

Witold Jakóbk*

Wpływ globalizacji finansowej na wzrost gospodarczy: mity i fakty

W głównym nurcie badań ekonomicznych można wskazać na dwa podstawowe aspekty globalizacji: mikroekonomiczny, który dotyczy roli i działania poszczególnych przemysłów lub transnarodowych korporacji, a także makroekonomiczny, zogniskowany na wzajemnych relacjach krajów (rządów) w układzie regionalnym i globalnym. O ile w pierwszym aspekcie akcentuje się dyscyplinujący firmy efekt konkurencji, którego treścią są m.in. uzasadnione obniżki cen i płac, o tyle w drugim aspekcie eksponowane są wyzwania ze strony przepływów kapitałowych mających bezpośredni lub pośredni wpływ na wzrost gospodarczy (dotyczy to zwłaszcza rynków wschodzących). Ten ostatni aspekt właśnie pozostaje w centrum analizy, która obejmuje następujące etapy: a) teoretyczny wymiar globalizacji – omówienie podstawowych podejść do globalizacji finansowej; b) przegląd współczesnych badań empirycznych weryfikujących teorię, c) sformułowanie na podstawie poprzednich etapów wniosków wieńczących całą analizę.

1. Teoretyczny wymiar globalizacji

W literaturze dominuje pogląd, że globalizacja jest procesem mozolnego tworzenia zliberalizowanego i zintegrowanego światowego rynku towarów, usług, czynników produkcji i kapitału finansowego. W procesie tym wyłania się również nowy system instytucjonalny sprzyjający rozwojowi wytwarzania, handlu i przepływów finansowych w skali wielkich regionów i świata. I chociaż w powszechnym odczuciu przełom ostatnich wieków przybliżył do siebie kraje i regiony, i to niemal w każdym aspekcie ludzkiej aktywności, to jednak naukowy ogląd tych procesów (jak zwykle zresztą) poróżnił badaczy, doprowadzając do powstania dwóch opcji.

* Autor jest pracownikiem Instytutu Studiów Politycznych PAN i Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie.

Według pierwszej, trwająca fascynacja wyłaniającym się „nowym” światem jest nadmierna, gdyż w istocie rzeczy mamy do czynienia ze wznowieniem dotkniętych regresem lub osłabionych wcześniej procesów globalizacyjnych. Równocześnie jednak międzynarodowa integracja wprowadza na ogół nową jakość wielu procesów, obejmując przy tym niespotykane dotychczas obszary². Stwierdzenia te dotyczą zarówno zdarzeń w sferze produkcji i zatrudnienia, jak i rynków finansowych. W ostatnim przypadku dane statystyczne m.in. pokazują, że przepływ kapitału netto z krajów wysoko rozwiniętych nasilał się w dwóch okresach: 1870-1913 oraz od lat 70. minionego stulecia³. Oczywiście, szczegółowa charakterystyka tych dwóch fal przepływu jest odmienna, co wyznacza właśnie nową jakość globalizacji.

Niektórzy autorzy oceniają zjawisko regionalizacji i globalizacji jeszcze bardziej sceptycznie, twierdząc, że istnieje ono permanentnie od zarania dziejów ludzkości, a przynajmniej od narodzin kultury śródziemnomorskiej⁴. W tym ujęciu niemal nieustannie rozwijały się stosunki towarowo-pieniężne, i to nie tylko „w głąb”, ale i „wszerz”. O tym, że współcześnie globalizacja nabrała tempa i nowej jakości przesądają trzy czynniki: charakter postępu technicznego (m.in. informatyzacja), znaczna dojrzałość stosunków politycznych oraz zaawansowany stan teoretycznej wiedzy i praktycznych umiejętności ekonomicznych. Dodatkową, korzystną okolicznością jest występujący w tym obszarze efekt synergii.

Zgodnie z drugą opcją, jaka wyłoniła się w toku dyskusji badaczy, światowa gospodarka uległa globalizacji dopiero pod koniec ubiegłego stulecia przede wszystkim dzięki rozwojowi technologii informatycznych oraz postępującej deregulacji i liberalizacji, co w sumie wykreowało m.in. nową gospodarkę⁵. Lata 90. wzmogły również zaangażowanie (ale i jego kontrowersyjne skutki) międzynarodowych organizacji, takich jak MFW czy Bank Światowy⁶. Rodząca się wówczas w Stanach Zjednoczonych euforia wokół pozbawionego fluktuacji wzrostu została jednak wyciszona pod wpływem rozwarcia między realną działalnością

² J. Winiecki, *Polska wobec integracji z Unią Europejską i globalizacji gospodarki*, „Zeszyty Towarzystwa Ekonomistów Polskich” 1999, nr 2.

³ A. Faria, P. Mauro, M. Minnoni, *The External Financing of Emerging Market Countries: Evidence from Two Waves of Financial Globalization*, IMF Working Paper 2006, No. WP/06/205.

⁴ G. Kołodko, *Globalizacja a transformacja. Iluzje i rzeczywistość*, referat na VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.

⁵ M. Castells, *The Rise of the Network Society*, Blackwell Publishers, Oxford / Malden, Mass. 2001.

⁶ J. E. Stiglitz, *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

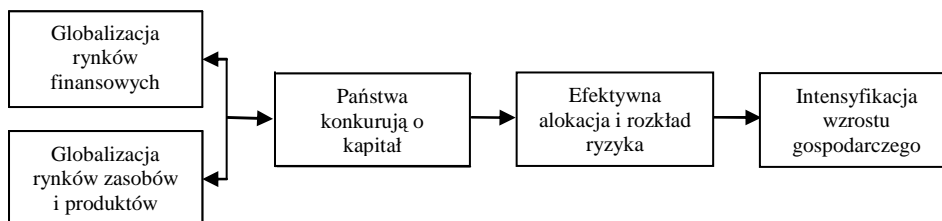
korporacji a ich notowaniami giełdowymi, co spowodowało pęknięcie bąbla giełdowego i gwałtowny spadek nastrojów konsumentów i inwestorów. Makroekonomiczne fundamenty nowej gospodarki uległy zachwianiu, a poprzez efekt zarażenia zjawisko to dało się odczuć również w Europie od lata 2001 r. Wszystko to jednak nie zniechęciło części ekonomistów do poglądu o intensyfikacji procesów globalizacji u progu nowego stulecia – argumentują oni, iż początkowa (być może niezbyt udana) faza gospodarki opartej na wiedzy to zaledwie jeden z elementów postępującej internacjonalizacji. Z kolei tempo i zakres, w jakim rozprzestrzenia się obecnie światowy kryzys finansowy, stanowią niezbitą dowód na rzecz tezy o destabilizacji będącej następstwem zliberalizowania przepływów kapitałowych.

Z ekonomicznego punktu widzenia, charakterystyczną cechą współczesnej globalizacji jest wzrost niepewności. Zjawisko to staje się uciążliwe dla gospodarczej aktywności państwa narodowego z kilku powodów⁷. Po pierwsze, niepewność dotyczy wszelkich założeń leżących u podstaw projekcji, które są związane z tak ważnymi czynnikami, jak: demografia (migracje zarobkowe), wzrost produktywności zasobów, kształtowanie się zasobu kapitału, czy stopy procentowe. Po drugie, niepewność istnieje również w zakresie przyszłych potencjalnych możliwości rządu co do kształtowania wydatków, warunkujących wywiązanie się państwa z obowiązku dostarczenia dóbr publicznych. Po trzecie, nie ma pewności w odniesieniu do poprawności założeń, które bazując na zaszczościach historycznych z jednej strony i na przyszłych faktach z drugiej, dotyczą wewnętrznych oraz zewnętrznych szoków. Te ostatnie mogą dotknąć albo całą gospodarkę (przykładem jest wzrost światowych cen nośników energii lub zarażenie kryzysem finansowym), albo wyłącznie budżet państwa (ilustracją jest obniżenie pozycji ratingowej kraju, co utrudnia zadłużanie się na międzynarodowym rynku finansowym). Nakreślony rodzaj niepewności stwarza poważne wyzwania dla planowania budżetowego.

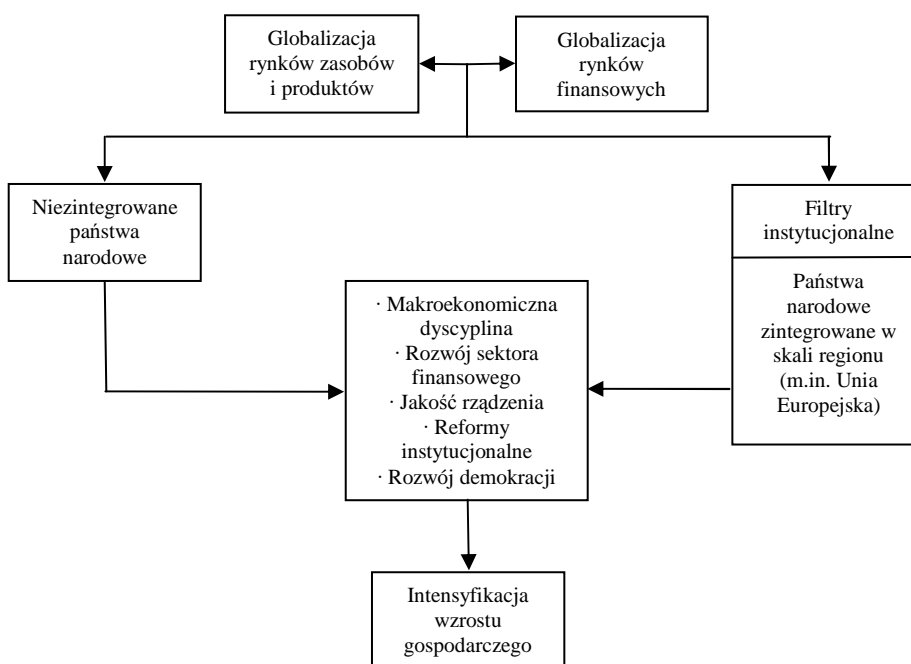
Drugim, obok niepewności, dominującym obecnie zjawiskiem jest internacjonalizacja przepływów kapitałowych netto. Upraszczając, można powiedzieć, że z powodu nieograniczonego rozprzestrzeniania się zasad wolnego rynku, a przede wszystkim dzięki instytucjonalnej swobodzie transferu środków finansowych, gospodarka coraz bardziej wymyka się spod kontroli polityki, czyli państw narodowych. Stąd już tylko krok do stwierdzenia, że państwo narodowe znajduje się w odwrocie, a świat jest sterowany przez anonimowe (rynkowe) siły o charakterze

⁷ P. S. Heller, D. Hauner, *Characterizing the Expenditure Uncertainties of Industrial Countries in the 21st Century*, IMF Working Paper 2005, No. WP/05/91.

ponadnarodowym⁸. Ale sposób interpretowania tego fenomenu zależy od wyboru jednego z możliwych podejść do globalizacji finansowej, które w analizie nazwano: a) ortodoksyjnym, lub inaczej neoliberalnym (zob. rysunek 1); b) modernistycznym (por. rysunek 2).



Rysunek 1. Ortodoksyjne podejście do globalizacji



Rysunek 2. Modernistyczne podejście do globalizacji

Źródło: Opracowanie własne.

⁸ Z. Bauman, *Globalizacja. I co z tego dla ludzi wynika*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 2000.

Podejście ortodoksyjne bazuje na założeniu, że celowość otwarcia rynków kapitałowych w skali globalnej wynika z zasadności otwarcia rynków zasobów rzeczowych i rynków towarów. Ponieważ liberalizacja i deregulacja przepływu produktów jest korzystna dla krajów decydujących się na ich wdrożenie, użyteczna musi się okazać również liberalizacja i deregulacja obrotów kapitałowych. A zatem kapitał jest w tym przypadku traktowany jak swego rodzaju „towa”, podstawą intelektualną zaś jest tu teoria wolnego handlu.

Zgodnie z neoklasyczną teorią handlu swobodny ruch towarów w skali globalnej, który oznacza przenośność czynników produkcji „ucieleśnionych” w produktach, łagodzi skutki niepełnej mobilności tych czynników w układzie międzynarodowym. Jeśli spełniony jest warunek wolnego handlu, to specjalizacja oparta na wykorzystaniu relatywnie obfitych zasobów skutkuje w postaci tendencji do wyrównywania się stosunkowych cen czynników produkcji i towarów w skali globu (twierdzenie Ohlina-Heckschera-Samuelsona). Zwiększenie popytu zagranicznego na produkt wymagający znacznych nakładów czynnika obfitego zwiększa zarazem popyt na usługi tego czynnika, podnosząc jego krajowe wynagrodzenie, czyli cenę. Międzynarodowa wymiana zatem powoduje, że w danym kraju następuje wzrost cen czynnika obfitego i spadek cen czynnika rzadkiego, przez co dochody właścicieli czynnika obfitego rosną, a w przypadku czynnika rzadkiego jest przeciwnie⁹.

Stosując to rozumowanie do współczesnej globalizacji przepływów kapitałowych, można sądzić, że tendencja do wyrównywania się relacji cen w skali międzynarodowej uzyskuje dodatkowy bodziec ze strony swobodnego transferu kapitału z krajów, w których jest on obfity, do krajów cierpiących na niedostatek kapitału (a przez to mniej rozwiniętych). W tych ostatnich kapitał jako swoisty czynnik produkcji charakteryzuje się wyższą produktywnością krańcową oraz większą stopą zwrotu, w sumie więc świat zapewnia sobie bardziej efektywną alokację zasobów i optymalny rozkład ryzyka, czego efektem staje się intensyfikacja wzrostu gospodarczego. Powstało przekonanie, że swobodne przepływy finansowe powinny przynieść widoczne korzyści zwłaszcza dla krajów ubogich w kapitał, dotkniętych przez to nadmierną fluktuacją wzrostu

⁹ Należy przypomnieć, że nowe teorie handlu, których prekursorem jest P. Krugman, zakładają istnienie konkurencji niedoskonałej, wzrastających przychodów skali oraz semipubliczny charakter wiedzy (informacji). Wskazują przy tym, że handlowa integracja wprawdzie przyczynia się do ogólnego przyrostu dobrobytu, lecz równocześnie może powodować nierównomierny rozkład tego dobrobytu (dywergencję), zarówno w skali państw narodowych, jak i regionów. Zakłada też tendencję do „gładkiego” wyrównywania się relacji cen w skali międzynarodowej. Jest zrozumiałe, iż tego rodzaju założenia są nie do zaakceptowania przez zwolenników rozprzestrzeniających się korzyści, których źródłem jest liberalizacja przepływów kapitałowych.

dochodu narodowego i, w następstwie, konsumpcji. Innymi słowy, rosnące otwarcie na przepływy kapitałowe jest zupełnie niezbędne dla tych krajów, które pragną zmienić swój status i przejść z grupy o niskim dochodzie do grupy krajów o średnim dochodzie¹⁰.

Z upływem czasu w podejściu ortodoksyjnym pojawiły się nowe elementy, które – zdaniem jego zwolenników – lepiej i pełniej opisują globalizacyjną rzeczywistość: otóż kapitał nomadyczny autonomizuje się, stając się przedmiotem konkurencji między poszczególnymi państwami narodowymi, zaś środkiem konkurencji jest m.in. dyscyplina fiskalna¹¹. W warunkach globalizacji przepływów kapitałowych, rodząca się konkurencja lokalizacyjna wymusza niejako na administracji rządowej ową dyscyplinę, która przejawia się w postaci redukcji wydatków, a przez to również deficytu budżetowego, zadłużenia publicznego oraz obniżki stóp podatkowych. Wszystkie te przedsięwzięcia mają na celu udoskonalenie *policy mix* i poprawę środowiska makroekonomicznego, co pozwoli z kolei pozyskać ograniczony przecież kapitał kosztem konkurentów.

Pozostawiając na razie na uboczu empiryczną weryfikację podejścia ortodoksyjnego, dokonaną przede wszystkim z punktu widzenia wpływu przepływów kapitału na intensyfikację wzrostu, zwłaszcza krajów mniej rozwiniętych, należy wskazać na kontrowersyjność tego podejścia.

Po pierwsze, w świetle dokonań teorii za anachroniczne trzeba uznać pewne „techniczne” założenia podejścia neoklasycznego: homogeniczność przepływającego kapitału (brak rozróżnienia między kapitałem krótkoterminowym i długoterminowym), statyczność tego podejścia, polegającą na analizie zastanych relacji bilateralnych między krajami, czy wreszcie efektywność rynków i brak asymetrii informacji (to ostatnie jest szczególnie krytykowane przez J. Stiglitz).

Po drugie, kapitał nomadyczny urasta tu do rangi fetyszu, uniezależnia się, będąc jednym z głównych regulatorów gospodarki regionalnej / globalnej, i usuwa w cień inne formy instytucjonalne. Nic zatem dziwnego, że – w świetle wspomnianego podejścia – kapitał staje się przedmiotem powszechnej konkurencji między krajami, które samodzielnie prowadzą działalność na otwartym rynku (co zresztą również nie do końca jest prawdą, o czym dalej).

¹⁰ S. Fischer, *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, w: *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, Vol. 207, Princeton University, Princeton 1998; L. H. Summers, *International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures*, „American Economic Review” 2000, Vol. 90, No. 2.

¹¹ H. Wagner, *Implications of Globalization for Monetary Policy*, IMF Working Paper 2001, No. WP/01/184.

Po trzecie, wielu ekonomistów wyraża pod adresem globalizacji finansowej wątpliwość co do szeroko pojmowanej efektywności alokacji kapitału, zwłaszcza zaś korzystności rozkładu ryzyka i stabilizacji¹². Upraszczając, weźmy pod uwagę eksponowany przez nich fakt. MFW i Ministerstwo Skarbu Stanów Zjednoczonych podejmowały w latach 90. na obszarze Azji, Rosji i innych mniej rozwiniętych krajów, działania na rzecz liberalizacji rynków kapitałowych, które doprowadziły do destabilizującej spekulacji, oraz inicjatywy skierowane na liberalizację rynków finansowych, skutkujące w postaci złych praktyk w zakresie udzielania kredytów. Wszystko to z pewnością nie sprzyjało stabilizowaniu wzrostu gospodarczego. Co więcej, już w 1990 r. R. Lucas zwrócił uwagę na to, że kapitał przepływa głównie między krajami wysoko rozwiniętymi, a w kolejnych latach okazało się, iż wbrew zaleceniu neoklasyków – kapitał przemieszcza się przede wszystkim od krajów mniej do bardziej rozwiniętych¹³. W okresie 1996-2006 odpływ netto kapitału z krajów rozwijających się i podlegających transformacji systemowej stale się powiększał, chociaż w drugiej grupie krajów tendencja ta była wyraźnie słabsza¹⁴.

Po czwarte, uogólnione twierdzenie, iż lokalizacyjna konkurencja między rządami (krajami) prowadzi do dyscypliny fiskalnej jest, przynajmniej o tyle, o ile dotyczy Unii Europejskiej, zbyt daleko idącym, optymistycznym uproszczeniem¹⁵. Świadczy też o istnieniu w ortodoksyjnym podejściu luki, która obejmuje aktywność państw narodowych w ramach ugrupowań integracyjnych o wysokim stopniu zinstytucjonalizowania.

W modernistycznym podejściu do globalizacji, przepływy kapitałowe traktowane są z pewnym dystansem. Z jednej strony dostrzega się *potencjalne* korzyści napływu zwłaszcza inwestycji bezpośrednich, które niosą ze sobą postęp techniczny, a także wiedzę i umiejętności ludzkie, co zwiększa produktywność zasobów. Pozwala też „wyrównać” konsumpcję w czasie. Z drugiej strony jednak akcentowane są zagrożenia: liberalizacja przemieszczania się środków finansowych może niekiedy prowadzić do nadmiernego wypływu kapitału i wzmocnienia gospodarki innych krajów, zaś zbyt duża ekspansja eksportu kapitału przyczynia się do zmniejszenia

¹² J. Bhagwati, *The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars*, „Foreign Affairs” 1998, Vol. 7, No. 3; D. Rodrik, *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, *Essays in International Finance*, Vol. 207, Princeton University, Princeton 1998; J. E. Stiglitz, *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

¹³ R. E. Lucas, *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, „American Economic Review” 1990, Vol. 80, No. 2.

¹⁴ World Economic Situation and Prospects 2007, Executive Summary, United Nations.

¹⁵ M. Dynus, *Fiskalizm w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, luty 2007.

krajowych rezerw dewizowych. Co więcej, słabo kontrolowane (a tym bardziej w ogóle wymykające się spod kontroli) przepływy kapitału mogą w istotny sposób zakłócać proces osiągania równowagi wewnętrznej i zewnętrznej. Znaczne ruchy kapitału bowiem wpływają na poziom kursu walutowego, a przez to na międzynarodową konkurencyjność gospodarki, oraz na wysokość stopy procentowej, to ostatecznie zaś utrudnia prowadzenie polityki monetarnej mającej na celu utrzymanie równowagi wewnętrznej¹⁶.

Zagrożenia pojawiają się również w świecie polityki, gdyż międzynarodowe instytucje, powołane do życia i działające za przyzwoleniem globalnego kapitału, poddają swych członków oraz (nadal) niezależne państwa naciskom, które prowadzą do utrwalenia wolnego rynku i, w konsekwencji, swobodnego ruchu kapitału. Wszelkie zaś próby przeciwstawienia się tym naciskom są interpretowane przez wspomniane instytucje jako podważające ich wysiłki na rzecz globalnej stabilizacji i rozwoju, a więc z założenia nieracjonalne.

Realistyczność podejścia modernistycznego polega m.in. na tym, że obok niezintegrowanych państw narodowych dostrzega ono nasilający się proces regionalizacji, tj. integrowania się państw narodowych w celu stawienia czoła niepewności¹⁷. Dążenie do, mniejszej lub większej, instytucjonalizacji więzi między państwami jest nie tylko efektem realizacji standardowych celów politycznych i ekonomicznych, lecz również przejawem obrony przed niepewnością potęgowaną przez kapitał. Integracja regionalna jest tym, czego obawia się kapitał, który preferuje państwa niezależne, a zarazem słabe, zmuszone do otwarcia bram na oścież i poddania swej polityki gospodarczej dyktatowi międzynarodowego kapitału. Im większa liberalizacja, elastyczność i płynność, tym lepiej dla kapitału – i przeciwnie. Reasumując: postępująca regionalizacja jest jednym z czynników mających ograniczać ogólną niepewność, a ponieważ procesy integracji dotyczą również ugrupowań integracyjnych na różnych płaszczyznach i w wielu wymiarach, sprzyja to rozwojowi globalizacji.

W odniesieniu do Unii Europejskiej, jako bodaj najbardziej zorganizowanej formy integracji ze względu na strefę euro, warto wskazać na istnienie swego rodzaju filtrów

¹⁶ W. Molle, *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk 2000; M. Klein, *Capital Account Liberalization, Institutional Quality, and Economic Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 2005, No. 11112.

¹⁷ J.K. Solarz, *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.

instytucjonalnych, przez które przenika globalizacja finansowa. Wymieńmy jedynie najważniejsze z nich.

Po pierwsze, są to akty prawne wyższego rzędu, czyli traktat z Maastricht określający kryteria konwergencji, oraz Pakt Stabilności i Wzrostu ze swą częścią prewencyjną i represyjną.

Po drugie, należy wymienić akty prawne niższego rzędu, których przykładem jest choćby Druga Dyrektywa Bankowa (1992 r.) lub Plan działania w dziedzinie usług finansowych (1999 r.). Plan ten co prawda zawierał pakiet rozwiązań dotyczących całego rynku finansowego, jednak duża jego część odnosiła się bezpośrednio do rynku kapitałowego¹⁸. Po raz pierwszy opracowane rozwiązania miały umożliwić pozyskiwanie kapitału w całej Unii Europejskiej, a zarazem zwiększyć bezpieczeństwo przeprowadzanych transakcji w dziedzinie papierów wartościowych. W większości przypadków rozwiązania te przyjęły formę dyrektyw, które z upływem czasu stały się ważnymi regulacjami rynków kapitałowych w UE.

Po trzecie, powstała rozwinięta struktura instytucji formalnych, takich jak np. Ecofin, Europejski Bank Centralny, Europejski Komitet Papierów Wartościowych, czy Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych. Wraz z innymi, wymienionymi już, filtrami instytucjonalnymi w sposób bezpośredni lub (część) pośredni oddziałują one na przepływy finansowe zarówno wewnątrz Unii, jak i na te występujące w jej relacjach z otoczeniem.

Modernistyczne podejście do globalizacji finansowej akcentuje fakt, że skłania ona zintegrowane, bądź nie, państwa narodowe do konkurowania nie tyle o kapitał nomadyczny, ile w obszarze udoskonalień przyjmujących formę makroekonomicznej dyscypliny, rozwoju sektora finansowego, lepszego rządzenia, reform instytucjonalnych, czy wreszcie rozwoju demokracji; udoskonalenia te w sposób zwrotny oddziałują na przepływy finansowe, intensyfikując wzrost gospodarczy. Wiąże się to z przekonaniem o wielości celów funkcjonowania rządu, wyrastających w pewnym stopniu z socjokulturowej tradycji (czego dobitnym przykładem są Niemcy, Hiszpania lub Grecja¹⁹).

¹⁸ T. Kowalak, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, marzec 2007.

¹⁹ T. Kowalik, *Współczesne systemy ekonomiczne. Powstawanie, ewolucja, kryzys*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2000.

2. Poszukiwania empiryczne – przegląd

Nie od dziś podejmowane są liczne próby empirycznej weryfikacji przedstawionych podejść o charakterze teoretycznym, dlatego – ze zrozumiałych względów – w opracowaniu zreferowano pokrótce założenia i wyniki jedynie tych badań, które na ogół nie budzą istotnych kontrowersji. Należy przy tym podkreślić, że z punktu widzenia metodologii są one bardzo zróżnicowane, gdyż: a) obejmują różne grupy krajów (głównie w podziale na rozwinięte i rozwijające się), a także niejednakowe okresy, w odniesieniu do których dysponowano danymi; b) w badaniach stosowano niekiedy dodatkowe zmienne kontrolne, na przykład w postaci spadku śmiertelności niemowląt, czy sprawności systemu finansowego; c) analitycy używali różnych miar otwarcia gospodarki na przepływy kapitałowe, ponieważ jak dotychczas nie udało się skonstruować optymalnego wskaźnika w tej dziedzinie (do dziś trwa spór metodologiczny); d) przepływy kapitałowe są wewnątrznie niejednorodne, dlatego niektórzy badacze koncentrowali zainteresowanie na inwestycjach bezpośrednich lub portfelowych, inni zaś próbowali je agregować. Tak daleko posunięta różnorodność poszukiwań empirycznych sprawiła, że w opracowaniu dokonano jedynie ogólnego ich podziału na te, które dotyczą bądź podejścia neoklasycznego (ortodoksyjnego), bądź modernistycznego (aczkolwiek i w tym przypadku rozróżnienie to, w świetle faktów, nie do końca jest klarowne).

Pozostańmy jeszcze przez chwilę przy kwestiach metodologicznych. Tradycyjny, rozpowszechniony w literaturze pomiar finansowego otwarcia gospodarki sprowadza się do określenia prawnych restrykcji, które dotyczą międzynarodowych przepływów kapitału, występując w takich dziedzinach, jak np. dopływy lub odpływy, kontrola ilości bądź cen. Najczęściej analitycy wykorzystują użyteczny w tym względzie instrument AREAER (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), który jest opracowywany przez IMF i dotyczy kształtowania się ponad 60 typów restrykcji. W tym nurcie właśnie mieszczą się dwie pionierskie analizy. Pierwsza została zrealizowana przez D. Rodrika²⁰ i dostarczyła „miarę udziału”: autor określił liberalizację przepływów kapitału jako udział liczby lat, w których nie stosowano restrykcji w danym kraju, w całym okresie otwarcia rachunku kapitałowego. Drugą analizę przeprowadził D. Quinn²¹, który zrezygnował z 0/1 podejścia IMF (0 – brak restrykcji, 1 – istnienie restrykcji), konstruując na podstawie informacji AREAER ilościowy wskaźnik liberalizacji przepływów o nazwie

²⁰ D. Rodrik, op. cit.

²¹ D. Quinn, *The Correlates of Changes in International Financial Regulation*, “American Political Science Review” 1997, Vol. 91 (September).

CAPITAL. Fakt, iż obie analizy bazują na opisach stosowania prawnych restrykcji, pozwala określić je mianem *de iure*.

Próbie odmiennego podejścia *de facto* podjęli E. S. Prasad, K. Rogoff, S. J. Wei oraz M. A. Kose²², którzy wskazują na liczne słabości podejścia *de iure*. Najbardziej istotną jest abstrahowanie od ustalenia, w jakim stopniu dany kraj jest w rzeczywistości zintegrowany z międzynarodowym rynkiem kapitałowym. Dalej, ostatnie podejście niedokładnie określa stopień otwarcia rachunku kapitałowego, gdyż stosowane w nim miary są częściowo związane z restrykcjami, jakie dotyczą zagraniczne transakcje wymienne, co niekoniecznie krępuje przepływy kapitałowe. Wreszcie podejście *de iure* nie jest w stanie uchwycić zakresu wprowadzania w życie kontroli kapitałowej, która może zmieniać się z biegiem czasu, nawet jeśli same restrykcje prawne, odnotowane w AREAER, nie podlegają przemianom (przykładem są podyktowane ostrożnością regulacje w dziedzinie międzynarodowej ekspozycji banków krajowych, które – w pewnych okolicznościach – dają ten sam efekt, co kontrola kapitałowa).

W ramach podejścia *de facto* rozważane są trzy alternatywne metody pomiaru przepływów kapitału. Pierwsza oparta jest na cenach aktywów i pozwala ocenić stopień międzynarodowej integracji rynków kapitałowych – bez względu na wielkość i kierunki przepływów, rzeczywista globalizacja tych rynków powinna znaleźć wyraz w jednolitej cenie podobnych instrumentów finansowych. Wadą tej metody są kłopoty z jej urzeczywistnieniem w przypadku rynków wschodzących lub rozwijających się krajów o niskim dochodzie: stopy zwrotu ze wspomnianych instrumentów na ogół zawierają premię za ryzyko i płynność, która bywa trudna do oszacowania. Ogólnie rzecz biorąc, krajowe rynki finansowe są tu niedostatecznie głębokie i płynne, aby pozwolić na efektywny arbitraż ze strony cen aktywów.

Druga metoda pomiaru przepływów kapitału jest pewną odmianą poprzedniej, gdyż również bazuje na cenach aktywów, akcentując różne uwarunkowania stopy zwrotu z kapitału oraz relację strumieni: oszczędności-inwestycje. Wadą tej metody są trudności z operacjonalizacją i interpretacją danych, zwłaszcza w długim okresie i dla wielu krajów. Trzecia z kolei metoda również nawiązuje do pomiaru międzynarodowej integracji rynków i występuje w wersji strumieniowej bądź zasobowej. Analizując znaczenie strumieni kapitału, należy rozstrzygnąć, czy dla pomiaru bardziej użyteczne jest ujęcie netto czy brutto. To ostatnie, zdaniem autorów omawianych koncepcji, pozwala trafnie określić przepływy kapitału, jeśli w rzeczywistości kraje dzielą globalne ryzyko dotyczące różnych instrumentów i podmiotów o odmiennym profilu

²² E. S. Prasad, K. Rogoff, S. J. Wei, M. A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper 2003, No. 220.

ryzyka. Ponadto wartość brutto przepływów, pozostająca w relacji do PKB, jest symetryczna do szeroko stosowanego wskaźnika brutto otwartości handlu: sumy importu i eksportu w relacji do PKB. Ale ogólną słabością wersji strumieniowej jest jej podatność na wahania i błędy pomiaru. Aby złagodzić tę podatność, autorzy preferują stosowanie wersji zasobowej – sumy zasobów brutto zagranicznych aktywów i pasywów, odniesionej do PKB; zasoby te stanowią w istocie oczyszczoną, skumulowaną postać przepływów. Jej atutem jest m.in. użyteczność w komparatyście międzynarodowej, zaś przykładem zastosowania jest zbiór danych dla długiego okresu, dotyczący kompozycji międzynarodowej pozycji finansowej, która obejmuje: zagraniczne inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, zadłużenie zewnętrzne oraz oficjalne rezerwy.

Przegląd badań, mających na celu empiryczną weryfikację podejścia ortodoksyjnego, otwiera cytowana już analiza D. Rodrika, która dotyczyła okresu 1975-1989, obejmując próbę 100 krajów zaliczonych do grupy gospodarek bądź rozwiniętych, bądź rozwijających się. Autor zbadał zależność między liberalizacją przepływów kapitału a intensyfikacją, szeroko rozumianego, wzrostu gospodarczego, który został opisany przez średnie dla całego okresu wskaźniki: PKB *per capita*, udział inwestycji w PKB oraz CPI. Oprócz tych wskaźników, w analizie zastosowano zmienne kontrolne w postaci wartości początkowej PKB *per capita*, początkowej wartości wskaźnika edukacji na poziomie średnim, a także wskaźnika opisującego jakość działania instytucji rządowych. Jak już wspomniano, D. Rodrik ocenił liberalizację przepływów kapitału za pomocą „miary udziału”, wyznaczając proporcję między liczbą lat, w których nie stosowano restrykcji prawnych, a całym okresem analizy. Zwieńczył ją pesymistycznym wnioskiem: na podstawie obróbki danych nie udało się dowieść, że kraje niestosujące ograniczeń w dziedzinie ruchu kapitału cechują się szybszym wzrostem, większą stopą inwestycji, a zarazem niższą inflacją. D. Rodrik miał przy tym świadomość metodologicznej słabości, jaka znamionowała jego badanie. Chodzi o to, że im lepsza jest wyjściowa sytuacja w gospodarce, tym większa jest skłonność do otwierania się na kapitał – i przeciwnie, co rzuca cień na wiarygodność dokonanej komparatystryki międzynarodowej.

Cytowana już analiza D. Quinna kończy się zgoła odmienną konkluzją: jej autor ustalił istotny, a zarazem pozytywny związek między liberalizacją przepływów kapitałowych a intensyfikacją wzrostu gospodarczego. Ale podjęte w późniejszych latach badania empiryczne, w których m.in. wykorzystano wskaźnik CAPITAL,

doprowadziły do niejednoznacznych wniosków²³. Po pierwsze, jako przedmiot analizy przyjęto 94 kraje w latach 1955-2004, zaś użycie wspomnianego wskaźnika, podobnie jak poprzednio, potwierdziło dodatnią korelację w omawianej dziedzinie. Co więcej, posługując się wskaźnikiem CAPITAL, D. Quinn powtórzył badania zrealizowane przez innych analityków, oparte na rozpowszechnionym wskaźniku 0/1 MFW, i ponownie odnalazł pozytywny wpływ liberalizacji rachunku kapitałowego na wzrost. Po drugie, D. Quinn podążył również ścieżką badawczą zapoczątkowaną przez D. Rodrika, używając jego „miary udziału”, czego rezultatem okazał się brak statystycznie istotnej relacji między obserwowanymi wielkościami (nawiasem mówiąc, fakty te wskazują na wyraźne uzależnienie rezultatów badań od przyjętej metody pomiaru).

Z kolei H. J. Edison, R. Levine, L. Ricci oraz T. Slok wykorzystali metodę, opartą na określeniu udziału strumienia kapitału w PKB, a przez to wpływu tego zjawiska na wzrost gospodarczy²⁴. Poddając analizie próbę 57 krajów, uzyskali oni wyniki pozostające w opozycji do wielu innych poszukiwań empirycznych; dowiedli, iż międzynarodowa integracja finansowa nie wywiera dodatniego wpływu na wzrost w krajach, które cechują się znacznym poziomem PKB *per capita* oraz wysoką jakością kapitału ludzkiego. Dodatkową zmienną, uwzględnioną w badaniu, był poziom rozwoju systemu finansowego w poszczególnych krajach. W konsekwencji ustalono, że we wszystkich przypadkach gospodarki o dobrze rozwiniętym systemie finansowym w dziedzinie systemu bankowego (*private credit*) i rynków finansowych (*stock activity*) nie występuje korzystna, statystycznie istotna korelacja między przepływającym strumieniem kapitału a wzrostem PKB.

Zbliżone wnioski cechują badania przeprowadzone przez S. Edwardsa²⁵. Otóż wskazał on na ujemną relację między stopniem kapitałowej otwartości gospodarki a wzrostem w przypadku krajów wysoko rozwiniętych, a równocześnie – pozytywną w odniesieniu do krajów o niskim dochodzie narodowym i / lub rynków wschodzących. Jednak dodatkową zmienną, różnicującą sytuację gospodarczą w grupie tych ostatnich, okazała się jakość rozwiązań instytucjonalnych: im wyższa jakość, tym silniejsza, korzystna relacja w omawianej dziedzinie. Można zatem stwierdzić, że

²³ D. P. Quinn, A. M. Toyoda, *Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?*, Georgetown University, http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/capital_liberalization_growth_Dec2006.pdf.

²⁴ H. J. Edison, R. Levine, L. Ricci, T. Slok, *International Financial Integration and Economic Growth*, IMF Working Paper 2002, No. WP/02/145.

²⁵ S. Edwards, *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, NBER Working Paper 2001, No. 8076.

w świetle omawianych badań czynnikiem determinującym wysoką produktywność krańcową kapitału, jaka – zgodnie z teorią ortodoksyjną – występuje w krajach mniej rozwiniętych, jest dojrzałość szeroko rozumianych instytucji.

W empirycznych poszukiwaniach M. Fratzschera i M. Bussiere podjęto próbę rozwikłania dylematu, dlaczego w badaniach poświęconych relacji między liberalizacją przepływów kapitału a wzrostem pojawiają się tak różne konkluzje²⁶. Sformułowali oni opinię, że przyczyną tego stanu rzeczy jest odmienny okres, którego dotyczą empiryczne analizy. O ile bowiem kraje przyciągają szeroki strumień kapitału w początkowym okresie po zliberalizowaniu obrotów kapitałowych (kredyty, różne formy inwestycji), uzyskując dzięki temu przyspieszenie wzrostu, o tyle w okresie długim wpływ szerokości owego strumienia na wzrost ustępuje miejsca na rzecz jakości instytucji. Co więcej, ten ostatni czynnik w znacznym stopniu przesądza o strukturze dopływających kapitałów, które są zaliczane do grupy krótkoterminowych (spekulacyjnych), bądź długoterminowych. Wynika stąd wniosek o niestabilnym wpływie liberalizacji rachunku kapitałowego na wzrost w różnych okresach.

Dokonując przeglądu wyselekcjonowanych badań empirycznych, których celem jest weryfikacja podejścia modernistycznego, należy przypomnieć, że akcentuje ono wpływ globalizacji finansowej na konkurowanie państw narodowych w obszarze udoskonalień przyjmujących formę m.in. makroekonomicznej dyscypliny, rozwoju sektora finansowego, czy reform instytucjonalnych. Realistycznie przyjmuje się, że udoskonalenia te są pozytywnie związane z intensyfikacją wzrostu gospodarczego, który jest jednym z celów działania (zintegrowanych bądź nie) państw narodowych.

W literaturze teoretycznej istnieje przekonanie, że globalizacja finansowa sprzyja makroekonomicznej dyscyplinie, dzięki czemu poszczególne kraje stają się mniej podatne na niespodziewaną zmianę sentymentu inwestorów i odpływ kapitału. Niestety, badania empiryczne niezbyt sugestywnie dowodzą, że liberalizacja rachunku kapitałowego jest istotnie i pozytywnie skorelowana z tą dyscypliną.

Fakt, iż w ostatnich latach gospodarka światowa odznaczała się wzrostem w warunkach niskiej inflacji, doprowadził niektórych badaczy do wniosku o pozytywnym wpływie globalizacji na efekty polityki pieniężnej. Na przykład K. Rogoff wskazał, że globalizacja zintensyfikowała konkurencję na rynkach towarów i siły roboczej (która z jednej strony obniżyła ceny, a z drugiej uelastyczyła ceny i płace), przez co realne skutki niespodziewanych akcji monetarnych stały się skromniejsze

²⁶ M. Fratzscher, M. Bussiere, *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, ECB Working Paper 2004, No. 348.

i bardziej przejściowe²⁷. W konsekwencji stopieniu uległy bodźce do prowadzenia przez banki centralne wyrafinowanej polityki antyinflacyjnej. Mimo to, w świetle badawczych dokonań H. Wagnera i J. Hawkinsa, w licznych krajach rozwijających się otwarcie kapitałowe skomplikowało implementację polityki pieniężnej²⁸. Główną tego przyczyną był wzrost niepewności co do luki produktowej (zwiększona ekspozycja tych krajów na zewnętrzne szoki w zakresie produktywności zasobów), a także w odniesieniu do mechanizmu transmisji monetarnej (banki centralne zmniejszyły zakres kontroli operacji dokonywanych przez banki krajowe).

Podobnie w dziedzinie dyscypliny polityki fiskalnej trudno o przekonujące, jednoznaczne poszukiwania empiryczne. Na przykład, analizując dane na temat państw członkowskich OECD w latach 1960-1994, G. Garrett i D. Mitchell ustalili słabą, negatywną zależność między otwartością rachunku kapitałowego a wielkością konsumpcji rządu i wydatków publicznych odniesionych do PKB, zaś W. Kim znalazł pewne dowody na rzecz tezy, iż liberalizacja kapitałowa pomaga zredukować deficyty fiskalne²⁹. Niestety, słabością tych (i wielu innych) badań jest wykorzystywanie przez ich autorów miar *de iure* w dziedzinie otwartości rachunku kapitałowego, a także pomijanie milczeniem jakże istotnych problemów rzekomych (nieprawidłowych) korelacji, odwróconej przyczynowości, czy tzw. endogenicznego skrzywienia (*endogeneity bias*) w dokonanej analizie regresji. W rezultacie niektóre obserwacje i konkluzje oparte są bardziej na logicznym kojarzeniu faktów i tendencji, niż na solidnym instrumentarium badawczym (ilustracją jest stwierdzenie, że w warunkach długookresowej globalizacji przeciętne stopy podatkowe uległy redukcji).

Bardziej klarowny obraz rysuje się w dziedzinie empirycznych poszukiwań, które dotyczą związku między liberalizacją obrotów kapitałowych a rozwojem sektora finansowego, intensyfikującym wzrost gospodarczy³⁰. Badania empiryczne dowiodły istnienia relacji o charakterze przyczynowo-skutkowym, która – w warunkach

²⁷ K. Rogoff, *Globalization and Global Disinflation*, referat przedstawiony na 2003 Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole, Wyoming (mimeo).

²⁸ H. Wagner, *Implications of Globalization for Monetary Policy*, University of Hagen Working Paper 2002; J. Hawkins, *Globalization and Monetary Operations in Emerging Economies*, w: *Globalization and Monetary Policy in Emerging Markets*, BIS Papers 2005, No. 23.

²⁹ G. Garrett, D. Mitchell, *Globalization, Government Spending and Taxation in the OECD*, "European Journal of Political Research" 2001, Vol. 39; W. Kim, *Does Capital Account Liberalization Discipline Budget Deficit?*, "Review of International Economics" 2003, Vol. 11, No. 5.

³⁰ R. Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 2004, No. 10766.

globalizacji – łączy stan tego rozwoju ze stopą akumulacji kapitału w poszczególnych krajach³¹. Istotną okolicznością jest to, że dopływowi środków finansowych do gospodarki towarzyszy instalowanie się nowych filii i oddziałów zagranicznych podmiotów finansowych, które nie tylko nasilają konkurencję w sektorze, ale również są dostarczycielami innowacji produktowych, światowych norm i standardów itp. Prawidłowość ta, w pierwszym rzędzie, dotyczy krajów o niskim dochodzie i / lub rynków wschodzących (m.in. w Europie Środkowej i Wschodniej).

Przeprowadzone w ostatnich latach (cezura czasowa ma tu znaczenie) badania, które dotyczyły sektora bankowego, wydołyły na światło dzienne znaczące fakty³². W okresie globalizacji, instalujące się na rynku krajowym zagraniczne banki ułatwiają gospodarce dostęp do międzynarodowych rynków finansowych. Co więcej, sprzyjają one doskonaleniu regulacyjnych ram bankowości oraz standardów kredytowania, co ma znaczenie w sytuacji, gdy oddziaływanie władz publicznych na banki komercyjne słabnie w otwierającej się gospodarce. Nasilając zaś konkurencję na rynku usług finansowych, podmioty zagraniczne kreują tendencję do cięcia zarówno nadwyżkowych kosztów, jak i niezasłużonych zysków.

Podobnie korzystne fakty odnotowano w badaniach, poświęconych relacji między udziałem papierów wartościowych – wyemitowanych przez zagraniczne spółki – w ogólnej wartości papierów notowanych na giełdzie krajowej, a wzrostem PKB. Otóż w świetle obserwacji R. Levine okazało się, że zniesienie restrykcji prawnych i stworzenie firmom dogodnych warunków pozyskiwania kapitału na obcych rynkach skutkuje w postaci zwiększenia płynności rynku giełdowego, zaś P. Henry z kolei ustalił, iż liberalizacja, a przez to intensyfikacja przepływów kapitału udziałowego między giełdami, winduje ceny akcji i podnosi poziom krajowych inwestycji³³.

Najnowsze badania, zrealizowane już w warunkach rozprzestrzeniania się globalnego kryzysu finansowego, w nieco odmiennym świetle ukazują rolę i znaczenie

³¹ K. Tsuru, *Finance and Growth. Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature*, OECD Economic Department Working Paper 2000, No. 228.

³² F. S. Mishkin, *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press, Princeton 2006.

³³ R. Levine, *Capital Control Liberalization and Stock Market Development*, "World Development" 1998, No. 26; P. Henry, *Does Stock Market Liberalization Cause Investment Booms?*, "Journal of Financial Economics" 2000, No. 58.

liberalizacji przepływów kapitałowych dla stabilizacji i procesów rozwojowych³⁴. Pęknięcie bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych (i w niektórych krajach UE) spowodowało, że druga i trzecia transza ryzykownych obligacji CDO – zabezpieczonych za pomocą kredytów hipotecznych – utraciła popyt. W rezultacie zaczęły narastać kłopoty z płynnością przede wszystkim banków inwestycyjnych oraz ubezpieczycieli kredytów, a także – co ważne – instytucjonalnych nabywców wspomnianych obligacji, wśród których znalazły się również różnego rodzaju banki komercyjne. Liberalizacja przepływów kapitału, początkowo bez wahania inwestowanego w obligacje CDO, przyspieszyła obrót tymi papierami i rozszerzyła jego zakres w układzie międzynarodowym, zaś nawet w UE nadzór finansowy okazał się nieskuteczny, bo rozproszony, tolerujący w niektórych krajach obniżone standardy w bankowości. Kryzys finansowy przejawiał się zarówno w sektorze bankowym (odpisy w bilansach, utrata płynności), jak i na giełdach kapitałowych (negatywny sentyment wśród inwestorów, ucieczka kapitału nomadycznego w kierunku bezpieczniejszych form inwestowania), co w sumie utrudnia przedsiębiorstwom sfery realnej dostęp do środków na rozwój i drastycznie obniża tempo wzrostu gospodarczego.

Empiryczne poszukiwania dotyczą również relacji między jakością rządzenia a wzrostem i rozwojem gospodarczym, i to w dwóch aspektach: (a) rządzenia publicznego (*public governance*), (b) korporacyjnego nadzoru właścicielskiego (*corporate governance*). Jeśli chodzi o pierwszy aspekt, to mimo niejednoznaczności takich pojęć, jak np. sektor publiczny, administracja publiczna, rządzenie, podejmowane są w tym zakresie liczne badania m.in. przez Bank Światowy, Europejski Bank Centralny, Międzynarodowy Instytut Rozwoju Zarządzania (IMD), czy Światowe Forum Ekonomiczne³⁵. Wśród różnych, stosowanych przez wymienione instytucje, podejść i instrumentów (wskaźników) analitycznych, na uwagę zasługują te

³⁴ Por. G. Dell’Ariccia, D. Igan, L. Laeven, *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Paper 2008, No. WP/08/106. Należy podkreślić, że to nie liberalizacja obrotów kapitałowych stała się przyczyną owego kryzysu (mającego obecnie swe reperkusje w sferze realnej), spełniła ona jedynie rolę katalizatora efektu zarażenia, dlatego problem ten wykracza poza ramy analizy. Jego interpretacja znajduje się m.in. w pracach: R. Ferguson, P. Hartman, F. Panetta, R. Portes, *International Financial Stability*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, April 23, 2007 (mimeo); A. Sławiński, *Banki centralne a globalizacja*, w: W. Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, VIZJAPress&IT, Warszawa 2007; W. Jakóbiak, *Spowolnienie gospodarki światowej*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2008, nr 2/458.

³⁵ Por. E. Wojciechowski, A. Podgórnjak-Krzykacz, *Pomiar jakości rządzenia*, „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 3.

zawarte w corocznych raportach IMD na temat światowej konkurencyjności. Raporty przedstawiają (w ujęciu rankingowym) zdolność poszczególnych państw do konkurowania na otwartym rynku, czego następstwem jest dynamika PKB; zdolność ta jest determinowana m.in. przez skuteczność działań rządu (finanse publiczne, politykę fiskalną, prawo gospodarcze, otoczenie instytucjonalne).

Empiria nie pozostawiają wątpliwości co do pozytywnej roli, jaką globalizacja finansowa odegrała w poszczególnych krajach w dziedzinie dostosowania ładu korporacyjnego do oczekiwań obcych inwestorów, czego efektem jest m.in. redukcja kosztu pozyskania kapitału. R. Stulz wykazał, że zagraniczni inwestorzy – w porównaniu z krajowymi – odznaczają się na ogół większymi umiejętnościami i technicznymi możliwościami w zakresie monitorowania zarządzania korporacjami³⁶. Odnotował on również korzystny wpływ otwarcia kapitałowego na efektywność decyzji menedżerów, którzy są motywowani zarówno przez istniejących, jak i potencjalnych udziałowców przybywających z rynków światowych. Ponadto kraje, w których nieliczni udziałowcy (np. zamożne rodziny) kontrolują spółki publiczne (m.in. za pomocą korporacyjnych piramid, krzyżujących się holdingów), zostały poddane globalnej ekspozycji, dzięki czemu to niekorzystne zjawisko uległo ograniczeniu³⁷.

W postępującym procesie globalizacji można zauważyć intensyfikację reform instytucjonalnych i demokratyzacji życia (ta ostatnia zresztą jest, do pewnego stopnia, elementem wspomnianych reform). Badania podjęte przez O. Havrylyshyna i R. van Roodena pokazały, w jakim zakresie nowe, prorynkowe instytucje przyczyniły się do reaktywowania wzrostu gospodarczego w krajach, które poddano transformacji systemowej³⁸. Autorzy wyróżnili dwa rodzaje instytucji prorynkowych, które można skwantyfikować; każda z nich wywarła odrębny wpływ na wzrost: a) prawne ramy działalności gospodarczej, b) swobody polityczne i obywatelskie. Podobne w swym charakterze badania przeprowadzili M. Iyigun i D. Rodrik, szkicując zależności między reformami instytucjonalnymi a przedsiębiorczością, ze szczególnym odniesieniem do Europy Środkowej³⁹. W rezultacie ustalono, że z punktu widzenia

³⁶ R. Stulz, *The Limits of Financial Globalization*, "Journal of Finance" 2005, Vol.60, No. 4.

³⁷ R. Morck, D. Wolfenzon, B. Yeung, *Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth*, "Journal of Economic Literature" 2005, Vol. 43.

³⁸ O. Havrylyshyn, R. van Rooden, *Institutions Matter in Transition, But So Do Policies*, IMF Working Paper 2000, No. WP/00/70.

³⁹ M. Iyigun, D. Rodrik, *On the Efficiency of Reforms: Policy Tinkering, Institutional Change, and Entrepreneurship*, w: T. S. Eicher, C. Garcia-Peñalosa (red.), *Institutions, Development, and Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 2006.

rozwoju nowoczesnych, najbardziej wydajnych sektorów gospodarki, lepsze wyniki można osiągnąć dzięki przełomowym reformom w porównaniu z „doskonaleniem” starych instytucji. Wniosek ten znajduje potwierdzenie nie tylko w świetle dokonań transformacji postsocjalistycznej, lecz również w oparciu o sukcesy takich krajów, jak Chiny, Indie, czy Wietnam. Ta ostatnia prawidłowość zarazem świadczy o tym, że demokratyzacja nie zawsze jest czynnikiem niezbędnym do zapewnienia szybkiego wzrostu gospodarczego⁴⁰.

3. Wnioski

Po pierwsze, w literaturze nie ma zgody co do umieszczenia procesów globalizacji na osi czasu. Istnieją autorzy postrzegający te procesy w sposób cykliczny na przestrzeni wieków, podczas gdy inni – przeciwnie – argumentują, że tak naprawdę globalizacja pojawiła się dopiero w latach 90. pod wpływem ogarniającej świat deregulacji, liberalizacji oraz postępu wiedzy technicznej i ekonomicznej. Rozprzestrzeniający się obecnie kryzys finansowy zaś stanowi niezbity dowód na rzecz tezy o destabilizacji, będącej następstwem zinternacjonalizowania przepływów kapitału. Istotną cechą współczesnej globalizacji jest nasilanie się ogólnej niepewności, a zarazem skłonności podmiotów do podejmowania ryzyka, które następnie – w miarę możliwości – jest transferowane do innych podmiotów. Procesy regionalizacji i globalizacji mają przy tym charakter, po części, spontaniczny, wręcz stochastyczny, a po części kontrolowany, czego przykładem jest „organizowana” instytucjonalizacja w formie Unii Europejskiej.

Po drugie, analizując w opracowaniu globalizację finansową, wyróżniono dwa teoretyczne podejścia do tej kwestii: a) ortodoksyjne, ugruntowane w neoklasycznej teorii handlu, w którym kapitał autonomizuje się, stanowiąc przedmiot konkurencji między rządami; b) modernistyczne, bez wyraźnego związku z jakąkolwiek dojrzałą teorią ekonomiczną, które z pewnym dystansem traktuje pozyskiwanie kapitału jako czynnika wzrostu. Modelowa analiza obu tych podejść wskazuje na małą użyteczność teorii ortodoksyjnej dla interpretacji globalizacji finansowej. Wynika to z fundamentalnego (i wielce dyskusyjnego) założenia tej teorii, traktującego państwa (rządy) jak zatomizowane podmioty, których głównym celem działania jest konkurowanie na efektywnym, wolnym rynku światowym o homogeniczny, doskonale mobilny kapitał

⁴⁰ Niejednoznaczne rezultaty w tym zakresie uzyskano w ekonometrycznym badaniu regresji, mającym podstawę w licznych stylizowanych faktach. Zob. V. Polterovich, V. Popov, *Democratization, Quality of Institutions, and Economic Growth*, TIGER Working Paper Series 2007, No. 102.

finansowy. W rezultacie jego krańcowa produktywność i ceny tych samych aktywów wyrównują się, poszczególne kraje są obciążone zbliżonym ryzykiem, a równocześnie postępuje proces realnej konwergencji. Rygoryzm założeń i jednostronność widzenia współczesnej roli państwa co najwyżej pozwalają zaliczyć podejście ortodoksyjne do grupy modeli normatywnych. Inaczej jest w przypadku (teoretycznie mniej „imponującego”) podejścia modernistycznego, które wydaje się lepiej interpretować obecną rzeczywistość. Przede wszystkim dostrzega ono dążenie wielu państw do ograniczania niepewności poprzez procesy integracyjne, a także fakt, iż współcześnie administracja rządowa pragmatycznie i kompleksowo podchodzi do różnych społecznych i ekonomicznych uwarunkowań wzrostu, zaś niektóre z nich są autotelicznymi celami polityki gospodarczej (i nie tylko); za przykład mogą posłużyć reformy instytucjonalne lub rozwój demokracji jako instrumentu rozwiązywania konfliktu interesów w społeczeństwie. Warto przy tym zauważyć, że w świetle podejścia modernistycznego doskonalenie owych uwarunkowań samo przez się pozytywnie oddziałuje na tempo wzrostu, a w dodatku na ogół przyciąga kapitał obcy, który wzmacnia to oddziaływanie, mamy tu więc do czynienia z efektem kumulacji.

Po trzecie, w opracowaniu dokonano przeglądu wybranych badań empirycznych, które przyporządkowano wyróżnionym podejściom teoretycznym, a jakość i rzetelność tych badań jest – do pewnego stopnia – potwierdzona przez przynależność ich autorów do takich organizacji, jak np. National Bureau of Economic Research (NBER), International Monetary Fund (IMF), czy European Central Bank (ECB). Podstawową kwestią jest tu metodologia badań, ściślej rzecz biorąc – powszechnie stosowana wymiennosc pojęć: liberalizacja rachunku kapitałowego oraz finansowe otwarcie gospodarki, przy całkowitej odmienności analitycznych ujęć: *de iure* oraz *de facto*. Wydaje się, że owa wymiennosc właśnie jest przyczyną kontrowersji między zwolennikami poszczególnych ujęć. Tymczasem jeśli by przyjąć, iż liberalizacja rachunku oznacza zniesienie (w różnym stopniu) ograniczeń administracyjno-prawnych, zaś finansowe otwarcie zależy (w różnym stopniu) od aktywnego włączenia się gospodarki w wymianę kapitałową, to wspomniane kontrowersje tracą na znaczeniu, a zaproponowane rozróżnienie lepiej opisuje rzeczywistość. Łatwo bowiem można sobie wyobrazić dwie gospodarki o identycznych restrykcjach nałożonych na rachunek kapitałowy, ale mające zarazem różne sumy zasobów brutto zagranicznych aktywów i pasywów, odniesione do PKB. To ostatnie, przy danych restrykcjach, zależy wprost od aktywności wszystkich podmiotów w sferze międzynarodowych przepływów finansowych, dotyczących określonej gospodarki. Warto przy tym zauważyć, że proponowane rozróżnienie stawia pod znakiem zapytania użyteczność

ujęcia *de facto* dla pomiaru stopnia liberalizacji tych przepływów. Wspomniane już kontrowersje są przejawem metodologicznej różnorodności badań, co sprawiło, iż w opracowaniu nie uzyskano jednoznacznej weryfikacji obu teoretycznych podejść. W odniesieniu do podejścia ortodoksyjnego przykładem jest prawidłowość: część badaczy znajduje pozytywną korelację między liberalizacją przepływów kapitału a wzrostem tylko w grupie krajów rozwiniętych, bądź potwierdza ją w zbiorze krajów rozwijających się, ale pod pewnymi warunkami związanymi np. ze stopniem dojrzałości sektora finansowego. Jeśli chodzi o podejście modernistyczne, to przeważa tu dodatnia korelacja między globalizacją finansową a pozytywnymi efektami polityki pieniężnej czy jakością rządu i reformami instytucjonalnymi, natomiast w przypadku pozostałych uwarunkowań wzrostu korelacje są niejednoznaczne.

Bibliografia

- Bauman Z., *Globalizacja. I co z tego dla ludzi wynika*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 2000.
- Bhagwati J., *The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars*, "Foreign Affairs" 1998, Vol. 7, No. 3.
- Castells M., *The Rise of the Network Society*, Blackwell Publishers, Oxford/Malden, Mass. 2001.
- Dell'Araccia G., Igan D., Laeven L., *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Paper 2008, No. WP/08/106.
- Dynus M., *Fiskalizm w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, luty 2007.
- Edison H. J., Levine R., Ricci L., Slok T., *International Financial Integration and Economic Growth*, IMF Working Paper 2002, No. WP/02/145.
- Edwards S., *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, NBER Working Paper 2001, No. 8076.
- Faria A., Mauro P., Minnoni M., *The External Financing of Emerging Market Countries: Evidence from Two Waves of Financial Globalization*, IMF Working Paper 2006, No. WP/06/205.
- Ferguson R., Hartman P., Panetta F., Portes R., *International Financial Stability*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, April 23, 2007 (mimeo).
- Fischer S., *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, w: *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, Vol. 207, Princeton University, Princeton 1998.
- Fratzscher M., Bussiere M., *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, ECB Working Paper 2004, No. 348.
- Garrett G., Mitchell D., *Globalization, Government Spending and Taxation in the OECD*, "European Journal of Political Research" 2001, Vol. 39.
- Havrylyshyn O., van Rooden R., *Institutions Matter in Transition, But So Do Policies*, IMF Working Paper 2000, No. WP/00/70.
- Hawkins J., *Globalization and Monetary Operations in Emerging Economies*, w: *Globalization and Monetary Policy in Emerging Markets*, BIS Papers 2005, No. 23.
- Heller P. S., Hauner D., *Characterizing the Expenditure Uncertainties of Industrial Countries in the 21st Century*, IMF Working Paper 2005, No. WP/05/91.
- Henry P., *Does Stock Market Liberalization Cause Investment Booms?*, "Journal of Financial Economics" 2000, No. 58.

- Iyigun M., Rodrik D., *On the Efficiency of Reforms: Policy Tinkering, Institutional Change and Entrepreneurship*, w: Eicher T. S., Garcia-Peñalosa C. (red.), *Institutions, Development and Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 2006.
- Jakóbk W., *Spowolnienie gospodarki światowej*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2008, nr 2/458.
- Kim W., *Does Capital Account Liberalization Discipline Budget Deficit?*, “Review of International Economics” 2003, Vol. 11, No. 5.
- Klein M., *Capital Account Liberalization, Institutional Quality, and Economic Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 2005, No. 11112.
- Kołodko G., *Globalizacja a transformacja. Iluzje i rzeczywistość*, referat na VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Kowalak T., *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, marzec 2007.
- Kowalik T., *Współczesne systemy ekonomiczne. Powstawanie, ewolucja, kryzys*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2000.
- Levine R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 2004, No. 10766.
- Levine R., *Capital Control Liberalization and Stock Market Development*, “World Development” 1998, No. 26.
- Lucas R. E., *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, “American Economic Review” 1990, Vol. 80, No. 2.
- Mishkin F. S., *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press, Princeton 2006.
- Molle W., *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk 2000.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B., *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, “Journal of Economic Literature” 2005, Vol. 43.
- Polterovich V., Popov V., *Democratization, Quality of Institutions and Economic Growth*, TIGER Working Paper Series 2007, No. 102.
- Prasad E. S., Rogoff K., Wei S. J., Kose M. A., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper 2003, No. 220.

- Quinn D. P., *The Correlates of Changes in International Financial Regulation*, "American Political Science Review" 1997, Vol. 91 (September).
- Quinn D. P., Toyoda A. M., *Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?*, Georgetown University,
http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/capital_liberalization_growth_Dec2006.pdf.
- Rodrik D., *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, Vol. 207, Princeton University, Princeton 1998.
- Rogoff K., *Globalization and Global Disinflation*, referat przedstawiony na 2003 Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole, Wyoming (mimeo).
- Sławiński A., *Banki centralne a globalizacja*, w: Małecki W. (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, VIZJAPress&IT, Warszawa 2007.
- Solarz J. K., *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.
- Stiglitz J. E., *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Stulz R., *The Limits of Financial Globalization*, „Journal of Finance” 2005, Vol. 60, No. 4.
- Summers L. H., *International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures*, "American Economic Review" 2000, Vol. 90, No. 2.
- Tsuru K., *Finance and Growth. Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature*, OECD Economic Department Working Paper 2000, No. 228.
- Wagner H., *Implications of Globalization for Monetary Policy*, IMF Working Paper 2001, No. WP/01/184.
- Winiecki J., *Polska wobec integracji z Unią Europejską i globalizacji gospodarki*, „Zeszyty Towarzystwa Ekonomistów Polskich” 1999, nr 2.
- Wojciechowski E., Podgórnjak-Krzykacz A., *Pomiar jakości rządzenia*, „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 3.
- World Economic Situation and Prospects 2007, Executive Summary, United Nations.

Streszczenie

Opracowanie zawiera kompleksową analizę relacji między liberalizacją przepływów kapitałowych, postrzeganych jako istotny składnik ogólnego procesu globalizacji, a wzrostem gospodarczym. Studium składa się z dwóch części. Pierwsza koncentruje się na przeglądzie współczesnych badań teoretycznych w dziedzinie samej globalizacji, jak również liberalizacji przepływów kapitałowych. W rezultacie formułowane są dwa podstawowe podejścia teoretyczne: a) ortodoksyjne (neoliberalne), które podkreśla pozytywny, bezpośredni wpływ globalizacji finansowej na wzrost gospodarczy, racjonalną alokację zasobów w skali świata, a także na właściwy rozkład ryzyka; b) podejście modernistyczne, które optuje za pośrednim wpływem globalizacji finansowej na wzrost gospodarczy, dokonującym się poprzez udoskonalenia w dziedzinie makroekonomicznej dyscypliny, lepsze rządzenie lub reformy instytucjonalne. Część druga zawiera szeroki przegląd badań empirycznych poświęconych weryfikacji paradygmatów teoretycznych. Studium jest zwieńczone wnioskami, które akcentują niejednoznaczne wyniki poszukiwań empirycznych, zwłaszcza w odniesieniu do podejścia ortodoksyjnego.

Słowa kluczowe: globalizacja, wzrost gospodarczy, przepływy kapitałowe, liberalizacja rachunku kapitałowego, testy empiryczne

Impact of the Financial Globalization on Economic Growth: Myths and Facts

Summary

This chapter provides a comprehensive analysis of the relationship between capital flows liberalization, perceived as an important component of the overall globalization process, and economic growth. The study is in two sections. The first section is focused on the review of the recent theoretical studies in the globalization itself as well as in the capital flows liberalization. As a result two main theoretical approaches are set forth: a) the orthodox (neoliberal) approach that stresses a positive direct impact of financial globalization on economic growth, rational worldwide allocation of resources, and a proper risk distribution as well; b) the modern approach which advocates indirect globalization impact on economic growth through some improvement in macroeconomic discipline, better governance or institutional reforms. The second section includes a wide range of empirical research aimed at verifying the theoretical paradigms. Finally, this paper draws conclusions regarding mixed and semi-significant results of empirical research, in particular if the orthodox approach is concerned.

Key words: globalization, economic growth, capital flows, capital flows liberalization, empirical tests