

DOI: 10.18559/SOEP.2017.8.5

Małgorzata Janicka

Uniwersytet Łódzki, Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów
i Inwestycji Międzynarodowych
mjanicka.uni@gmail.com

KIERUNKI PRZEPŁYWÓW KAPITAŁOWYCH WE WSPÓŁCZESNYM MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM¹

Streszczenie: Kierunki i wolumen kapitału inwestycyjnego przepływającego w gospodarce globalnej są immanentnie związane z uwarunkowaniami działania międzynarodowego systemu walutowego. Model neoklasyczny, będący głównym punktem odniesienia dla ekonomistów badających współcześnie międzynarodowe przepływy kapitału, trudno uznać za odpowiednie narzędzie badawcze. Nie uwzględnia on specyfiki funkcjonowania współczesnego systemu walutowego, nie jest także w stanie objaśnić dominujących obecnie w gospodarce światowej przepływów o charakterze dwukierunkowym. Kapitał nie płynie od krajów nadwyżkowych, rozwiniętych i bogatych, które mają jego znaczące zasoby, do krajów deficytowych, rozwijających się i ubogich, cierpiących na jego niedobór. Współczesny system walutowy stworzył takie ramy działania, że kraje rozwinięte mogą być kapitałobiorcami netto, a rozwijające się – kapitałodawcami netto. Coraz mniej zasadne staje się zarówno badanie tzw. paradoksu Lucasa, jak i współczesnych międzynarodowych przepływów kapitałowych przy wykorzystaniu modelu neoklasycznego, który zdecydowanie zbyt mocno upraszcza otaczającą nas rzeczywistość.

Słowa kluczowe: międzynarodowe przepływy kapitału, paradoks Lucasa, teoria neoklasyczna, międzynarodowy system walutowy.

Klasyfikacja JEL: F33, F21, F42.

¹ Artykuł sfinansowany z grantu badawczego NCN nr: UMO-2013/09/B/HS4/01329 pt. „Wpływ importu kapitału na wzrost gospodarczy”.

DIRECTIONS OF CAPITAL FLOWS IN CONTEMPORARY INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM

Abstract: Directions and the volume of investment capital flows in the global economy are inherently linked with circumstances surrounding the international monetary system. The neoclassical model, the main point of reference for economists who presently examine international capital flows, can hardly be considered an appropriate research tool. It does not take account the specificity of the contemporary monetary system, neither can it explain two-direction flows that have currently dominated the global economy. Capital does not flow from surplus, developed and rich countries with substantial financial resources to deficit countries, developing and poor, which suffer from capital shortage. The contemporary currency system developed an operational framework, which has enabled developed countries to become net debtors and developing countries to become net creditors. Studying the so called Lucas paradox or contemporary international capital flows using the neoclassical model, which oversimplifies the reality, has become little justified.

Keywords: international capital flows, Lucas paradox, neoclassical theory, and international monetary system.

Wstęp

Kierunki i wolumen kapitału inwestycyjnego przepływającego w gospodarce globalnej są immanentnie związane z uwarunkowaniami działania międzynarodowego systemu walutowego. W systemie waluty złotej kapitał przepływał swobodnie między krajami, system z Bretton Woods przyniósł krajom możliwość nakładania ograniczeń, kolejny – system wielodewizowy – to powrót do idei neoklasycznych i co się z tym wiąże – do swobody przepływu kapitału. Model neoklasyczny, będący głównym punktem odniesienia dla ekonomistów badających współcześnie międzynarodowe przepływy kapitału, trudno jednak uznać za odpowiednie narzędzie badawcze. Nie uwzględnia on specyfiki funkcjonowania współczesnego systemu walutowego (m.in. płynnych kursów walutowych, inwestowania na rynkach międzynarodowych ogromnych funduszy publicznych, braku jednolitych zasad funkcjonowania krajów w sferze finansów międzynarodowych), nie jest także w stanie objaśnić dominujących obecnie w gospodarce światowej przepływów o charakterze dwukierunkowym. Sam fakt propagowania idei znoszenia ograniczeń nie oznacza, że kraje gospodarki światowej rzeczywiście je zniosły, a brak pełnej liberalizacji przepływu kapitału jest istotną przeszkodą w badaniu kierunków przepływów kapitałowych przy wykorzystaniu modelu neoklasycznego.

Celem artykułu jest analiza kierunków przepływów kapitału we współczesnej gospodarce światowej z uwzględnieniem uwarunkowań działania współczesnego systemu walutowego. W artykule wykorzystano metody analizy opisowej i porównawczej.

1. Eksporterzy i importerzy kapitału netto w gospodarce globalnej

Problematyka kierunków i wolumenu przepływu kapitału w gospodarce światowej jest przedmiotem zainteresowań wielu ekonomistów, w tym także autorki niniejszego artykułu [por. Janicka 2010a, 2010b, 2012], od wielu lat. Zwykle analiza tej kwestii rozpoczyna się od przytoczenia wniosków uzyskanych przez R. Lucasa, który na podstawie przeprowadzonych badań zanegował przydatność krańcowej produktywności kapitału jako wskaźnika objaśniającego kierunki i wolumen przepływów kapitałowych w gospodarce światowej, podważając tym samym zasadność wniosków płynących z analizy modelu neoklasycznego w tym zakresie [Lucas 1990]. Zgodnie z jego oryginalnymi tezami kapitał przepływa z krajów bogatych (rozwinętych) do krajów biednych (rozwijających się) w znacznie mniejszej ilości niż wynikałoby to z różnicy w wartościach krańcowych produktywności kapitału w tych krajach. Wnioski Lucasa otworzyły dyskusję na temat, co wobec tego jest główną determinantą przepływu kapitału w gospodarce globalnej [por. m.in. Alfaro, Kalemli-Ozcan i Volosovych 2005a, 2005b; Block i Forbes 2004; Caselli i Feyrer 2006; Clemens 2002; Gourinchas i Jeanne 2007; Reinhart i Rogoff 2004]. Obecnie jako paradoks Lucasa określa się sytuację przeciwnego, niż wynikałoby to z teorii neoklasycznej, kierunku przepływu kapitałów w skali globalnej – od krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych. Warto pamiętać, że te dwa paradoksy nie są tożsame i drugi ze wskazanych należy uznać za interpretację wniosków Lucasa – z jego artykułu on nie wynika.

W modelu neoklasycznym, stworzonym na podstawie realiów funkcjonowania gospodarki globalnej w okresie waluty złotej (1870–1914), przyjęte zostało odzwierciedlające ówczesną sytuację założenie, że kraje rozwinięte są krajami nadwyżkowymi, zaś kraje rozwijające się – krajami deficytowymi. Oznacza to, że zgodnie z istniejącym wówczas stanem rzeczy kraje rozwinięte były eksporterami kapitału netto, a kraje rozwijające się – importerami kapitału netto. Trzeba však podkreślić, że teoria neoklasyczna nic nie mówi o poziomie rozwoju krajów, które są kapitałobiorcami i kapitałodawcami. W modelu neoklasycznym pojawiają się tylko kraje nadwyżkowe i kraje deficytowe, tak

więc jedynym kryterium wyznaczającym kierunek przepływu kapitału są jego zasoby i stanowiąca ich pochodną cena kapitału w badanych krajach. Przyjęte jest także (oczywiste wówczas) założenie, że państwo nie ingeruje w politykę gospodarczą, czyli obowiązuje zasada „niewidzialnej ręki rynku”, państwo nie jest także aktywnym inwestorem na międzynarodowych rynkach finansowych. Zastosowanie modelu neoklasycznego wymaga więc spełnienia określonych warunków brzegowych, które można uznać za warunki *sine qua non* prowadzenia badań z wykorzystaniem tego modelu [szerzej na ten temat: Janicka 2010a; Molle 2000; Czarczyńska i Śledziwska 2003].

W tabeli 1 przedstawione zostały kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej. Dane pochodzą z baz danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przy czym, zgodnie z przyjętymi zasadami, procentowy udział krajów w grupie eksporterów/importerów kapitału netto jest mierzony odpowiednio ich nadwyżką/deficytem notowanymi na rachunku obrotów bieżących.

Wstępna analiza danych zawartych w tabeli 1 wskazuje, że istotnie we współczesnej gospodarce mamy do czynienia z sytuacją atypową, ponieważ grupa krajów eksporterów netto kapitału składa się w znaczącej części z krajów klasyfikowanych jako rozwijające się. Kraje rozwinięte w całym badanym okresie (por. tabela 1), zgodnie z klasyfikacją MFW², to: Japonia, Niemcy, Szwajcaria, Norwegia, Tajwan, Hongkong, Francja, Singapur, Holandia, Kanada, Szwecja. W 2014 roku z grupy tej pozostały: Niemcy, Holandia, Korea, Tajwan, Singapur, Szwajcaria, Norwegia. Do grupy krajów rozwijających się można natomiast zaliczyć: Chiny, Rosję, Arabię Saudyjską, Kuwejt, Katar, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Iran, Wenezuelę, Malezję. Z wyjątkiem Chin i Malezji (Malezja pojawiła się tylko w zestawieniu 2009 roku) pozostałe kraje to producenci ropy naftowej, którzy swoje nadwyżki (na rachunku obrotów bieżących) uzyskują poprzez eksport tego surowca. Biorąc pod uwagę, jakie wartości mogą osiągać te nadwyżki, np. w 2014 roku³: Kuwejt – 31,0% PKB, Katar – 26,1% PKB; Arabia Saudyjska – 10,3% PKB; Zjednoczone Emiraty Arabskie – 13,7% PKB, przynależność tych krajów do grupy kapitałodawców netto nie powinna budzić zaskoczenia. Uwzględniając wpływy uzyskiwane przez nie z tytułu eksportu ropy naftowej, kraje te należałoby wręcz kwalifikować jako „bogate”⁴: PKB *per capita* w USD: Kuwejt – 43 tys.; Katar – 94 tys.; Arabia

² Na podstawie: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx> [dostęp: 20.11.2015].

³ Na podstawie danych MFW: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselgr.aspx> [dostęp: 20.11.2015].

⁴ Ibidem.

Tabela 1. Kraje będące głównymi eksporterami kapitału netto w gospodarce światowej, w wybranych latach w okresie 2003–2014 (w %)

2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014
Japonia (20,8)	Japonia (14,2)	Chiny (21,4)	Chiny (23,4)	Niemcy (12,8)	Niemcy (14,8)	Niemcy (18,1)	Niemcy (18,9)
Niemcy (9,8)	Chiny (13,7)	Japonia (12,6)	Niemcy (13,3)	Chiny (12,5)	Chiny (13,3)	Chiny (12,5)	Chiny (13,8)
Rosja (6,2)	Niemcy (9,7)	Niemcy (11,0)	Japonia (11,7)	Arabia Saudyjska (8,8)	Arabia Saudyjska (11,0)	Arabia Saudyjska (8,6)	Arabia Saudyjska (7,0)
Szwajcaria (6,2)	Arabia Saudyjska (7,5%)	Arabia Saudyjska (6,0)	Norwegia (4,8)	Japonia (7,5)	Szwajcaria (5,3)	Holandia (5,5)	Holandia (5,9)
Norwegia (4,6)	Rosja (7,5)	Rosja (4,5)	Rosja (4,7)	Rosja (6,3)	Rosja (5,1)	Kuwejt (4,8)	Korea (5,8)
Tajwan (4,2)	Szwajcaria (4,4)	Szwajcaria (4,2)	Szwajcaria (3,6)	Szwajcaria (5,6)	Kuwejt (4,7)	Korea (4,7)	Tajwan (4,2)
Hongkong (3,8)	Norwegia (4,3)	Norwegia (3,6)	Korea (3,5)	Kuwejt (4,6)	Norwegia (4,4)	Szwajcaria (4,1)	Kuwejt (4,0)
Francja (3,7)	Holandia (3,5)	Kuwejt (3,1)	Tajwan (3,5)	Norwegia (4,4)	Holandia (4,0)	Katar (3,9)	Singapur (3,9)
Singapur (3,7)	Singapur (2,9)	Holandia (3,0)	Holandia (3,4)	Holandia (3,9)	Japonia (3,7)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (3,9)	Rosja (3,8)
Arabia Saudyjska (3,6)	Kuwejt (2,8)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (2,5)	Singapur (2,8)	Singapur (3,6)	Katar (3,4)	Tajwan (3,8)	Katar (3,5)
Chiny (3,3)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (2,6)	Singapur (2,3)	Kuwejt (2,8)	Iran (3,2)	Singapur (3,2)	Singapur (3,6)	Szwajcaria (3,2)
Holandia (3,3)	Wenezuela (2,2)	Szwecja (2,3)	Malezja (2,4)	Katar (3,1)	Tajwan (3,1)	Norwegia (3,6)	Zjednoczone Emiraty Arabskie (3,2)
Kanada (2,3)	Kanada ((2,2)	Tajwan (1,9)	Szwecja (2,1)	Tajwan (2,6)	Korea (2,7)	Japonia (2,3)	Norwegia (2,8)
Pozostałe kraje (25,2)	Pozostałe kraje (22,6)	Pozostałe kraje (21,5)	Pozostałe kraje (18,0)	Pozostałe kraje (21,2)	Pozostałe kraje (21,3)	Pozostałe kraje (20,7)	Pozostałe kraje (12,7)

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

Saudyjska – 24 tys.; Zjednoczone Emiraty Arabskie – 43 tys., jednak poziom rozwoju społeczno-gospodarczego sytuuje je w grupie krajów rozwijających się. Jeśli chodzi o Chiny, kraj ten utrzymuje ograniczenia wobec swobody przepływu kapitałów i zarządza poziomem kursu walutowego, prowadząc aktywną politykę proeksportową, gromadzi ogromne rezerwy walutowe⁵, które następnie inwestuje na rynkach międzynarodowych. Chiny to bogaty kraj niezamożnych obywateli (PKB *per capita* w 2014 roku: 7,6 tys. USD). Nie ulega wątpliwości, że stroną podażową na międzynarodowym rynku finansowym tworzą kraje nadwyżkowe, które składają się z krajów rozwiniętych i krajów wyposażonych w wyjątkowe zasoby naturalne, których nie można zastąpić dobrami wytworzonymi w procesie produkcji, czyli przede wszystkim w ropę naftową. Uwzględniając fakt, że głównym motywem przepływu kapitału w modelu neoklasycznym jest różne wyposażenie krajów w kapitał, nie ulega wątpliwości, że kraje te posiadają (choć z różnych względów) znacznie większe relatywne zasoby kapitału niż pozostałe kraje gospodarki światowej. O żadnym paradoksie, w rozumieniu przeciwnego niż wynikałby z teorii neoklasycznej kierunku przepływu kapitału, nie może być w tej sytuacji mowy.

Jeśli chodzi o drugą stronę, czyli kapitałobiorców netto, dane w tym zakresie zostały zawarte w tabeli 2. Również w tym przypadku sytuacja zdaje się być atypowa, ponieważ grupa ta składa się przede wszystkim z krajów rozwiniętych, wśród nich są następujące kraje: USA, Wielka Brytania, Australia, Francja, Włochy, Hiszpania, Grecja. Kraje rozwijające się to: Brazylia, Meksyk, Turcja i Indie. Uwzględniając wartość importowanego kapitału netto, nie ulega wątpliwości, że dominują tu kraje rozwinięte, przy czym na dwóch pierwszych miejscach znajdują się USA i Wielka Brytania. USA to kraj lider systemu wielodewizowego, na jego rynek napływają kapitały z całej gospodarki globalnej, w tym lokowane są rezerwy walutowe zdecydowanej większości krajów. Londyn w Wielkiej Brytanii stanowi centrum światowego rynku eurowalutowego, działa tam największy rynek walutowy w gospodarce światowej. Nowy Jork i Londyn to dwa największe światowe centra finansowe [*The Global Financial Centres Index* 18, s. 4]. Centra finansowe o znaczących rozmiarach posiadają także Kanada i Australia. W tej sytuacji fakt, że kraje te znalazły się w grupie importerów kapitału netto, nie budzi już takiego zaskoczenia. Do innej grupy należy natomiast zaliczyć Hiszpanię, Włochy, Francję i Grecję. Kraje te należą do strefy euro i w badanym okresie tworzyły grupę kapitałobiorców netto w ramach strefy euro. Wprowadzenie wspólnej

⁵ W 1992 roku ich wartość wynosiła ok. 24 mld USD, zaś w 2014 roku ok. 3,9 bln USD. Na podstawie: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD/countries> [dostęp: 15.11.2015].

waluty i wspólnej polityki pieniężnej oraz niska konkurencyjność eksportu spowodowały, że ta grupa krajów stała się zależna od finansowego wsparcia innych krajów strefy euro, w tym m.in. Niemiec. Z uwagi na fakt, że ww. kraje są członkami unii walutowej, nie można rozpatrywać ich sytuacji w ten sam sposób, jak krajów, które zachowały niezależność monetarną i własną walutę. Pozostałe kraje to kraje rozwijające się, czyli te, które zgodnie z teorią powinny korzystać z nadwyżek finansowych wypracowanych przez kraje rozwinięte.

Tabela 2. Kraje będące głównymi importerami kapitału netto w gospodarce światowej, w wybranych latach w okresie 2003–2014 (w %)

2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014
USA (74,2)	USA (65,1)	USA (49,4)	USA (41,7)	USA (38,5)	USA (37,4)	USA (34,2)	USA (35,5)
Australia (3,5)	Hiszpania (6,8)	Hiszpania (9,3)	Hiszpania (7,3)	Turcja (6,3)	Indie (7,3)	Wielka Brytania (7,6)	Wielka Brytania (14,0)
Hiszpania (3,0)	Wielka Brytania (3,9)	Wielka Brytania (9,1)	Włochy (7,0)	Włochy (5,7)	Wielka Brytania (6,7)	Brazylia (7,3)	Brazylia (7,9)
Wielka Brytania (2,3)	Australia (3,4)	Australia (3,4)	Francja (3,9)	Francja (5,0)	Kanada (5,3)	Turcja (5,9)	Turcja (5,9)
Włochy (2,1)	Francja (2,7)	Włochy (3,2)	Australia (3,7)	Hiszpania (4,5)	Francja (4,9)	Kanada (5,3)	Australia (3,4)
Meksyk (1,9)	Włochy (2,2)	Grecja (2,9)	Kanada (3,6)	Brazylia (4,3)	Australia (4,4)	Australia (4,0)	Kanada (3,4)
Grecja (1,5)	Turcja (1,9)	Turcja (2,5)	Grecja (3,5)	Kanada (4,0)	Brazylia (4,3)	Francja (4,0)	Francja (2,6)
Pozostałe kraje (11,5)	Pozostałe kraje (14,1)	Pozostałe kraje (20,2)	Pozostałe kraje (29,3)	Pozostałe kraje (31,8)	Pozostałe kraje (29,7)	Pozostałe kraje (31,7)	Pozostałe kraje (45,6)

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

Uwzględniając uwarunkowania działania krajów eksporterów i importerów kapitału netto, trudno dostrzec występowanie paradoksu Lucasa postrzeganego w kategoriach przeciwnych niż wynika z teorii neoklasycznej kierunków przepływu kapitału. Kapitał płynie od krajów nadwyżkowych do deficytowych, kraje nadwyżkowe to zarówno kraje rozwinięte, jak i rozwijające się, podobnie jak kraje deficytowe. Przynależność do grupy kapitałobiorców bądź kapitałodawców nie jest pochodną klasyfikacji wg poziomu rozwoju

przygotowanej przez MFW, a wynika z realnego usytuowania krajów w gospodarce globalnej. O nadwyżce finansowej kraju (rozumianej jako nadwyżka na rachunku obrotów bieżących) nie decyduje tylko wydajność produkcji i poziom technologiczno-organizacyjny, ale także unikalne i pożądane zasoby naturalne, których (obecnie) nie można niczym zastąpić. Deficyt posiadają nie tylko kraje rozwijające się, które korzystają z zasobów krajów rozwiniętych (zgodnie z teorią wymiany międzyokresowej), ale także kraje rozwinięte, które mają zapewnione finansowanie z zewnątrz, jak centra finansowe czy kraje członkowskie strefy euro. Nie sposób tu dostrzec niezgodnego z teorią paradoksu w rozumieniu współczesnym, choć już odwołanie się do oryginalnego paradoksu Lucasa przyniosłoby inne wnioski. Kapitał w gospodarce globalnej rzeczywiście nie płynie w takich ilościach, że następuje wyrównanie jego produktywności krańcowych. Wynika to nie tylko z faktu, że teoria neoklasyczna nie uwzględnia kategorii ryzyka⁶, ale także z tego, że istotną część kapitału inwestowanego na międzynarodowych rynkach finansowych stanowią środki publiczne, rezerwy walutowe i środki państwowych funduszy inwestycyjnych, w przypadku których wysokość stopy zwrotu nie stanowi kluczowego kryterium wyboru inwestycji, równie ważne są kryteria bezpieczeństwa inwestycji, horyzontu inwestycyjnego i płynności. Oznacza to, że model neoklasyczny nie znajduje zastosowania do objaśniania tej kategorii przepływów, ponieważ wymienione parametry nie są w nim uwzględnione.

2. Kształtowanie się sald rachunków obrotów bieżących wiodących krajów i regionów

W tabeli 3 zestawione zostały wartości salda rachunku obrotów bieżących w odniesieniu do PKB dla najważniejszych krajów i grup krajów gospodarki światowej.

Analiza danych zawartych w tabeli 3 wskazuje, że światowy kryzys gospodarczy, który uderzył w większość krajów gospodarki globalnej w 2008 roku, można uznać za katalizator zmian odnośnie do kształtowania się salda bilansu obrotów bieżących w tych krajach. Uwzględniając główne grupy krajów – kraje rozwinięte jako grupa wykazywały deficyt, tendencja zmieniła się w 2012 roku, przy czym na razie wydaje się trwała. Kluczowy wpływ na tę zmianę wywarła zmiana, która nastąpiła w krajach strefy euro. Strefa

⁶ Tymczasem np. w przypadku systemu kursów płynnych ryzyko walutowe jest bardzo istotne i wpływa na kierunki przepływu kapitału w skali globalnej.

Tabela 3. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w wybranych latach w okresie 2003–2014 (w % PKB)

Kraje/regiony	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014
Kraje rozwinięte	-0,7	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2	0,0	0,4	0,4
USA	-4,8	-5,9	-5,1	-2,7	-3,1	-2,8	-2,3	-2,2
Japonia	3,2	3,6	4,8	2,8	2,0	1,0	0,8	0,5
Wielka Brytania	-1,3	-2,6	-2,5	-1,5	-1,9	-3,7	-4,5	-5,9
Strefa euro, w tym:	0,5	0,5	0,4	-0,2	0,1	1,2	1,8	2,2
Niemcy	1,9	5,1	7,4	5,9	5,7	6,8	6,4	7,4
Hiszpania	-3,5	-7,4	-10,0	-5,2	-3,7	-0,3	1,4	1,8
Holandia	5,5	7,4	6,7	4,2	7,5	10,9	10,8	10,2
Grecja	-6,4	-7,4	-14,4	-11,0	-9,7	-2,5	0,6	0,9
Portugalia	-6,1	-10,3	-10,1	-10,9	-6,4	-2,0	1,4	0,6
Luksemburg	8,0	11,5	10,1	6,5	6,9	5,7	4,7	5,1
Kraje Europy Środkowo- -Wschodniej	-4,2	-5,2	-8,3	-3,1	-6,4	-4,5	-3,8	-2,9
Polska	-2,1	-2,4	-6,2	-4,0	-6,4	-4,5	-3,8	-2,9
Rosja	8,2	11,1	5,9	4,0	5,5	3,5	1,6	1,4
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	2,7	3,4	6,6	3,8	0,9	1,0	0,7	3,2
Chiny	2,8	5,9	10,1	5,2	1,8	2,5	1,6	2,1
Indie	1,5	-1,3	-0,7	-2,1	-4,2	-4,8	-1,7	-1,3
Środkowy Wschód i Pół- nocna Afryka, w tym:	8,3	16,0	14,6	2,5	13,2	12,0	10,2	5,6
Kuwejt	19,7	37,2	36,8	24,4	41,8	45,2	41,2	31,0
Arabia Saudyjska	13,1	28,5	24,3	5,6	24,4	22,4	18,2	10,3
Zjednoczone Emiraty Arabskie	8,6	12,4	6,9	3,4	14,7	21,3	18,4	13,7

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

euro jako całość przez cały okres badawczy wykazywała nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (niewielki deficyt tylko w 2009 roku), jednak w 2012 roku wartość tej nadwyżki, odniesiona do PKB strefy euro, uległa zdecydowanemu wzrostowi. Złożył się na niego nie tylko wzrost nadwyżki w krajach tradycyjnie „nadwyżkowych”, czyli w Niemczech i w Holandii, ale także istotna redukcja deficytów w krajach tradycyjnie „deficytowych”, czyli w Hiszpanii, Grecji i Portugalii (deficyty te zniknęły w 2013 roku, obecnie kraje te wykazują nadwyżki). Warto także zauważyć, że wśród badanych grup krajów zarówno kraje rozwijające się Azji, jak i kraje Środkowego Wschodu i Północnej Afryki przez cały analizowany okres wykazywały nadwyżki. Wartość tych nadwyżek fluktuuje z uwagi na spadającą nadwyżkę w Chinach i spadek cen surowców na rynkach międzynarodowych, w tym szczególnie spadek cen ropy naftowej.

Krajami „deficytowymi” były natomiast, i są nadal, kraje Europy Środkowo-Wschodniej, z których większość to kraje członkowskie Unii Europejskiej, za część – także strefy euro. Prezentowane w tabeli 4 dane wskazują, że w 2007 roku, czyli tuż przed wybuchem kryzysu, stosunek tych krajów do kwestii równowagi zewnętrznej, postrzeganej poprzez pryzmat kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących do PKB, należy uznać w wielu przypadkach za dość nonszalancki. Jeśli przyjąć uproszczoną interpretację wytycznych UE [Report 2015] odnośnie do kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących względem PKB⁷ (czyli pomiędzy -4% PKB i +6% PKB), to widać wyraźnie, że w 2007 roku żaden z krajów nie spełniał tego kryterium, co więcej, jego przekroczenia były bardzo znaczące. Kryzys istotnie wpłynął na redukcję deficytu na rachunkach obrotów bieżących w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, zmiany są widoczne już w 2009 roku. W 2014 roku większość z nich wykazała nadwyżki lub utrzymała niewielkie deficyty. Do wyjątków pod tym względem można zaliczyć kraje, które nie należą do Unii Europejskiej. Wydaje się, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej zbyt przywiązały się do idei teorii wymiany międzyokresowej, która mogła stanowić swoiste usprawiedliwienie tak znaczących deficytów, jednak budzi zdziwienie brak obaw tych krajów o konsekwencje związane z nadmiernym uzależnieniem się od napływu kapitału zagranicznego.

Redukcja deficytu na rachunku obrotów bieżących oznacza, że kraj zgłasza mniejsze zapotrzebowanie na walutę obcą, czyli nie musi przyciągać na rynek krajowy dużych ilości kapitału zagranicznego w celu pokrycia niedoboru

⁷ Zamiast średniej kroczącej z trzech ostatnich lat przyjęta została jednoroczna wartość wskaźnika.

wynikającego z istniejącego deficytu⁸. W przypadku wypracowania nadwyżki kraj redukuje przyrost swoich zobowiązań względem zagranicy, co znajduje wyraz w kształtowaniu się MPI netto (międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto) rok do roku. Zmiana kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących może oznaczać zmianę kierunku przepływu kapitału w gospodarce globalnej.

Tabela 4. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej, saldo rachunku obrotów bieżących w wybranych latach w okresie 2003–2014 (w % PKB)

Kraj	2007	2009	2011	2012	2013	2014
Europa Środkowo-Wschodnia	-8,3	-3,1	-6,0	-4,5	-3,8	-2,9
Albania	-10,4	-13,5	-13,2	-10,2	-10,7	-13,0
Bośnia i Hercegowina	-10,7	-6,3	-8,3	-8,9	-5,8	-7,7
Bułgaria	-25,2	-8,9	1,9	-1,1	2,3	0,0
Chorwacja	-7,3	-5,0	-0,8	-0,1	0,8	0,7
Republika Czech	-4,4	-2,5	-2,9	-1,6	-0,5	0,6
Estonia	-15,9	3,7	1,3	-2,4	-1,1	0,1
Węgry	-7,3	-0,2	1,1	1,8	4,0	4,0
Łotwa	-22,4	8,7	-1,2	-3,3	-2,3	-3,1
Litwa	-14,5	4,7	-3,8	-1,2	1,6	0,1
Macedonia	-7,1	-6,8	-2,8	-2,9	-1,8	-1,3
Republika Czarnogóry	-39,5	-29,6	-19,4	-18,7	-14,6	-15,4
Polska	-6,2	-4,0	-4,3	-3,4	-1,3	-1,3
Rumunia	-13,4	-4,2	-4,2	-4,5	-0,8	-0,4
Serbia	-16,1	-7,1	-9,1	-11,5	-6,1	-6,0
Słowacja	-5,3	-3,2	-5,0	0,9	1,5	0,1
Turcja	-5,9	-2,2	-9,9	-6,2	-7,9	-5,8

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

W opracowaniach poruszających kwestie kierunku przepływu kapitału w gospodarce globalnej zwykle wykorzystywane są dane względne w zakresie kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących poszczególnych krajów/grup krajów, wartość salda odnoszona jest do PKB. Obok wartości względnych warto dokonać także analizy wartości bezwzględnych, które obrazują wartość analizowanych sald, a co się z tym wiąże – skalę przepływów międzynarodowych będących pochodną ich zróżnicowanego kształtowania się. Wartości względne pokażą nam potencjalny kierunek przepływu i ewentualny problem danego kraju z utrzymaniem równowagi zewnętrznej. Niestety,

⁸ W innej sytuacji były kraje strefy euro, które dzięki posiadaniu wspólnej waluty nie obawiały się wybuchu kryzysu walutowego w warunkach narastającej nierównowagi zewnętrznej.

wartości bezwzględne dla wybranych grup krajów/krajów nie są dostępne dla wszystkich badanych lat (por. tabela 5).

Tabela 5. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych krajów w wybranych latach w okresie 2003–2014 (w mld USD)

Kraje/regiony	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014
Kraje rozwinięte	-207,0	-438,7	-353,5	-80,7	-50,2	-9,3	193,4	189,5
USA	-522,1	-754,9	-718,6	-384,0	-460,4	-449,7	-376,8	-388,5
Japonia	136,2	165,7	212,1	245,3	129,8	59,7	40,7	24,4
Wielka Brytania	-	-	-81,3	-64,5	-43,3	-98,2	-119,8	-173,9
Strefa euro, w tym:	45,2	23,3	10,6	-21,8	10,0	154,1	236,6	274,8
Niemcy	-	-	232,5	196,5	229,0	240,8	238,7	286,4
Hiszpania	-	-	-142,9	-64,3	-47,4	-3,8	20,0	11,2
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej	-37,2	-61,3	-124,7	-53,4	-118,6	-80,7	-72,5	-55,7
Rosja	-	-	71,3	50,4	97,3	71,3	34,1	59,5
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	82,6	161,4	395,8	275,3	99,4	120,8	103,4	208,2
Chiny	-	-	353,2	243,3	136,1	215,4	148,2	219,7
Indie	-	-	-15,7	-38,2	-78,1	-88,2	-32,4	-27,5
Środkowy Wschód i Północna Afryka	-	-	421,6	135,0	626,5	599,5	461,0	296,7

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

W 2007 roku, czyli rok przed wybuchem kryzysu, ujemne saldo rachunku obrotów bieżących w USA wyniosło ponad 718 mld USD! W tym samym roku nadwyżka Niemiec wyniosła 232 mld USD, Japonii – 212 mld USD, a Chin – 353 mld USD. W 2014 roku widoczna jest istotna korekta tych wartości, choć tendencja została utrzymana. USA nadal miały deficyt, ale wyniósł on ok. 388 mld USD, nadwyżka Niemiec znacząco wzrosła – do 286 mld USD, Japonii – bardzo spadła i wyniosła ok. 24 mld USD, zaś Chin – ok. 220 mld USD⁹. Zmiana parametrów, czyli wartości bezwzględnej sald rachunku obrotów bieżących, oznacza korektę wolumenu kapitału przepływającego w skali globalnej, spadek pogłębiania się integracji finansowej postrzeganej jako spadek tempa wzrostu wartości aktywów i pasywów zagranicznych w skali globalnej

⁹ Gwoli porównania, rezerwy walutowe Polski w tym czasie miały wartość ok. 67 mld USD (na koniec grudnia), a ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących w Polsce wyniosło 27 mld USD. W 2014 roku rezerwy walutowe Polski miały wartość ok. 100 mld USD, zaś ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących w Polsce wyniosło ok. 11 mld USD. Dane dotyczące Polski: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy.html [dostęp: 15.11.2015].

i powrót wielu krajów do stanu równowagi zewnętrznej, rozumianej jako zredukowanie wartości salda rachunku obrotów bieżących.

Wśród wielu interesujących danych znajdujących się w tabeli 5 warto skupić przez chwilę uwagę na ewolucji wartości salda rachunku obrotów bieżących w dwóch krajach „nadwyżkowych”: Niemczech i Chinach. Jak już wcześniej wspomniano, współczesny międzynarodowy system walutowy nie nakłada na kraje wystandaryzowanych wymogów z zakresie kształtowania polityki odnoszącej się do kursów walutowych czy stopnia otwartości kraju na otoczenie zewnętrzne. Te dwa kraje, osiągające znaczące nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, łączy realizacja proekspansyjnej strategii wzrostu gospodarczego, dzieli polityka kursowa i stopień otwartości na otoczenie zewnętrzne. Niemcy są członkiem strefy euro, wspólna waluta daje im bardzo konkretne korzyści – wzrost nadwyżki na rachunku obrotów bieżących Niemiec nie powoduje jej aprecjacji, a wręcz przeciwnie – w okresie kryzysu pojawiły się okresy deprecjacji euro względem innych kluczowych walut gospodarki światowej, będące pochodną załamania gospodarek krajów Południa strefy euro. Niemcy są krajem otwartym na otoczenie zewnętrzne. Chiny stabilizują kurs juana, choć mniej intensywnie niż dekadę wcześniej, utrzymują ograniczenia wobec swobody przepływu kapitału. O ile jednak Chiny, ze swoją masową i taną ofertą, podbijały rynki międzynarodowe do momentu wybuchu kryzysu, o tyle Niemcy, oferujący dobra wysokiej jakości, wysoce zaawansowane technologicznie, nie tylko nie odczuli boleśnie skutków kryzysu, a wręcz przeciwnie – ich gospodarka znajduje się w doskonałej kondycji. Niemcy inwestują na międzynarodowych rynkach finansowych przede wszystkim środki prywatne, Chiny – środki publiczne. Biorąc pod uwagę obecny rozwój sytuacji, można przypuszczać, że rola Niemiec jako głównego kapitałodawcy netto w gospodarce globalnej będzie rosła, zaś Chin – relatywnie malała, jeśli kraj ten nie zmieni realizowanego modelu konkurencyjności (zarządzanie kursem walutowym, niskie koszty produkcji) na rynkach międzynarodowych.

3. Oszczędności i inwestycje w gospodarce światowej

Kierunki przepływu kapitałów w skali globalnej mogą być także rozpatrywane z punktu widzenia kształtowania się wolumenu oszczędności i inwestycji w poszczególnych krajach/grupach krajów. Kraje, które inwestują więcej, niż są w stanie zaoszczędzić, muszą korzystać z oszczędności zagranicznych (kapitałobiorcy netto), przeciwnie do krajów, w których oszczędności przeważają nad inwestycjami (kapitałodawcy netto). Zgodnie z teorią wymiany

Tabela 6. Oszczędności i inwestycje w wybranych krajach/grupach krajów w okresie 2003–2014 (w % PKB)

Kraje/regiony	1994–2001 (przeciętnie)	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014
Kraje rozwinięte									
Oszczędności	21,6	19,1	19,7	20,7	17,2	18,5	21,2	21,4	21,7
Inwestycje	21,8	19,9	20,9	21,6	17,7	18,8	20,8	20,6	20,8
USA									
Oszczędności	17,0	13,3	14,0	14,6	15,0	15,7	17,7	18,2	18,8
Inwestycje	19,6	18,4	19,9	19,6	18,4	18,5	19,4	19,5	19,9
Strefa euro									
Oszczędności	21,3	20,7	20,9	22,9	19,0	22,3	22,2	22,3	22,7
Inwestycje	21,0	20,1	20,8	22,6	19,0	21,5	20,1	19,6	19,4
Kraje rozwijające się i rynki wschodzące									
Oszczędności	24,1	27,7	31,3	33,1	32,1	33,6	32,8	32,0	32,1
Inwestycje	24,8	25,7	27,2	29,2	30,5	31,8	31,6	31,4	31,6
Grupy regionalne									
Afryka									
Oszczędności	18,5	21,4	24,3	24,8	–	–	–	–	–
Inwestycje	19,5	21,8	22,5	24,5	–	–	–	–	–
Europa Środkowo-Wschodnia									
Oszczędności	20,2	17,0	17,5	16,3	16,0	16,8	16,5	16,6	17,3
Inwestycje	22,8	21,2	22,2	24,7	19,1	22,7	21,0	20,4	20,1
Wspólnota Niepodległych Państw									
Oszczędności	24,6	27,5	29,7	30,7	21,9	29,1	26,6	23,1	23,4
Inwestycje	21,0	21,2	21,0	26,7	19,1	24,4	24,0	22,3	21,0
Kraje rozwijające się Azji									
Oszczędności	32,7	36,6	41,3	43,5	45,3	43,5	42,8	42,3	42,7
Inwestycje	32,4	33,8	37,2	36,9	41,4	41,7	41,8	41,6	41,3
Środkowy Wschód									
Oszczędności	25,2	31,3	42,0	44,7	–	–	–	–	–
Inwestycje	22,1	23,0	22,3	24,9	–	–	–	–	–
Środkowy Wschód i Północna Afryka									
Oszczędności	–	–	–	–	31,5	39,6	38,3	35,5	31,5
Inwestycje	–	–	–	–	29,0	26,6	26,4	24,9	25,5

Źródło: Na podstawie: *World Economic Outlook*, April (różne lata), IMF, www.imf.org.

międzyokresowej do pierwszej grupy powinny przede wszystkim należeć kraje rozwijające się, zaś drugą grupę powinny tworzyć kraje rozwinięte. Te ostatnie, wypracowujące relatywnie wysokie PKB *per capita*, w których występują często problemy demograficzne (starzejące się społeczeństwa), powinny używać gromadzonych oszczędności krajom rozwijającym się, które dzięki tym środkom finansowym mogą zbudować swój potencjał gospodarczy, a w przyszłości zwrócić użyte środki wraz z wypracowanymi zyskami. Przepływające dzięki temu strumienie kapitału inwestycyjnego są pożądane zarówno z punktu widzenia krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się.

Dane zawarte w tabeli 6 nie potwierdzają jednak prawdziwości tej tezy. Kraje rozwinięte aż do 2011 roku oszczędzały mniej niż inwestowały, choć różnica między tymi dwiema kategoriami nie była znacząca. Niewątpliwie w grupie krajów rozwiniętych szczególną uwagę zwraca sytuacja kraju lidera, czyli Stanów Zjednoczonych. Kraj ten konsekwentnie inwestuje więcej niż jest w stanie zgromadzić oszczędności i ten fakt nie jest specjalnie zaskakujący, ponieważ z wcześniejszych rozważań wiadomo, że w USA saldo bilansu obrotów bieżących jest w całym badanym okresie ujemne. To, co może budzić zaskoczenie, to skala amerykańskich oszczędności. W 2003 roku udział oszczędności w PKB wyniósł w USA nieco ponad 13%, takie wartości nie są spotykane nawet w krajach rozwijających się, a w kraju będącym liderem międzynarodowego systemu walutowego i gospodarki światowej wartość ta jest szokująco niska. Kryzys finansowy, który wybuchł w 2008 roku, spowodował zmianę sytuacji, choć dane wskazują, że zmiana ta nie postępuje szybko. Oszczędności w USA cały czas rosną, jednak do 2014 roku ich wartość odniesiona do PKB nie przekroczyła 20%. Strefa euro jako całość (z wyjątkiem krytycznego roku kryzysu, czyli 2009 roku) wykazywała oszczędności wyższe niż 20% PKB. Dane wyraźnie wskazują, że stopa inwestycji jest w USA relatywnie stała i oscyluje w granicach 19% PKB, gospodarka amerykańska ma natomiast problem z akumulacją oszczędności na poziomie odpowiadającym inwestycjom. Ten problem nie występuje natomiast w krajach rozwijających się, które jako grupa wykazują nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami. Sytuacja kształtuje się odmiennie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w których w całym badanym okresie inwestycje przeważają nad oszczędnościami. Należy przy tym wskazać, że w krajach tych, podobnie jak USA, stopa oszczędności pozostaje na relatywnie niewysokim poziomie i także nie przekracza 20% PKB. Argument, że kraje rozwijające się oszczędzają mniej, ponieważ PKB *per capita* jest w nich niższy niż w krajach rozwiniętych, nie może się obronić, ponieważ pozostałe kraje rozwijające się, nie tylko producenci ropy naftowej, są w stanie osiągnąć ów wskaźnik. Relatywnie niskie

oszczędności i wysokie (w stosunku do zgromadzonych oszczędności) inwestycje powodują, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej są biorcami kapitału netto na rynkach międzynarodowych.

Kierunki przepływu kapitału są więc także pochodną kształtowania się wolumenu oszczędności i inwestycji w poszczególnych krajach i regionach gospodarki światowej. Podział na kraje rozwinięte i rozwijające się w tym przypadku również traci rację bytu. Zgodnie z teorią neoklasyczną kraje rozwinięte powinny gromadzić znaczące oszczędności, które byłyby przekazywane w części na inwestycje w gospodarkę krajową, a w części lokowane są w krajach rozwijających się, których potrzeby inwestycyjne są większe niż możliwości. Współczesny międzynarodowy system walutowy nie potwierdza prawdziwości teorii wymiany międzykresowej: kraje rozwijające się oszczędzają więcej niż inwestują (z wyjątkami), bojąc się nadmiernego uzależnienia od kapitału zagranicznego. Kraje rozwinięte inwestują więcej niż oszczędzają (także z wyjątkami), nie obawiając się destabilizacji swoich rozwiniętych gospodarek i systemów finansowych. Korekta tej atypowej sytuacji nastąpiła dopiero po wybuchu kryzysu finansowego.

Zakończenie

Kierunki przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej nie są zgodne z kierunkami, które wynikałyby z prostej analizy modelu neoklasycznego. Kapitał nie płynie od krajów nadwyżkowych, rozwiniętych i bogatych, które mają jego znaczące zasoby, do krajów deficytowych, rozwijających się i ubogich, cierpiących na jego niedobór. Sytuacja taka nie może być jednak definiowana jako „paradoks”. Zgodnie z teorią neoklasyczną kapitał płynie od krajów nadwyżkowych do deficytowych, i tak się dzieje. To, że w systemie waluty złotej grupy te były przejrzyście zdefiniowane, nie oznacza, że w systemie wielodewizowym, który działa na innych zasadach, inaczej funkcjonuje także gospodarka globalna, grupy te muszą być określone w ten sam sposób. Kraje nadwyżkowe mogą być krajami rozwijającymi się, kraje deficytowe – krajami rozwiniętymi. Współczesny system walutowy stworzył takie ramy działania, że kraje rozwinięte mogą być kapitałobiorcami netto, a rozwijające się – kapitałodawcami netto. Szczególnie wyjątkowy jest przypadek Chin, kraju rozwijającego się, który zgromadził ogromne rezerwy walutowe (będące środkami publicznymi) i inwestuje środki z tych rezerw na rynkach międzynarodowych, przy czym kryterium oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji nie jest w tym przypadku głównym kryterium. Jednocześnie mimo owych rezerw,

PKB *per capita* w Chinach jest na relatywnie niskim poziomie, stąd nie sposób jednoznacznie stwierdzić, czy Chiny należy uznać za kraj zamożny (patrząc na zasoby rezerw walutowych), czy ubogi (patrząc na PKB *per capita*). Trudno w takim razie mówić tu o paradoksie Lucasa, wydaje się wręcz, że bezzasadne staje się badanie współczesnych międzynarodowych przepływów kapitałowych przy wykorzystaniu modelu neoklasycznego, który zdecydowanie zbyt daleko upraszcza otaczającą nas rzeczywistość.

Bibliografia

- 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., 2005b, *Capital Flows in a Globalized World: the Role of Policies and Institutions*, NBER Working Paper, no. 11696.
- 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, www.whitehouse.gov/cea/forbes-capitalflows-mythstealities-20041104.pdf.
- 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, www.imf.org/external/np/res/seminars/2006/arc/pdf/cas.pdf.
- 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, <http://www.cgdev.org/content/publications/detail/2771>.
- Czarczyńska, A., Śledziwska, K., 2003, *Teoria integracji europejskiej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Gourinchas, P.-O., Jeanne, O., 2007, *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, NBER Working Paper, no. 13602.
- Janicka, M., 2010a, *Liberalizacja przepływu kapitału w gospodarce globalnej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Janicka, M., 2010b, *Directions of Capital Movements in Developing Countries of Asia and Central and Eastern Europe*, in: Bukowski, S. (Ed.), *Global Economy Challenges of the 21st Century*, Technical University of Radom, Publishing Office, Radom, s. 196–208.
- Janicka, M., 2012, *Kierunki przepływów kapitałowych w gospodarce światowej*, w: Bilski, J., Kłysik-Uryszek, A. (red.), *Globalne aspekty kryzysu strefy euro*, Folia Oeconomica, no. 273, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 157–173.

-
- Lucas, R.E., Jr., 1990, *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, American Economic Review, Paper and Proceedings, no. 80, s. 92–96.
- Molle, W., 2000, *Ekonomika integracji europejskiej*, Fundacja Gospodarcza Gdańsk.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2004, *Serial Default and the „Paradox” of Rich to Poor Capital Flows*, NBER Working Paper, no. 10296.
- Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee Alert Mechanism Report 201, prepared in accordance with Articles 3 and 4 of Regulation, EU, No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, {SWD(2013, 790 final)} {SWD(2013, 791 final)} Brussels, 26.11.2015 COM(2013, 790 final, European Commission.
- The Global Financial Centres Index 18*, <http://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/fcf-gfci.html>.
- World Economic Outlook*, April, różne lata, IMF, www.imf.org.
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>.
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselgr.aspx>.
- http://www.nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/bilans_platniczy.html.
- <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD/countries>.