Dowodzą tego szacunki przeprowadzone w odniesieniu do inwestycji portfolio podmiotów z czterech krajów – USA, Niemiec, Japonii i Wielkiej Brytanii (tab. 4.19).

Tabela 4.19. Struktura inwestycji portfolio wybranych krajów i potencjalne zyski związane ze zmianą proporcji inwestycji portfolio krajowych i zagranicznych (%)

Obecna struktura inwestycji (2003)	USA	Niemcy	Japonia	Wielka Brytania
Akcje krajowe	39	15	20	34
Akcje zagraniczne	6	12	3	16
Obligacje krajowe	53	56	61	27
Obligacje zagraniczne	2	17	16	22
Oczekiwana stopa zysku	5,8	4,3	1,9	7,6
Odchylenie standardowe	7,0	7,4	5,3	9,8
Potencjalne dodatkowe zyski	0,3	0,0	1,0	0,1

Uwagi: dla większości aktywów odpowiednie wielkości zostały skalkulowane na podstawie analizy danych z okresu 25-letniego.

Źródło: GFSR, 2005, s. 92.

Dane zawarte w tabeli 4.19 pozwalają na wyciągnięcie ciekawych wniosków¹⁶. W badanym okresie, przy danym stosunku zysk/ryzyko, jedynie inwestorzy z Niemiec nie mieli powodu do przebudowy portfela inwestycyjnego, można zatem powiedzieć, że dokonali optymalnego wyboru składu portfela. Inwestorzy japońscy teoretycznie powinni byli zwiększyć zaangażowanie w zagraniczne papiery wartościowe kosztem krajowych (potencjalne zyski mogły wynieść nawet 1%), inwestorzy z USA powinni byli przede wszystkim zwiększyć udział zagranicznych obligacji w swoich inwestycjach, natomiast inwestorzy brytyjscy całkiem przeciwnie – z ich punktu widzenia korzystna byłaby niewielka redukcja zaangażowania w zagraniczne papiery wartościowe.

¹⁶ Choć badanie zostało przeprowadzone przy upraszczających założeniach, czyli bez uwzględnienia kwestii podatków, dywidend, itp.

Dane dotyczące udziału inwestycji krajowych i zagranicznych w portfelach inwestycyjnych inwestorów giełdowych w wybranych krajach gospodarki globalnej w roku 2020 zostały zawarte w tabelach 4.20 i 4.21. Na ich podstawie wydaje się, że kluczowe dla kształtowania się wartości wskaźnika *home bias* są: poziom rozwoju rynku giełdowego zarówno w aspekcie jakościowym, jak i ilościowym, zamożność kraju postrzegana przez pryzmat PKB per capita, a także jego rola w międzynarodowym systemie finansowym/gospodarce światowej. Kraje będące finansowymi centrami tej gospodarki (Wielka Brytania, Szwajcaria, Singapur czy Holandia) wykazują niższe wartości wskaźnika *home bias*, choć należy wskazać, że w przypadku Stanów Zjednoczonych udział inwestycji krajowych jest bardzo wysoki.

Tabela 4.20. Udział inwestycji krajowych i zagranicznych w inwestycjach ogółem inwestorów krajowych na rynkach giełdowych wybranych krajów rozwiniętych (*developed markets*), 2020 (%)

Kraj	Udział inwestycji zagranicznych	Udział inwestycji krajowych
Australia	31,16	68,84
Austria	60,39	39,61
Belgia	52,28	47,72
Dania	51,66	48,34
Finlandia	43,15	56,85
Francja	27,09	72,91
Hiszpania	26,93	73,07
Holandia	67,25	32,75
Izrael	41,03	58,97
Japonia	18,76	81,24
Kanada	49,65	50,35
Niemcy	44,71	55,29
Norwegia	82,15	17,85
Nowa Zelandia	48,08	51,92
Portugalia	25,07	74,93
Singapur	54,22	45,78
Szwajcaria	36,22	63,78
Szwecja	42,01	57,99
USA	18,37	81,63
Wielka Brytania	64,63	35,37
Włochy	35,73	64,27

Źródło: Wallmeier i Iseli, 2022, s. 8.

Tabela 4.21. Udział inwestycji krajowych i zagranicznych w inwestycjach ogółem inwestorów krajowych na rynkach giełdowych wybranych krajów „wschodzących” (*emerging markets*), 2020 (%)

Kraj	Udział inwestycji zagranicznych	Udział inwestycji krajowych
Afryka Południowa	10,67	89,33
Brazylia	3,00	97,00
Chile	29,32	70,68
Chiny	1,55	98,45
Republika Czeska	37,51	62,49
Egipt	0,40	99,60
Filipiny	0,45	99,55
Grecja	7,67	92,33
Indie	0,16	99,84
Indonezja	2,09	97,91
Kolumbia	21,89	78,11
Korea Płd.	19,71	80,29
Malezja	18,47	81,53
Meksyk	3,17	96,83
Polska	6,20	93,80
Rosja	2,79	97,21
Tajlandia	4,42	95,58
Tajwan	47,31	52,89
Turcja	0,49	99,51
Węgry	34,42	65,58

Źródło: jak w tabeli 4.18.

W przypadku rynków wschodzących sytuacja jest dużo bardziej złożona, czego dowodzą dane zawarte w tabeli 4.21. Przede wszystkim należy podkreślić, że polityka krajów rozwijających się (a takie są głównie w grupie rynków wschodzących) względem swobody transgranicznych przepływów inwestycji jest zróżnicowana. Kraje takie jak Indie czy Chiny nadal utrzymują ograniczenia, zatem swoboda dokonywania inwestycji zagranicznych nie jest w nich zapewniona, zatem trudno oceniać, jak wyglądałyby preferencje inwestorów wobec inwestycji krajowych i zagranicznych w przypadku pełnej swobody wyboru. Turcja, która większość ograniczeń zniosła, należy do krajów o najwyższym udziale inwestycji krajowych. W grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej znaczenie zdaje się mieć wielkość gospodarki – wartość *home bias* w Republice Czeskiej czy na Węgrzech jest znacząco niższa niż w Polsce. W przypadku Tajwanu istotny udział inwestycji zagranicznych wynika zapewne ze specyficznej sytuacji geopolitycznej tego kraju

(większość krajów nie uznaje obecnie niezależnej państwowości Tajwanu). Reasumując, w przypadku rynków wschodzących trudno o uogólnienia, co oznacza, że sytuacja każdego kraju powinna być analizowana osobno.

Poziom swobody dotyczący transgranicznych przepływów inwestycji jest jednym z najważniejszych elementów konstytuujących działanie międzynarodowego systemu walutowego, a także jednym z głównych czynników determinujących przepływy kapitałowe w skali globalnej. W dotychczasowej historii międzynarodowego systemu walutowego występowały zarówno okresy otwarcia (system waluty złotej), relatywnego otwarcia (system wielodewizowy), jak i relatywnego zamknięcia (system z Bretton Woods) krajów na przepływy kapitałów. Z uwagi na fakt, że tylko w systemie waluty złotej i systemie wielodewizowym kraje prezentowały zbliżone podejście do swobody przepływów inwestycyjnych, analizy i porównania mają sens w przypadku tych dwóch systemów.

Zestawienie cech charakterystycznych pierwszej (system waluty złotej) i drugiej (system wielodewizowy) ery globalizacji rynków finansowych pozwala stwierdzić, że, wbrew powszechnie panującej opinii, jest między nimi zdecydowanie więcej różnic niż podobieństw (Bordo et al., 1999):

- 1) współcześnie większość przepływów inwestycyjnych ma miejsce między krajami rozwiniętymi (przepływy o charakterze dwukierunkowym), przed 1914 rokiem dominowały przepływy między krajami centrum a peryferiami (należały do nich zarówno kraje rozwijające się, jak i zamorskie terytoria krajów rozwiniętych). W efekcie rachunek obrotów bieżących krajów rozwiniętych cechowała nadwyżka nawet rzędu 9% PKB (np. w Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech i Holandii), podczas gdy w krajach peryferyjnych (jak np. Australia, Kanada czy Argentyna) deficyt przekraczał 10% PKB. Obecnie kraje eksportujące kapitał rzadko mają nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przekraczające 5% PKB, natomiast kraje importujące kapitał zwykle mają deficyt mniejszy niż 5% PKB (Masson, 2001, s. 4). Pierwsza era globalizacji jest więc odzwierciedleniem założeń teorii neoklasycznej – kapitał przepływał od krajów rozwiniętych, relatywnie lepiej wyposażonych w środki finansowe z niższą stopą zwrotu do krajów gorzej wyposażonych w kapitał z wyższą stopą zwrotu;
- 2) konsekwencją dominacji jednokierunkowych przepływów kapitałów były wysokie wartości zarówno wskaźników netto, jak i brutto charakteryzujące te przepływy; obecnie, przy niewysokich wartościach wskaźników netto, notowane są wysokie wskaźniki brutto¹⁷;

17 Sytuacja w tym względzie uległa zmianie w ciągu ostatniej dekady. Jak wskazał Eduardo A. Cavallo (2019, s. 14) w gospodarkach rozwiniętych miało to miejsce w okresie poprzedzającym światowy kryzys finansowy. Przepływy brutto w tych krajach znacznie wzrosły, przy czym wpływy wzrosły o więcej niż wypływy, co spowodowało wzrost przepływów kapitału netto. Nagłe zatrzymanie tych przepływów miało miejsce w czasie kryzysu. W krajach rozwijających się sytuacja wyglądała inaczej – od 1980 roku do początku XXI wieku odpływy kapitału brutto były prawie nieistotne w porównaniu z napływami kapitału brutto. W związku

- 3) w systemie waluty złotej kapitał przemieszczał się swobodnie między krajami¹⁸, obecnie w systemie wielodewizowym część krajów utrzymuje ograniczenia w przepływach kapitału bądź dopuszcza możliwość ich przywrócenia w określonych okolicznościach;
- 4) przed 1914 rokiem zagraniczne środki finansowe przeznaczane były przede wszystkim na finansowanie inwestycji w infrastrukturę (głównie w sieci kolejowe) oraz na pożyczki udzielane rządowi krajów na finansowanie nie tyle inwestycji, co konsumpcji realizowanej z publicznych środków. Potwierdza to struktura brytyjskich inwestycji w roku 1913 (Wielka Brytania była w tym okresie głównym kapitałodawcą na rynku światowym). Szacunki wskazują, że 40% brytyjskich inwestycji zagranicznych ulokowanych było w papiery wartościowe emitowane przez spółki kolejowe, 30% – w papiery wartościowe emitowane przez rządy (bądź samorządy), 10% – w przemysł wydobywczy, zaś 5% w przedsiębiorstwa użyteczności publicznej. Przekrój kapitałobiorców był więc bardzo ograniczony. Wskazuje się także, że dominowały wówczas inwestycje długoterminowe nad krótkoterminowymi i wierzytelnościowe nad właścicielskimi;
- 5) inwestycje dokonywane przez kraje wysoko rozwinięte przed rokiem 1914 były przede wszystkim inwestycjami długoterminowymi o charakterze produkcyjnym, w przeciwieństwie do inwestycji współczesnych o zdecydowanie krótszym terminie zapadalności, których głównym celem jest szybkie pomnożenie zainwestowanego kapitału;
- 6) podczas pierwszej ery globalizacji inwestycje portfelowe zdecydowanie dominowały nad inwestycjami bezpośrednimi, obrót instrumentami dłużnymi był znacznie większy niż własnościowymi (por. Bloomfield, 1968, s. 3), przedsiębiorstwa międzynarodowe należały do wyjątków, większość przedsiębiorstw prowadziła działalność na rynkach krajowych¹⁹ (sytuacja taka występowała np. w USA jeszcze w 1914 r.). Zgodnie z teorią ekonomii, inwestycje bezpośrednie mogą być komplementarne bądź substytucyjne w stosunku do obrotów towarowych. Jak wskazują badania przeprowadzone przez Williama Collinsa et al. (1997), pod koniec XIX wieku handel i przepływy kapitałowe rzadko były substytucyjne, zdecydowanie częściej miały charakter komplementarny.

Pierwsza era globalizacji rynków finansowych była zdecydowanie odmienna od współczesnej, ówczesna gospodarka światowa obejmowała swym zasięgiem zdecydowanie mniej krajów, ponadto zasady działania systemu waluty złotej i systemu

z tym napływ kapitału brutto był prawie równy przepływowi kapitału netto. Począwszy od 2000 roku nastąpił wzrost wpływów brutto i zauważalny wzrost odpływów brutto.

18 Choć nie uwzględniane w analizach kraje peryferyjne epoki goldstandardu także stosowały ograniczenia.

19 Jest to istotna różnica w stosunku do czasów współczesnych. Zdaniem Eichengreena i Bordo (2002, s. 11), było to przede wszystkim rezultatem braku możliwości sprawnego zarządzania i prowadzenia efektywnego nadzoru ze strony przedsiębiorstw nad zagranicznymi spółkami.

wielodewizowego były całkiem odmienne. Nieporównywalny jest także poziom rozwoju rynków finansowych w tych dwóch systemach. To wszystko powoduje, że pierwszą erę globalizacji należy rozpatrywać w kategoriach historycznych, przez co przydatność jej doświadczeń dla obecnie zachodzących procesów jest mocno ograniczona²⁰. Nie ulega jednak wątpliwości, że w kwestii swobody międzynarodowych przepływów inwestycji mogą być porównywane i analizowane tylko te dwa systemy. Wynika to z faktu, że w obu została zapewniona możliwość prowadzenia przez kraje polityki otwartości względem transgranicznych przepływów inwestycji.

Jak wcześniej wskazał Keynes, natura przepływów finansowych powoduje, że są one nieprzewidywalne. Trudno się z tym nie zgodzić. Jedno wszak pozostanie niezmiennie – kapitał będzie płynął od tych podmiotów, które mają jego nadwyżki, do tych, którym kapitału brakuje. Dyskusja dotycząca wykorzystania w badaniach dotyczących międzynarodowych przepływów inwestycji modelu neoklasycznego i wniosków odnoszących się do paradoksu Lucasa zawsze powinna to uwzględniać.

20 Szerokie porównanie dwóch fal globalizacji znajduje się w publikacji Richarda Baldwina i Philippe'a Martina (1999).

Zakończenie

Jednym z głównych zadań, przed którymi stoi nauka, jest objaśnianie otaczającej nas rzeczywistości. Z tego względu naukowcy, w przypadku gospodarki – ekonomiści, od lat próbują zidentyfikować zależności i prawa rządzące procesami gospodarczymi, a następnie w oparciu o nie sformułować objaśniające je teorie. Rozwój narzędzi, wiedzy i kompetencji w tym obszarze pozwala na tworzenie coraz lepszych modeli i coraz bardziej złożonych teorii. Nie ulega wątpliwości, że nadal są to tylko modele gospodarki, które stanowią jej niedoskonałe odzwierciedlenie. Oznacza to, że formułowane w oparciu o analizy prowadzone z ich wykorzystywaniem wnioski i zalecenia powinny być przyjmowane z dużą ostrożnością i z taką samą ostrożnością wcielane w życie.

W monografii dokonany został przegląd teoretycznych uwarunkowań dotyczących międzynarodowych przepływów inwestycji. Zaprezentowane zostały m.in. dwa przeciwstawne stanowiska – neoklasycyzm i keynesizm. Teoria neoklasyczna jednoznacznie potwierdza zasadność pełnej i nieograniczonej swobody przepływów finansowych w skali krajowej i międzynarodowej. Teoria keynesowska, analizująca tę kwestię z perspektywy nie tyle globalnej, co krajowej, formułuje określone warunki, które muszą zostać spełnione, aby zniesienie ograniczeń nie destabilizowało krajowego rynku wewnętrznego (por. trylemat makroekonomiczny). Rozwój teorii ekonomii wynika z ewolucji rzeczywistości gospodarczej, zatem powstanie keynesizmu jest konsekwencją braku skuteczności modelu neoklasycznego w objaśnianiu tej rzeczywistości.

Stosowanie modeli, które powstały w odmiennych od współczesnych realiach życia gospodarczego, powinno zatem wymagać uzasadnienia ich wykorzystania i skomentowania wpływu istniejących różnic na aplikowalność wyciąganych wniosków. Model neoklasyczny, który wykorzystywany jest powszechnie do analizy międzynarodowych przepływów finansowych mających obecnie miejsce, służył interpretacji funkcjonowania gospodarki światowej w latach 1870–1914. Zastosowanie w prowadzonej współcześnie przez kraje polityce gospodarczej doktryn z przełomu XIX i XX wieku (np. równowaga wewnętrzna jest pochodną równowagi zewnętrznej) postrzegane jest jako niemożliwe i nikt z tym nie dyskutuje. Zastosowanie powstałego wówczas modelu neoklasycznego, który nie jest w stanie uwzględnić ogromnej złożoności współczesnej gospodarki, nie budzi tymczasem kontrowersji.

To właśnie wnioski i zalecenia neoklasyków przyczyniły się do rozpropagowania idei uwolnienia przepływów inwestycyjnych w skali globalnej, bez względu na to, do jakiej grupy krajów były adresowane, rozwijających się czy rozwiniętych. Obecnie, szczególnie po doświadczeniu przez część krajów rozwijających się negatywnych skutków kryzysu 2008+, to radykalne stanowisko uległo istotnemu złagodzeniu. Kolejnym powodem jego rewizji był wzrost znaczenia w gospodarce globalnej krajów rozwijających się (w tym głównie Chin i Indii), które nadal utrzymują ograniczenia wobec transgranicznych przepływów inwestycji. Sukcesy gospodarcze, które stały się ich udziałem, umożliwiły zanegowanie pełnej swobody przepływu kapitału jako jedynej drogi prowadzącej do włączenia się kraju w procesy szeroko pojętej globalizacji i zdynamizowania rozwoju gospodarczego.

Ewolucja międzynarodowego systemu walutowego wykształciła do chwili obecnej trzy systemy, które w istotny sposób różnią się między sobą. We współczesnym systemie wielodewizowym nie została jednak jak dotąd wypracowana nowa teoria systemowa, która na wzór neoklasycyzmu w systemie waluty złotej i keynesizmu w systemie z Bretton Woods opisywałaby jego wewnętrzną złożoność. Z tego powodu do badań międzynarodowych przepływów kapitału nadal wykorzystywany jest wspomniany model neoklasyczny. Modele keynesowskie dotyczą funkcjonowania rynków wewnętrznych krajów, a nie interakcji między nimi. W oparciu o ten model ekonomiści nie tylko badają kierunki międzynarodowych przepływów inwestycji, ale także formułują wspomniane zalecenia dla krajów dotyczące znoszenia barier dostępu do ich rynków. Jest to o tyle kontrowersyjne, że kraje rozwinięte, które faktycznie mają zliberalizowane przepływy inwestycji (oraz silne i rozwinięte rynki finansowe), nie są aż tak skłonne do liberalizacji w innych aspektach życia gospodarczego (np. wspólna polityka rolna UE), zarządzają także procesami gospodarczymi na rynku wewnętrznym (realizując klasyczną politykę interwencjonizmu Keynesa). Liberalizacja obejmująca jeden sektor gospodarki nie jest zaś argumentem na rzecz podobnej liberalizacji w pozostałych krajach, o czym mówi teoria rozwiązania drugiego po najlepszym. Świat bez barier, z jedną walutą i równymi względem siebie krajami jest wizją bardzo pociągającą, niestety – utopijną.

W badaniach międzynarodowych przepływów finansowych zwykle, a właściwie zawsze, znajduje się odniesienie do paradoksu Lucasa. Zapewne Lucas, gdyby przypuszczał, że jego relatywnie krótki artykuł, wręcz esej, stanie się „świętym Graalem” dla badaczy tej problematyki, z pewnością rozwinąłby swoje tezy i nieco szerzej przedstawił uzasadnienie wyciągniętych wniosków. Może jednak właśnie brak takiego rozwinięcia stał się przyczyną bardzo licznych prób wyjaśnienia paradoksu Lucasa przez innych badaczy, czy też podejmowania przez nich badań dotyczących jego istnienia w gospodarce światowej. Ponieważ w monografii kwestia ta została szeroko omówiona, nie ma potrzeby powtarzania przedstawionych już treści. Warto jedynie podkreślić na koniec jedną rzecz – model neoklasyczny wskazuje na uzasadnienie przepływu kapitału pomiędzy krajami, które dysponują

zróżnicowanymi zasobami. Determinantą jego przepływu jest wynikająca z tej sytuacji różnica w stopach zwrotu z kapitału. W modelu neoklasycznym nie ma mowy o krajach rozwiniętych czy rozwijających się, o bogatych czy biednych. Nie ma odniesień do uwarunkowań kształtowania się stóp zwrotu w poszczególnych krajach. Ponieważ, jak już wcześniej wskazano, model neoklasyczny jest wykorzystywany współcześnie do opisu rzeczywistości, w której de facto ma on mocno ograniczone zastosowanie, nie jest zaskoczeniem, że próby jego empirycznej weryfikacji przynoszą mieszane rezultaty. W tej sytuacji wydaje się uzasadnione nie tyle poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy ten model działa czy nie, co poszukiwanie nowej teorii systemowej, która w znacznie większym stopniu byłaby dopasowana do realiów współczesnej gospodarki, również w tym konkretnym aspekcie, jakim jest złożoność uwarunkowań współczesnych międzynarodowych przepływów inwestycji.

Bibliografia

- Abraham F., Schmukler S.L. (2017), *Financial Globalization: A Glass Half Empty?*, Policy Research Working Paper, No. 8194, Development Research Group Macroeconomics and Growth Team, World Bank Group.
- Aizenman J., Chinn M.D., Ito H. (2008), *Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time*, NBER Working Paper, No. 14533.
- Aizenman J., Pinto B., Radziwiłł A. (2004), *Sources for Financing Domestic Capital – Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, CASE Studies & Analyses, No. 288.
- Akerlof G.A. (1970), *The Markets for „Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 84, Issue 3, s. 488–500.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2005), *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, NBER Working Paper, No. 11696.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2005a), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*, NBER Working Paper, No. 11901.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2014), *Sovereigns, Upstream Capital Flows, and Global Imbalances*, „Journal of the European Economic Association”, Vol. 12, Issue 5, s. 1240–1284.
- Ali Abbas S.M. (2004), *Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998–99)*, QEH Working Paper, No. 113.
- Ariyoshi A., Habermeier K., Laurens B., Otter-Robe I., Canales-Kriljenko J.I., Kirilenko A. (2000), *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, IMF Occasional Paper, No. 190.
- Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz Ch. (2001), *When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?*, NBER Working Paper, No. 8414.
- Azémar C., Desbordes R. (2013), *Has the Lucas Paradox Been Fully Explained?*, „Economics Letters”, Vol. 121, Issue 2, s. 183–187.
- Bacchetta P., van Wincoop E. (1998), *Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility*, NBER Working Paper, No. 6530.
- Baldwin R.E., Martin P. (1999), *Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences*, NBER Working Paper, No. 6904.
- Barrell R., Holland D., Hurst I. (2007), *Sustainable Adjustment of Global Imbalances*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, CASE Studies & Analyses, No. 343.
- Beechey M., Gruen D., Vickery J. (2000), *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*, Reserve Bank of Australia, Economic Research Department, Research Discussion Paper, No. 2000–01.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (1994), *Ekonomia*, tłum. B. Czarny et al., PWE, Warszawa, t. 1.
- Bekaert G., Campbell H.R., Lundblad Ch. (2005), *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 77, Issue 1, s. 3–55.
- Benhima K. (2013), *Financial Integration, Capital Misallocation and Global Imbalances*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 32, Issue C, s. 324–340.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy: kierunki ewolucji*, PWE, Warszawa.

- Bird G., Rajan R.S. (2000), *Restraining International Capital Movements: What Does It Mean?*, CIES Discussion Paper, No. 0014.
- Black J., Dunning J.H. (ed.) (1982), *International Capital Movements*, Macmillan, London.
- Blanchard O. (2007), *Current Account Deficits in Rich Countries*, NBER Working Paper, No. 12925.
- Blaug M. (1994), *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, tłum. I. Budzyńska et al., PWN, Warszawa.
- Block B., Forbes K. (2004), *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.
- Bloomfield A.I. (1968), *Patterns of Fluctuation in International Investment before 1914*, „Princeton Studies in International Finance”, No. 21, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Bordo M.D. (1992), *The Bretton Woods International Monetary System: The Historical Overview*, NBER Working Paper, No. 4033.
- Bordo M.D. (1993), *The Gold Standard, Bretton Woods and other Monetary Regimes: An Historical Appraisal*, NBER Working Paper, No. 4310.
- Bordo M.D. (2005), *Historical Perspective on Global Imbalances*, NBER Working Paper, No. 11383.
- Bordo M.D., Meissner Ch.M. (2005), *The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880–1913 vs. 1972–1997*, NBER Working Paper, No. 11897.
- Bordo M.D., Schwartz A.J. (1997), *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record*, NBER Working Paper, No. 6201.
- Bordo M.D., Eichengreen B., Irwin D.A. (1999), *Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?*, NBER Working Paper, No. 7195.
- Borio C., Disyatat P. (2015), *Capital Flows and the Current Account: Taking Financing (More) Seriously*, BIS Working Papers, No 525, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements.
- Brémond J., Couet J.-F., Salort M.-M. (2005), *Kompendium wiedzy o ekonomii*, tłum. K. Malaga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Broner F., Ventura J. (2016), *Rethinking the Effects of Financial Globalization*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 131, Issue 3, s. 1497–1542.
- Buczek S.B. (2005), *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Burda M., Wyplosz Ch. (2000), *Makroekonomia. Podręcznik europejski*, tłum. E. Adamowicz et al., PWE, Warszawa.
- Calderon C., Kubota M. (2013), *Sudden Stops: Are Global and Local Investors Alike?*, „Journal of International Economics”, Vol. 89, Issue 1, s. 122–142.
- Caselli F., Feyrer J. (2006), *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.
- Cavallo E.A. (2019), *International Capital Flow Reversals*, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-1040, Department of Research and Chief Economist, Inter-American Development Bank.
- Cerutti E., Claessens S., Puy D. (2015), *Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals*, IMF Working Paper, No. 127.
- Chamon M., Garcia M. (2014), *Capital Controls in Brazil: Effective?*, Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund Washington, D.C., November 13–14.
- Chinn M.D., Ito H. (2005), *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, NBER Working Paper, No. 11370.
- Chmielowski P. (2006), *Doraźne środki zaradcze w walce z kryzysem walutowym – z doświadczeń tygrysów azjatyckich*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 46–55.

- Choi W.G., Sharma S., Stromqvist M. (2007), *Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies*, IMF Working Paper, No. 151.
- Clemens M.A. (2002), *Do Rich Countries Invest Less in Poor Countries than the Poor Countries Themselves?*, Center for Global Development, Working Paper, No. 19.
- Clemens M.A., Williamson J.G. (2000), *Where Did British Foreign Capital Go? Fundamentals, Failures and the Lucas Paradox 1870–1913*, NBER Working Paper, No. 8028.
- Collins W.J., O'Rourke K.M., Williamson J. (1997), *Were Trade and Factor Mobility Substitutes in History?*, NBER Working Paper, No. 6059.
- Combes J.-L., Kinda T., Ouedraogo R., Plane P. (2019), *Financial Flows and Economic Growth in Developing Countries*, „Economic Modelling”, Vol. 83, s. 195–209.
- Commission of the European Communities (2002), *Responses to the Challenges of Globalization. A Study on the International and Financial System and on Financing for Development*, Working Document of the Commission Services, Brussels, SEC(2002) 185 final.
- Cowan K., de Gregorio J. (2005), *International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile*, NBER Working Paper, No. 11382.
- Cyrson E. (1981), *Korporacje wielonarodowe. Prawidłowości ekspansji zagranicznej*, PWN, Warszawa.
- Czarzyńska A., Śledziewska K. (2003), *Teoria integracji europejskiej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Debelle G., Galati G. (2005), *Current Account Adjustment and Capital Flows*, BIS Working Papers, No. 169.
- de Grauwe P. (2003), *Unia walutowa: funkcjonowanie i wyzwania*, tłum. W. Kozioł et al., PWE, Warszawa.
- de Long J.B., Eichengreen B. (1991), *The Marshall Plan: History's Most Successful Structural Adjustment Program*, NBER Working Paper, No. 3899.
- de Santis R.A. (2006), *The Geography of International Portfolio Flows, International CAPM and the Role of Monetary Policy Frameworks*, European Central Bank, Working Paper Series, No. 678.
- Devereux M.B., Sutherland A. (2009), *Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, No. 7273.
- Dimson E., Mussavian M. (1998), *A Brief History of Market Efficiency*, „European Financial Management”, Vol. 4, No. 1, s. 91–103.
- Dooley M.P., Isard P. (1980), *Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest-Rate Parity*, „The Journal of Political Economy”, Vol. 88, Issue 2, s. 370–384.
- Dooley M.P., Shin I. (2000), *Private Inflows when Crises are Anticipated: A Case Study of Korea*, NBER Working Paper, No. 7992.
- Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003), *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper, No. 9971.
- Dornbusch R. (1998), *Capital Controls: An Idea Whose Time is Gone*, Massachusetts Institute of Technology, March (mimeo).
- Dunning J.H. (ed.) (1974), *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*, McMillan, London.
- Dunning J.H. (1981), *Explaining the International Direct Investment Position of Countries. Towards a Dynamic or Developmental Approach*, „Weltwirtschaftliches Archiv”, Bd. 117, Nr. 1, s. 30–64.
- ECON (1999), *The Feasibility of an International „Tobin Tax”*, Economic Affairs Series, ECON EN(PE 168.215) – March.
- Edison H.J. (2000), *Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System*, International Finance Discussion Paper, No. 675, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Edwards S. (1999), *How Effective Are Capital Controls?*, NBER Working Paper, No. 7413.
- Edwards S. (2001), *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, NBER Working Paper, No. 8076.

- Edwards S. (2007), *On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances*, NBER Working Paper, No. 12904.
- Edwards S., Rigobon R. (2005), *Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability*, NBER Working Paper, No. 11434.
- Eichengreen B. (1987), *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, NBER Working Paper, No. 2193, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Eichengreen B. (2000), *From Benign Neglect to Malignant Preoccupation: U.S. Balance-of-Payments Policy in the 1960s*, NBER Working Paper, No. 7630.
- Eichengreen B. (2001), *Innovation and Integration: Europe's Economy Since 1945*, prepared for the Short Oxford History of Europe in the 20th Century (M. Fulbrook, ed.), Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2004), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Paper, No. 10497.
- Eichengreen B., Bordo M.D. (2002), *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?*, NBER Working Paper, No. 8716.
- Eichengreen B., de Macedo J.B. (2001), *The European Payments Union: History and Implications for the Evolution of the International Financial Architecture*, March (mimeo).
- Eichengreen B., Fishlow A. (1996), *Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990's?*, Occasional Paper, Council on Foreign Relations.
- Eichengreen B., James H. (2001), *Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization*, paper prepared for the NBER Conference on the History of Globalization, Santa Barbara, 4–6 May.
- Eichengreen B., Leblang D. (2002), *Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?*, NBER Working Paper, No. 9427.
- Eichengreen B., Temin P. (2001), *Counterfactual Histories of the Great Depression*, October (mimeo).
- Eichengreen B., Tobin J., Wyplosz Ch. (1995), *Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance*, „The Economic Journal”, Vol. 105, No. 428, s. 162–172.
- Eichengreen B., Csonto B., El-Ganainy A., Koczan Z. (2021), *Financial Globalization and Inequality: Capital Flows as a Two-Edged Sword*, IMF Working Paper, No. 4.
- Fajans W. (1917), *Wahania walutowe*, Gebethner i Wolff, Warszawa.
- Fama E.F. (1965), *The Behavior of Stock-Market Prices*, „The Journal of Business”, Vol. 38, No. 1, s. 34–105.
- Fama E.F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2, s. 383–417.
- Faruqee H., Li S., Yan I.K. (2004), *The Determinants of International Portfolio Holdings and Home Bias*, IMF Working Paper, No. 34.
- Feldstein M.S. (2008), *Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate*, NBER Working Paper, No. 13952.
- Fischer B., Reisen H. (1992), *Towards Capital Account Convertibility*, OECD Development Centre, OECD, Policy Brief, No. 4.
- Fischer S. (2002), *Liberalization of Global Financial Services*, Institute for International Economics, Washington, D.C., June 5 (mimeo).
- Fleming J.M. (1962), *Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates*, IMF, Staff Papers, Vol. 9, No. 3, s. 369–380.
- Forbes K.J. (2005), *The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch*, NBER Working Paper, No. 11372.
- Forbes K.J. (2008), *Why Do Foreigners Invest in the United States?*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, No. 27.
- Frankel J. (1999), *Proposals Regarding Restrictions on Capital Flows*, „The African Finance Journal”, Vol. 1, Part 1, s. 92–104.

- Fratzscher M. (2012), *Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis*, „Journal of International Economics”, Vol. 88, Issue 2, s. 341–356.
- Fratzscher M., Bussiere M. (2004), *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, European Central Bank, Working Paper, No. 348.
- Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton.
- Friedman M., Friedman R. (1980), *Free to Choose: A Personal Statement*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- Furceri D., Loungani P. (2015), *Capital Account Liberalization and Inequality*, IMF Working Paper, No. 243, November.
- Gajdka J., Walińska E. (1998), *Zarządzanie finansowe*, t. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Garbade K.D., Silber W.L. (1987), *Technology, Communication and the Performance of Financial Markets, 1840–1975*, „The Journal of Finance”, No. 33, s. 819–832.
- Gertler M. (1988), *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 20, No. 3, Part 2, s. 559–588.
- GFSR (2004), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2005), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2006), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2008), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2010), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2012), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- GFSR (2014), *Global Financial Stability Report*, April, IMF.
- Gilbert Ch.L., Irwin G., Vines D. (2001), *Capital Account Convertibility, Poor Developing Countries and International Financial Architecture*, „Development Policy Review”, No. 19, s. 121–141.
- Gourinchas P.-O., Jeanne O. (2007), *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, NBER Working Paper, 13602, November.
- Gourinchas P.-O., Rey H. (2005), *International Financial Adjustment*, Center For International and Development Economic Research, Working Paper, No. C05-139, University of California, Berkeley.
- Grossman S.J., Stiglitz J.E. (1980), *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „The American Economic Review”, Vol. 70, No. 3, s. 393–408.
- Gruszczyński M. (2002), *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Haugen R.A. (1999), *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, tłum. K. Środa, WIG-Press, Warszawa.
- Henry P.B. (2000), *Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 58, No. 1–2, s. 301–334.
- Henry P.B., Lorentzen P.L. (2003), *Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work*, Research Paper, No. 1820/2003, Stanford Center for International Development, Stanford.
- Herrmann S., Kleinert J. (2014), *Lucas Paradox and Allocation Puzzle – Is the Euro Area Different?*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, No. 06.
- Hicks J.R. (1937), *Mr. Keynes and the „Classics”: A Suggested Interpretation*, „Econometrica”, Vol. 5, No. 2, s. 147–159.
- Ilzetzki E., Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2021), *Rethinking Exchange Rate Regimes*, [w:] *Handbook in International Economics*, Vol. 5, eds. G. Gopinath, E. Helpman, K. Rogoff, Elsevier, Amsterdam.
- IMF (1993), *Balance of Payments Manual*, 5th edition.
- IMF (2000), *Globalization: Threat or Opportunity?*, IMF Issues Brief prepared by IMF Staff, No. 01.
- IMF (2000a), *Financial Derivatives. A Supplement to the Fifth Edition (1993) of the Balance of Payments Manual*.

- IMF (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)*, 6th edition.
- IMF (2021), *External Sector Report: Divergent Recoveries and Global Imbalances*, Washington, D.C., August.
- James H. (1996), *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, Oxford University Press, IMF, New York–Oxford.
- Janicka M. (2008), *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt”, nr 3, s. 34–49.
- Janicka M. (2008a), *Efektywność rynków finansowych – teoria a praktyka*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, No. 221, s. 169–179.
- Janicka M. (2010), *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Janicka M. (2016), *Lucas Paradox in the Light of Neoclassical Theory*, „Central European Review of Economics & Finance”, Vol. 11, No. 1, s. 27–40.
- Janicka M. (2022), *The Inefficiency of the Adjustment Mechanism in the Contemporary Global Economy. The Case of the United States and China*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, Vol. 25, No. 1, s. 39–53.
- Jinjarak Y., Noy I., Zheng H. (2012), *Capital Controls in Brazil – Stemming a Tide with a Signal?*, SEF Working Paper, No. 15, School of Economics and Finance Victoria University of Wellington.
- Johnson S., Mitton T. (2002), *Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 67, s. 351–382.
- Johnston R.B. (1998), *Sequencing Capital Account Liberalization*, „Finance & Development”, Vol. 35, No. 4, s. 20–23.
- Johnston R.B., Tamiris N.T. (1998), *Why Do Countries Use Capital Controls?*, IMF Working Paper, No. 181.
- Ju J., Wei S.-J. (2006), *A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows*, Research Department, IMF Working Paper, No. 178.
- Jurek M. (2005), *Pojęcie, własności i przemiany wielonarodowych systemów walutowych. Część II*, „Bank i Kredyt”, nr 3, s. 17–28.
- Kaminsky G., Schmukler S.L. (2001), *Short and Long-Run Integration. Do Capital Controls Matter?*, The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 2660.
- Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.M. (1998), *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 1.
- Kaplan E., Rodrik D. (2001), *Did the Malaysian Capital Controls Work?*, NBER Working Paper, No. 8142.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Cambridge University Press.
- Klein M. (2005), *Capital Account Liberalization, Institutional Quality, and Economic Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper, No. 11112.
- Klein M., Olivei G. (1999), *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*, NBER Working Paper, No. 7384.
- Koepke R. (2018), *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of Empirical Literature*, „Journal of Economic Surveys”, Vol. 33, Issue 2, s. 516–540.
- Kowalewski P. (2001), *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa.
- Kraay A. (1998), *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization*, The World Bank Group (mimeo).
- Krugman P.R., Obstfeld M. (2003), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, tłum. S. Ładyka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, t. 2.
- Lane P. (2012), *Financial Globalisation and the Crisis*, paper prepared for the 11th BIS Annual Conference on „The Future of Financial Globalisation”, Lucerne, June 21st–22nd (mimeo).

- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.-M. (2006a), *Exchange Rates and External Adjustment: Does Financial Globalization Matter?*, Institute for International Integration Studies, Discussion Paper, No. 129.
- Larrain M., Stumpner S. (2017), *Capital Account Liberalization and Aggregate Productivity: The Role of Firm Capital Allocation*, „The Journal of Finance”, Vol. 72, No. 4, s. 1825–1858.
- Laurens B., Cardoso J. (1998), *Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile*, IMF Working Paper, No. 168.
- Levine R. (2004), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper, No. 10766.
- Lipsey R.G., Lancaster K. (1956), *The General Theory of Second Best*, „The Review of Economic Studies”, Vol. 24, Issue 1, s. 11–32.
- Liu X., Wei S.-J., Zhou Y. (2020), *A Liberalization Spillover: From Equities to Loans*, IMF Working Paper, No. 27305.
- López G.G., Stracca L. (ed.) (2021), *Changing Patterns of Capital Flows*, Committee on the Global Financial System, BIS, CGFS Papers, No. 66.
- Lucas R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, „The American Economic Review Paper and Proceedings”, No. 80, s. 92–96.
- Lutkowski K. (1998), *Międzynarodowy system walutowy*, Poltext, Warszawa.
- Lutkowski K. (2007), *Finanse międzynarodowe: zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Magud N., Reinhart C.M. (2006), *Capital Controls: An Evaluation*, NBER Working Paper, No. 11973.
- Magud N.E., Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2011), *Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach*, NBER Working Paper, No. 16805.
- Markowitz H. (1952), *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance”, Vol. 7, No. 1, s. 77–91.
- Marston R.C. (1992), *Interest Differentials Under Fixed and Flexible Exchange Rates: The Effects of Capital Controls and Exchange Risk*, NBER Working Paper, No. 4053.
- Masson P. (2001), *Globalization: Facts and Figures*, IMF Policy Discussion Paper, No. 4.
- McKinley T. (2006), *The Monopoly of Global Capital Flows: Who Needs Structural Adjustment Now?*, International Poverty Centre, United Nations Development Programme, Working Paper, No. 12.
- Milesi-Ferretti G.-M., Tille C. (2011), *The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis*, Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research (HKIMR) Research Paper WP, No. 38.
- Milne A. (2014), *The Control and Management of International Capital Flows: A Review of the Literature*, Loughborough University (mimeo).
- Misła J. (2005), *Wymiana międzynarodowa i gospodarka światowa. Teoria i mechanizmy funkcjonowania*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Mishkin F.S. (1998), *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, NBER, Working Paper, No. 6390.
- Molle W. (2000), *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, tłum. P. Kuropatwiński et al., Fundacja Gospodarcza, Gdańsk.
- Mundell R.A. (1968), *International Economics*, Macmillan, New York.
- Najlepszy E. (red.) (2008), *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Najlepszy E., Bartosik-Purgat M. (red.) (2009), *Determinanty i wyzwania gospodarki światowej*, „Zeszyty Naukowe”, nr 126, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Nieminen M. (2017), *Patterns of International Capital Flows and Their Implications for Developing Countries*, WIDER Working Paper, No. 171, The United Nations University World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Neumann R.M. (2006), *The Effects of Capital Controls on International Capital Flows in the Presence of Asymmetric Information*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 25, Issue 6, s. 1010–1027.

- Obstfeld M. (1996), *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, „European Economic Review”, Vol. 40, No. 3–5, s. 1037–1047.
- Obstfeld M. (2005), *America's Deficit, the World's Problem*, Center for International and Development Economics Research, Institute for Business and Economic Research, UC Berkeley, „Monetary and Economic Studies” (Special Edition), Vol. 23, No. S-1.
- Obstfeld M., Rogoff K. (1994), *The Intertemporal Approach to the Current Account*, NBER Working Paper, No. 4893.
- Obstfeld M., Taylor A.M. (1997), *The Great Depression As a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run*, NBER Working Paper, No. 5960.
- Obstfeld M., Taylor A.M. (2004), *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A.M. (2004a), *Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period*, IMF Staff Papers, Vol. 51, Special Issue, s. 75–108.
- Obstfeld M., Taylor A., Shambaugh J. (2004b), *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, Center for International and Development Economics Research, Institute for Business and Economic Research, UC Berkeley, Working Paper Series, 1049.
- OECD (1999), *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, 3rd edition, Reprinted.
- Olesiński Z. (red.) (1998), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*, PWE, Warszawa.
- Oręziak L. (1999), *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa.
- Ozawa T. (1992), *Foreign Direct Investment and Economic Development*, „Transnational Corporations”, Vol. 1, No. 1, s. 27–54.
- Park S., Yang J.S. (2021), *Relationships between Capital Flow and Economic Growth: A Network Analysis*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, Vol. 72, 101345.
- Pasricha G.K., Nier E. (2022), *Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows — Background Note on Capital Flows and Capital Flow Management Measures – Benefits and Costs*, February, IMF, Washington D.C.
- Patnaik I., Shah A. (2012), *Did the Indian Capital Controls Work as a Tool of Macroeconomic Policy?*, „IMF Economic Review”, Vol. 60, s. 439–464.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.) (2003), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Plówiec U., Orłowski W. (1999), *Bilans płatniczy Polski. Wyzwania i zagrożenia*, Dom Wydawniczy Bellona, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Poret P. (1993), *Exchange Control Policy*, Centre for Co-operation with the European Economies in Transition, OECD, Paris.
- Porter M.E. (1990), *Competitive Advantage of Nations*, Free Press, New York.
- Prasad E., Rajan R.G., Subramanian A. (2006), *Patterns of International Capital Flows and Their Implications for Economic Development*, Proceedings Federal Reserve Bank of Kansas City (mimeo).
- Prasad E., Rumbaugh T., Wang Q. (2005), *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*, IMF Policy Discussion Paper, No. 001.
- Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A. (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, Occasional Paper, No. 220.
- Quinn D.P. (2003), *Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890–1999: A Synoptic View*, „International Journal of Finance and Economics”, No. 8, s. 189–204.
- Rajan R.G., Subramanian A. (2005), *What Undermines Aid's Impact on Growth?*, IMF Working Paper, No. 126.
- Rajan R.S. (2002), *The Tobin Tax Revisited: A Global Tax for Global Purposes?*, University of Adelaide, Australia (mimeo).

- Rączkowski S. (1984), *Międzynarodowe stosunki finansowe*, wyd. III zmienione, PWE, Warszawa.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2004), *Serial Default and the „Paradox” of Rich-to-Poor Capital Flows*, NBER Working Paper, No. 10296.
- Rey H. (2015), *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, NBER Working Paper, No. 21162, Issue May 2015, revised February 2018.
- Roberts H.V. (1967), *Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*, paper for the Seminar on the Analysis of security Prices, University of Chicago, May.
- Rodrik D. (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, paper for a symposium edited by P. Kenen, Princeton International Finance Section, February.
- Rodrik D. (2004), *Rethinking Growth Policies in the Developing World*, Harvard University (mimeo).
- Rodrik D. (2006), *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's „Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform”*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 44, s. 973–987.
- Rothenberg A.D., Warnock F.E. (2006), *Sudden Flight and True Sudden Stops*, NBER Working Paper, No. 12726.
- Rousseau P.L., Sylla R. (2001), *Financial Systems, Economic Growth, and Globalization*, NBER Working Paper, No. 8323.
- Rubaszek M. (2006), *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt”, nr 7, s. 14–29.
- Samuelson P.A. (1983), *Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press, Cambridge, enlarged edition (originally 1947).
- Schaal P. (1996), *Pieniądz i polityka pieniężna*, tłum. M. Rusiński, PWE, Warszawa.
- Schinasi G.J. (2004), *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper, No. 187.
- Schmitz B., von Hagen J. (2009), *Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, No. 7262.
- Schularick M. (2006), *A Tale of Two „Globalizations”: Capital Flows from Rich to Poor in Two Eras of Global Finance*, „International Journal of Finance and Economics”, No. 11, s. 339–354.
- Sharp W.F. (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance”, Vol. 19, No. 3, s. 425–442.
- Shell H.G., Zheng L. (2015), *The Interaction Effects of Globalization and Institutions on International Capital Flows*, „International Journal of Economics and Finance”, Vol. 7, No. 4, s. 12–22.
- Singh A. (2002), *Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper, No. 245.
- Sławiński A. (1992), *Polityka stabilizacyjna a bilans płatniczy*, PWN, Warszawa.
- Spence A.M. (1974), *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press, Cambridge.
- Stiglitz J.E. (1985), *Information and Economic Analysis: A Perspective*, „The Economic Journal”, No. 95, Supplement: Conference Papers, s. 21–41.
- Stiglitz J.E. (2000), *The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 115, Issue 4, s. 1441–1478.
- Stiglitz J.E. (2000a), *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, „World Development”, Vol. 28, No. 6, s. 1075–1086.
- Stiglitz J.E. (2004), *Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF*, „Oxford Review of Economic Policy”, Vol. 20, No. 1, s. 57–71.
- Stiglitz J. (2004a), *Globalizacja*, tłum. H. Simbierowicz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stiglitz J.E., Arnott R.J. (1988), *The Basic Analytics of Moral Hazard*, „The Scandinavian Journal of Economics”, Vol. 90, Issue 3, s. 383–413.
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, „The American Economic Review”, Vol. 71, Issue 3, s. 393–410.

- Sulmicki J. (2000), *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, „Ekonomista”, nr 4, s. 457–481.
- Szyszkła A. (2003), *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Taylor A.M., Williamson J.G. (1991), *Capital Flows to the New World as an Intergenerational Transfer*, NBER Working Paper Series on Historical Factors in Long Run Growth, Working Paper, No. 32.
- Tinbergen J. (1954), *International Economic Integration*, Elsevier, Amsterdam.
- Tobin J. (1958), *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, „The Review of Economic Studies”, Vol. 25, No. 2, s. 65–86.
- Tobin J. (1974), *The New Economics One Decade Older*, Princeton University Press, Princeton N.Y.
- Tobin J., Dolbear F.T. Jr (1963), *Comments on the Relevance of Psychology to Economic Theory and Research*, Cowles Foundation Paper, No. 191, reprinted from ed. S. Koch, „Psychology: Study of Science”, Vol. 6, McGraw-Hill.
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven.
- Umiński S., Stępiak A. (1998), *Możliwość wykorzystania swobodnego transferu kapitału przez polskie firmy na obszarze Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Wallmeier M., Iseli C. (2022), *Home Bias and Expected Returns: A Structural Approach*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 124, 102634.
- Wang P., Wen Y., Xu Z. (2017), *Two-way Capital Flows and Global Imbalances*, „The Economic Journal”, Vol. 127, Issue 599, s. 229–269.
- Wei S.-J. (2000), *Local Corruption and Global Capital Flows*, Brookings Institution, „Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 31, Issue 2, s. 303–354.
- Wei S.-J. (2005), *Connecting Two Views on Financial Globalization: Can We Make Further Progress?*, paper prepared for the 18th Annual TRIO Conference organized by University of Tokyo, Japan on December 9–10.
- WEO (2008), *World Economic Outlook Database*, April, IMF.
- WEO (2015), *World Economic Outlook Database*, April, IMF.
- WEO (2017), *World Economic Outlook Database*, April, IMF.
- WEO (2020), *World Economic Outlook Database*, October, IMF.
- WEO (2022), *World Economic Outlook Database*, April, IMF.
- Williamson J. (2006), *Why Capital Account Convertibility in India is Premature?*, „Economic and Political Weekly”, Vol. 41, No. 19, s. 1848–1850.
- Wojtyna A. (1994), *Neoliberalne poglądy we współczesnej polskiej myśli ekonomicznej i ich wpływ na kształt modelu transformacji*, Carl Menger Research Group, Zeszyty Naukowe, nr 4, Wydawnictwo DiG, Warszawa.
- Xafa M. (2007), *Global Imbalances and Financial Stability*, IMF Working Paper, No. 111.
- Yeyati E.L., Zúñiga J. (2016), *Varieties of Capital Flows: What Do We Know?*, Department of Research and Chief Economist, Discussion Paper, No. IDB-DP-425, Inter-American Development Bank.
- Zielonka P. (2003), *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, NBP, „Materiały i Studia”, z. 158.

Spis rysunków i tabel

Rysunek 1.1.	Efekty produkcyjne i dochodowe w sytuacji swobody przepływu kapitału	17
Rysunek 1.2.	Model IS-ML	22
Rysunek 1.3.	Model IS-LM-BP	23
Tabela 1.1.	Weryfikacja hipotez teorii rynków efektywnych	35
Tabela 1.2.	Osiąganie równowagi bilansu płatniczego: teoria absorpcyjna i teoria mone- tarna – porównanie	49
Tabela 2.1.	Rodzaje transakcji finansowych podlegające kontroli z uwzględnieniem dwukierunkowego charakteru przepływów kapitałowych	62
Tabela 3.1.	Rozkład geograficzny łącznych inwestycji Wielkiej Brytanii, Niemiec i Francji w latach 1913–1914 (%)	99
Tabela 3.2.	Inwestycje zagraniczne Wielkiej Brytanii łącznie w latach 1907–1913	100
Tabela 3.3.	Zagraniczne inwestycje Wielkiej Brytanii łącznie wg sektorów, lata 1870–1913 (%)	100
Tabela 3.4.	Stopień pokrycia emisji pieniądza przez zgromadzone zasoby złota w wybra- nych krajach (%)	103
Tabela 3.5.	Bilans płatniczy Europy w latach 1946–1947 oraz 1919–1920 (mld USD, w ce- nach bieżących)	108
Tabela 3.6.	Bilans obrotów finansowych USA w latach 1946–1968 (mld USD)	110
Tabela 3.7.	Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w USA w latach 2002–2010 (mld USD, % PKB)	126
Tabela 3.8.	Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w Chinach, lata 2002–2010 (mld USD, % PKB)	127
Tabela 3.9.	Deficyt obrotów bieżących USA i główne pozycje finansujące ten deficyt w 2006 roku (mld USD)	128
Tabela 3.10.	Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w USA w latach 2010–2020 (mld USD, % PKB)	131
Tabela 3.11.	Saldo rachunku obrotów bieżących, inwestycje i oszczędności krajowe w Chinach, lata 2010–2020 (mld USD, % PKB)	132
Tabela 4.1.	Kraje będące głównymi odbiorcami inwestycji zagranicznych łącznie w okre- sie 1913–1914	142
Tabela 4.2.	Udział krajów rozwijających się w międzynarodowych inwestycjach, 1914 (mld USD, ceny bieżące)	143
Tabela 4.3.	Wartość netto eksportu kapitału krajów rozwiniętych w latach 1890–1914, średnia z okresu (% PKB)	144
Tabela 4.4.	Struktura rezerw walutowych wybranych grup krajów w latach 1948–1980 (%)	147
Tabela 4.5.	Wartość rezerw walutowych ogółem w wybranych grupach krajów gospo- darki światowej w latach 1948–1980 (mln SDR)	148
Tabela 4.6.	Udział rezerw walutowych wybranych grup krajów w gospodarce światowej ogółem w latach 1948–1980 (%)	149

Tabela 4.7.	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna wybranych krajów i grup krajów (mld USD)	150
Tabela 4.8.	Wartość rezerw walutowych ogółem w wybranych grupach krajów gospodarki światowej w latach 1985–2008 (mln SDR)	153
Tabela 4.9.	Udział rezerw walutowych wybranych grup krajów w gospodarce światowej ogółem w latach 1985–2008 (%)	153
Tabela 4.10.	Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2003, 2005, 2007 (%)	155
Tabela 4.11.	Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2003, 2005, 2007 (%)	155
Tabela 4.12.	Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2009, 2011, 2013 (%)	156
Tabela 4.13.	Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej w latach 2009, 2011, 2013 (%)	157
Tabela 4.14.	Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w latach 2003, 2005, 2007 (% PKB)	159
Tabela 4.15.	Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej w wybranych latach okresu 1994–2007 (% PKB)	161
Tabela 4.16.	Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w latach 2003, 2005, 2007 (% PKB)	162
Tabela 4.17.	Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej w wybranych latach okresu 2009–2021 (% PKB)	163
Tabela 4.18.	Udział inwestycji w krajowe udziałowe papiery wartościowe w inwestycjach w udziałowe papiery wartościowe ogółem w wybranych krajach na koniec 1997 roku (%)	169
Tabela 4.19.	Struktura inwestycji portfolio wybranych krajów i potencjalne zyski związane ze zmianą proporcji inwestycji portfolio krajowych i zagranicznych (%)	170
Tabela 4.20.	Udział inwestycji krajowych i zagranicznych w inwestycjach ogółem inwestorów krajowych na rynkach giełdowych wybranych krajów rozwiniętych (<i>developed markets</i>), 2020 (%)	171
Tabela 4.21.	Udział inwestycji krajowych i zagranicznych w inwestycjach ogółem inwestorów krajowych na rynkach giełdowych wybranych krajów „wschodzących” (<i>emerging markets</i>), 2020 (%)	172

Monografia stanowi pierwsze na polskim rynku kompleksowe opracowanie zawierające analizy teoretycznych i praktycznych aspektów międzynarodowych przepływów inwestycji na tle rozwoju międzynarodowego systemu walutowego. Czas, w którym została ukończona, stanowi prawdopodobnie początek wykształcania się nowej globalnej architektury finansowej. Autorka w monografii nawiązała do toczącej się od lat dyskusji dotyczącej kierunków przepływu inwestycji w gospodarce światowej w odniesieniu do tzw. paradoksu Lucasa, definiowanego najczęściej w kontekście nieadekwatności modelu neoklasycznego do objaśniania kierunku przepływu kapitału inwestycyjnego w skali globalnej.

Celem publikacji jest zapoznanie czytelnika z różnymi teoriami, poglądami i danymi dotyczącymi międzynarodowych przepływów inwestycji na przestrzeni ostatnich dwóch wieków. W zglobalizowanej gospodarce transgraniczne przepływy środków finansowych stanowią istotną część zachodzących procesów gospodarczych i są ważną determinantą zmienności parametrów makroekonomicznych. Książka jest adresowana do szerokiego grona odbiorców: studentów, pracowników nauki, przedstawicieli biznesu oraz wszystkich zainteresowanych przedstawianą tematyką.

ISBN 978-83-8220-960-0

 **WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

 wydawnictwo.uni.lodz.pl

 ksiegarnia@uni.lodz.pl

 (42) 665 58 63

Książka dostępna również
jako e-book

