

**Małgorzata Jakubiak**

## **Rozdział 3.**

# **Oszczędności, inwestycje, integracja finansowa i bezpośrednio inwestycje zagraniczne w Europie Środkowej**

## **Wstęp**

Dane dotyczące krajowych oszczędności i inwestycji w krajach wysoko rozwiniętych sugerują, iż rynki kapitałowe nie są w pełni zintegrowane. Z drugiej strony różne miary integracji finansowej dowodzą, że kapitał stał się niezwykle mobilny. Niniejszy rozdział przedstawia teoretyczne wyjaśnienia tego faktu, obliczenia empiryczne dla "północnych" i "południowych" krajów Unii oraz estymacje zależności między oszczędnościami a inwestycjami dla wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Szczególna uwaga poświęcona została Polsce.

Zauważono, iż część inwestycji mających miejsce na tzw. "południu" UE była finansowana przez zagraniczny kapitał, którego istotną część stanowiły bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ). W latach 90. rosła również napływy BIZ do bardziej zaawansowanych transformacyjnie krajów Środkowej i Wschodniej Europy. W rozdziale analizowana jest wielkość i dynamika BIZ w tym regionie oraz ich wpływ na krajowe inwestycje.

W pierwszej części rozdziału omawiany jest paradoks Feldsteina-Horioki, mówiący o istnieniu wysokiej korelacji pomiędzy krajowymi oszczędnościami i inwestycjami w świecie, gdzie kapitał jest postrzegany jako wysoce mobilny. Przedstawiona jest również krytyka tego fenomenu oraz możliwości jego wyjaśnienia. Druga część poświęcona jest analizie stóp oszczędności i inwestycji w krajach Unii Europejskiej. W trzeciej części przedstawione są szeregi czasowe oszczędności, inwestycji i BIZ dla Europy Środkowej oraz sformułowane są prognozy.

## **3.1. Krajowe oszczędności, międzynarodowe inwestycje i przepływy kapitałowe**

### **3.1.1 Krajowe oszczędności i międzynarodowe inwestycje**

Dane dotyczące korelacji między oszczędnościami i inwestycjami krajowymi wskazują, iż rynki finansowe nie są doskonale zintegrowane. Jednocześnie wydaje się, że lata 90. przyniosły prawie doskonałą mobilność kapitału w Europie. Obserwacja wysokiej korelacji między oszczędnościami a inwestycjami (S-I) – tzw. paradoks Feldsteina-Horioki – zaprzeczała przekonaniom o wysokiej mobilności kapitału. Poniższa część pracy przedstawia literaturę dotyczącą korelacji S-I, dane o integracji rynków finansowych oraz wskazuje możliwości wyjaśnienia wspomnianego fenomenu.

#### **Paradoks Feldsteina-Horioki**

W gospodarce zamkniętej oszczędności równają się inwestycjom. W gospodarce otwartej różnica tych dwóch wielkości znajduje odbicie w bilansie obrotów bieżących. Feldstein i Horioka (1980) postulowali, że kiedy kapitał jest doskonale mobilny pomiędzy krajami, tak iż może przepływać bez ograniczeń wyrównując zyski inwestorów, nie powinno obserwować się korelacji pomiędzy krajowymi stopami oszczędności i inwestycji. Jeżeli krajowe oszczędności dodać do światowego zasobu oszczędności, a krajowe inwestycje będą konkurować o fundusze z tego samego zasobu, oszczędności powstałe w jednym kraju nie musiałyby w nim pozostawać. Natomiast w przypadku kiedy istnieje wie-

le ograniczeń w przepływie kapitału, krajowe oszczędności i inwestycje powinny być wysoko skorelowane. Oczywiście jest, że oba przypadki prowadzą do innych wniosków na temat skutków konkretnych polityk.

Aby przedstawić zależność między stopami oszczędności i stopami inwestycji Feldstein i Horioka (1980) oszacowali następującą regresję na danych przekrojowych:

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta(S/Y)_i \quad (1)$$

gdzie  $(I/Y)_i$  to stosunek krajowych inwestycji brutto do produktu krajowego brutto, a  $(S/Y)_i$  to stosunek oszczędności krajowych brutto do PKB. Obliczenia zostały przeprowadzone dla 21 krajów OECD, a użyto do nich średnich stóp z okresu obejmującego 15 lat (1960–1974). Parametr  $\beta$  miał wielkość 0,89, ze standardowym błędem 0,07 i nie był istotnie różny od jedynki.

Z powyższych obliczeń Feldstein i Horioka wyciągnęli wniosek, iż dane wyraźnie przeczą hipotezie o doskonałej światowej mobilności kapitału. Wskazują natomiast, że w długim okresie większość jakichkolwiek dodatkowych oszczędności pozostaje w kraju, w którym powstała.

Co więcej, uzyskany rezultat wskazywał, że związek między oszczędnościami a inwestycjami nie był zależny ani od wielkości gospodarki, ani od relatywnej wielkości przepływów handlowych. Wzięcie pod uwagę potencjalnej endogeniczności stopy oszczędzania również nie zmieniło wyników. Feldstein i Bacchetta policzyli korelacje dla okresu 1980–1986 i zaobserwowali znaczny spadek współczynników w grupie 23 krajów OECD. Aczkolwiek wzrost krajowych oszczędności wciąż wywierał silny – choć mniejszy niż w latach 1960 i 1970 – efekt na krajowych inwestycjach. Nawet w latach 80 współczynnik  $\beta$  z równania 1 był większy niż 0,8 dla całej grupy 23 krajów OECD.

Feldstein i Horioka (1980) oraz Feldstein i Bacchetta (1991) zbadali, czy inwestycje były tak samo wrażliwe na zmiany różnych rodzajów oszczędności, a mianowicie: oszczędności rządowych, prywatnych i korporacyjnych (te ostatnie jedynie Feldstein i Horioka, 1980). Wyniki pokazały, że zmiana jakichkolwiek oszczędności krajowych miała ten sam efekt na krajowych inwestycjach.

### **Zrozumieć powody wysokiej korelacji pomiędzy oszczędnościami a inwestycjami**

Dornbusch (1991) wskazał kilka kanałów, dzięki którym może zachodzić obserwowana korelacja między oszczędnościami a inwestycjami w gospodarkach otwartych. Tak silny związek może być, według Dornbusch'a, powodowany przez:

- ograniczenia w bilansie obrotów z zagranicą, które mogą wyznaczać granicę odchylenia inwestycji od krajowych oszczędności;

- mobilność kapitału może być uzależniona od rozmiarów firm operujących w danej gospodarce, tak iż jedynie duże korporacje i sektor publiczny mogą mieć dostęp do światowych rynków;

- mogą istnieć praktyki regulacyjne w stosunku do instytucji finansowych wzmacniające tendencję do unikania ryzyka przez inwestorów;

- korelacja pomiędzy oszczędnościami a inwestycjami może również oznaczać istnienie struktury gospodarczej powodującej jednocześnie wysoki poziom inwestycji i oszczędności.

Dornbusch (1991) przestrzega przed wyciąganiem wniosków dotyczących polityki gospodarczej opartych na tezie o niedoskonałej mobilności kapitału, w sytuacji kiedy nieznana jest przyczyna tak wysokiej korelacji inwestycji i oszczędności.

### **Dane z gospodarki USA – zaprzeczeniem paradoksu Feldsteina–Horioki w latach 80.**

Zaobserwowane korelacje między oszczędnościami a inwestycjami nie sprawdzały się dla każdego kraju. Jak zauważyli Frankel (1991) i Dornbusch (1991), istnieje uderzająca różnica w danych amerykańskich między latami 80., a wcześniejszym okresem. Pozytywna korelacja S–I przestała zachodzić w latach 80., odzwierciedlając duże deficyty na rachunku obrotów bieżących, kiedy spadki amerykańskich stóp oszczędzania nie były pokrywane przez odpowiednie spadki stóp inwestycji. Nawet w chwili obecnej trudno jest ocenić, czy ten fenomen przedstawia trend światowy, czy jest specyficzny dla Stanów Zjednoczonych [Dornbusch, 1991] jako konsekwencja liberalizacji finansowej w Japonii, Wielkiej Brytanii, czy rozwoju rynków europejskich [Frankel, 1991].

### **Korelacja S–I nie może być testem międzynarodowej mobilności kapitału**

Jansen (1996) zanegował możliwość testowania mobilności kapitału za pomocą mierzenia stopnia korelacji między krajowymi oszczędnościami a inwestycjami. Korelacja ta bowiem, jego zdaniem, odzwierciedla kointegrację krajowych inwestycji i oszczędności w czasie. Istnieje długookresowa równowaga pomiędzy dwoma agregatami, aczkolwiek oba szeregi mogą podlegać trendom lub cyklicznym wahaniom. Jansen podkreśla, że to międzyokresowe ograniczenie budżetowe powoduje obserwowany związek w długim okresie.

Aby udowodnić swoją tezę, Jansen zastosował mechanizm korekcji błędów do danych z 23 krajów OECD (za okres 1952–1991) i zaobserwował, że widoczne są znaczne różnice w krótkookresowych korelacjach pomiędzy oszczędnościami a inwestycjami dla poszczególnych krajów. Przeprowadził także symulacje Monte Carlo, których rezultatem były regresje Feldsteina–Horioki z estymatorem współczynnika  $\beta$  dążącym do jedności. Powodem osiągnięcia przez ten współczynnik wartości bliskiej 1 było międzyokresowe ograniczenie budżetowe i, być może, ograniczona mobilność kapitału. Ponieważ niemożliwe jest wyodrębnienie wpływu każdego z tych czynników, Jansen stwierdził, że regresje na poziomach, na danych przekrojowych, nie nada-

ją się ani do określania stopnia mobilności kapitału, ani do testowania jej obecności. W zamian za to Jansen postulował przeprowadzanie krótko- i długookresowych analiz indywidualnie dla każdego kraju.

### **Międzynarodowe przepływy kapitału rozważone ponownie**

Feldstein (1994) badając naturę światowych przepływów kapitałowych stwierdził, że chociaż kapitał ogólnie może się przemieszczać niezależnie od granic, istnieją przesłanki sugerujące, że jest on relatywnie mało mobilny z powodu segmentacji rynku kapitałowego. Tak więc oryginalne regresje Feldsteina–Horioki odzwierciedlają raczej relacje między oszczędnościami a przepływem kapitału aktualnie mającego miejsce.

Dowodem na przemieszczanie się kapitału jest równość stóp procentowych identycznych papierów wartościowych na różnych rynkach. Z drugiej strony, istnieją dane świadczące o tym, że kapitał nie przemieszcza się między narodowymi granicami w ten sam sposób, w jaki ma to miejsce na rynkach wewnętrznych. Można mówić o tzw. „obciążeniu ze względu na kraj pochodzenia” w portfelach inwestycyjnych, a parytety stóp procentowych nie zachodzą dla ważniejszych walut. Feldstein stwierdził, że kapitał jest ogólnie mobilny, aczkolwiek „jego właściciele wolą trzymać go w domu”.

Podobne wyjaśnienia podał Dornbusch (1991), przy czym podkreślił on znaczenie hedżingu walutowego. Obecność ryzyka związanego z konkretną walutą powoduje, że wielu managerów hedżuje znaczną część swoich portfeli inwestycyjnych, co pozwala im na zajmowanie pozycji w zagranicznych papierach wartościowych bez transferu kapitału za granicę. Wobec tego patrzenie na wielkość zagranicznych inwestycji portfelowych lub wielkość pożyczek zagranicznych może być mylące, szczególnie jeżeli wyciąga się przy tym wnioski dotyczące wielkości rzeczywistych przepływów kapitału.

Feldstein (1994) zaobserwował również, że bezpośrednio inwestycje zagraniczne powodowały spadek inwestycji krajowych o mniej więcej tą samą wielkość nie mając wpływu na krajowe oszczędności.

### **3.1.2 Integracja rynków finansowych**

Opisane analizy przedstawiają obraz silnej korelacji między oszczędnościami a inwestycjami. Jest zatem interesującym zobaczyć, na ile w rzeczywistości mobilny jest sam kapitał. Poniżej przedstawiony jest opis badań dotyczących integracji rynków finansowych Unii Europejskiej i Europy Środkowej i Wschodniej.

#### **Określenie mobilności kapitału**

Frankel (1991) proponuje cztery alternatywne metody oszacowania stopnia mobilności kapitału i stosuje je do

zbioru danych z 25 krajów. Sprawdza mobilność kapitału stosując oryginalną definicję Feldsteina–Horioki oraz trzy definicje parytetu stóp procentowych. Do roku 1988, za sprawą dokonującej się w latach 80. integracji rynków finansowych, a co za tym idzie, za sprawą rosnących przepływów kapitałowych, zostały wyeliminowane krótkookresowe różnice w stopach procentowych dla większości najbardziej uprzemysłowionych krajów świata.

Niektóre państwa europejskie wchodziły w skład badanej próby. Frankel (1991) otrzymał bardzo małe różnice w stopach procentowych w okresie 1982–1988 dla krajów, o których powszechnie wiadomo, że nie stosują ograniczeń w przepływie kapitału, jak Niemcy, Szwajcaria i Holandia. Różnice w stopach procentowych były również relatywnie niewielkie w grupie państw, które rozpoczęły znoszenie restrykcji kapitałowych w latach 1970. i 1980., tzn. w Wielkiej Brytanii, Austrii, Belgii, Irlandii, we Włoszech i w Szwecji. Różnice w stopach procentowych były istotnie ujemne w przypadku Francji, a duże i ujemne w przypadku Hiszpanii, Danii, Portugalii i Grecji, co oznacza stosowanie restrykcji przeciwko odpływom kapitału.

#### **Kontrola przepływu kapitału w gospodarkach uprzemysłowionych i transformujących się**

Indeks mierzący obecność i zasięg restrykcji dotyczących przepływów kapitałowych, skonstruowany przez Tamarisę (1998), porównuje grupę państw wysoko uprzemysłowionych i gospodarki transformujące się. Bierze pod uwagę informacje dotyczące ponad 50. typów restrykcji, zaczerpniętych z Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions MFW, między innymi: restrykcje dotyczące papierów wartościowych na rynku kapitałowym i pieniężnym, instrumentów pochodnych, operacji kredytowych, BIZ, obrotów na rynku nieruchomości. Tak jak można by oczekiwać, kraje transformujące się stosują więcej restrykcji dotyczących przepływu kapitału.

#### **Liberalizacja przepływów kapitałowych i integracja finansowa transformujących się gospodarek**

W latach 90. do gospodarek szybko rozwijających się zaczął napływać kapitał na skalę, jakiej nie widziano od czasu złotego standardu w końcu XIX i początku XX wieku [MFW: International Capital Markets, 1997]. Indeks kontroli kapitałowych, stworzony przez MFW dla 163 szybko rozwijających się gospodarek – włączając kraje azjatyckie, południowoamerykańskie oraz wschodnioeuropejskie – pokazuje znaczne złagodzenie kontroli przepływu kapitału dokonujące się w tych państwach od połowy lat 1980. Rozważany wskaźnik jest wrażliwy na restrykcje wobec transakcji na rachunku kapitałowym, stosowanie wielu kursów walutowych i restrykcje dotyczące rachunku obrotów bieżących. Wartość tego indeksu zaczęła gwałtownie spadać od 1990 r., co znalazło odbicie w szybkim wzroście napływu kapitału do tych gospodarek – mierzonego przez stosunek przepływu kapitału do PKB.

Inny wskaźnik – indeks integracji stworzony przez Bank Światowy – łączy miary zdolności danego państwa do przyciągnięcia różnych form prywatnego kapitału (kapitału portfelowego, przepływów pomiędzy bankami komercyjnymi, BIZ) oraz miarę zróżnicowania źródeł napływów finansowych do danego kraju. Pokazuje on wyraźnie, że dokonuje się proces integracji finansowej gospodarek transformujących się z resztą świata.

### Wskaźniki integracji finansowej

Kiedy portfele inwestycyjne stają się coraz bardziej globalne, różnice w "atrakcyjności" poszczególnych państw stają się coraz ważniejsze. Wielkości przepływów kapitałowych mogą być przybliżeniem ryzyka postrzeganego przez inwestorów, związanego z umieszczeniem kapitału na danym rynku. Tak więc kraje, w których kontrola przepływu kapitału jest wysoka, co znajduje odbicie w ryzyku związanym z inwestycją w danym kraju lub w wiarygodności kredytowej, nie powinny doświadczać dużych przepływów kapitałowych.

Tabela 1 przedstawia wskaźniki integracji finansowej publikowane przez Bank Światowy [*World Development Indicators*, 1997]. Ratingi kredytowe *Institutional Investor* przypisują poszczególnym krajom rangi ze względu na możliwości inwestycji portfelowych. Wskaźnik ten jest oparty na informacjach dostarczanych przez wiodące banki międzynarodowe, a jego wartość waha się od 0 do 100. Stopy przepływów kapitałowych brutto przybliżają stopień integracji finansowej. Są lepszymi wskaźnikami od przepływów netto, ponieważ mierzą całkowitą wartość finansowych transakcji w danym okresie. Prywatne przepływy kapitałowe brutto są sumą wartości bezwzględnych napływów i odpływów inwestycji bezpośrednich, portfelowych i innych, zarejestrowanych w bilansie płatniczym, bez aktywów i pasywów władz monetarnych i rządu. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto są sumą wartości bezwzględnych napływów i odpływów BIZ zarejestrowanych w bilansie płatniczym. Oba wskaźniki są przedstawione jako udziały odpowiednich wielkości w PKB, przeliczone na dolary za pomocą parytetu siły nabywczej.

Ratingi kredytowe *Institutional Investor* dla Polski (50,2) i Węgier (49,7) nie są bardzo odległe od wskaźników dla Grecji (53,0). Portugalia, Włochy i Hiszpania osiągnęły następne w kolejności – aczkolwiek dosyć odległe – ratingi, odpowiednio 71,2, 75,4 oraz 75,5. Wielka Brytania, Francja i Holandia zostały ocenione jako "najmniej ryzykowne" w próbie. Wskaźniki dla tych państw osiągnęły wartości około 90.

Udział prywatnych przepływów kapitałowych brutto w PKB dla Polski (9,3) również nie jest bardzo odległy od wskaźnika dla Grecji (10,9) i Hiszpanii (10,3). Udział ten na Węgrzech wyniósł w 1996 r. 14,0, co przybliżyło Węgry do Portugalii (19,0) i Włoch (19,1). Dane dotyczące BIZ brutto są mniej przejrzyste. Udziały przepływów BIZ w Polsce

i na Węgrzech – prawdopodobnie odzwierciedlające głównie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych – są także podobne do wartości otrzymanych dla Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoch.

Wskaźniki brutto prawdopodobnie odzwierciedlają różne aspekty przepływów kapitałowych, tj. napływ inwestycji do Europy Wschodniej i bardziej zrównoważone przepływy w państwach EU. Jednak pomimo tego można za pomocą owych udziałów wiarygodnie ocenić relatywną wielkość przepływów kapitałowych w 1996 r.

Przytoczone dane sugerują, że restrykcje kapitałowe w Polsce i innych państwach regionu zostały znacznie złagodzone w latach 1990. Miary integracji finansowej pokazują, że Polska nie jest daleko z tyłu w stosunku do niektórych krajów UE. Co więcej, istnieje możliwość przepływu kapitału w Europie Wschodniej i – na co wskazują również wyniki innych badań – polska gospodarka doświadcza od połowy lat 1990. gwałtownego wzrostu napływu kapitału.

### 3.1.3 Dylemat korelacji oszczędności–inwestycje

W pierwszych częściach pracy zostały już przedstawione dobrze znane fakty dotyczące korelacji S–I oraz mobilności kapitału. Nie da się zaprzeczyć, że oszczędności i inwestycje są silnie skorelowane. Z drugiej strony – kapitał w krajach UE, a ostatnio również i w Europie Wschodniej, staje się coraz bardziej mobilny. Obie obserwacje, które początkowo były ze sobą sprzeczne dały początek całej klasie teoretycznych wyjaśnień paradoksu.

Niektórzy autorzy proponują budowę modeli opartych na założeniu o doskonałej mobilności kapitału, gdzie inwestycje są skorelowane z oszczędnościami ponieważ reagują na te same warunki makroekonomiczne [Artis i Bayoumi, 1990]. Artykuł Baxtera i Cruciniego (1993) jest przykładem takiego podejścia. Autorzy skonstruowali standardowy neoklasyczny model, gdzie dwa kraje produkują jedno dobro, siła robocza nie może się przemieszczać, zmiany produktywności są egzogeniczne w stosunku do firm, rynki równoważą się oraz zakłada się doskonałą mobilność kapitału. Korelacja między inwestycjami a oszczędnościami zależy od korelacji między inwestycjami a produkcją, korelacji między konsumpcją a inwestycjami oraz zmienności konsumpcji, produkcji i oszczędności. Model przewiduje występowanie silniejszych korelacji w większych gospodarkach.

Innym wytłumaczeniem dlaczego korelacja między inwestycjami a oszczędnościami nie może być testem mobilności kapitału jest propozycja, że rządy mogą obierać sobie jako cel wysokość bilansu obrotów bieżących. Artis i Bayoumi (1990) oszacowali funkcje reakcji rządów państw uprzemysłowionych. Analiza pokazała, iż bilans obrotów bieżących był celem polityk rządowych w latach 70., a jego znaczenie zmalało w latach 80. Fakt ten powinien tłumaczyć

Tabela 1. Wskaźniki przepływów kapitałowych, 1996 r.

	Ratingi kredytowe <i>Institutional Investor</i>	Prywatne przepływy kapitałowe brutto (% PKB)	Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto (% PKB)
AUSTRIA	86,5	22,0	2,9
BELGIA	81,3		
DANIA	82,6	27,8	2,7
FINLANDIA	76,6	29,7	5,6
FRANCJA	88,4	17,2	3,7
GRECJA	53,0	10,9	0,8
IRLANDIA	76,7	66,5	4,7
WŁOCHY	75,4	19,1	0,8
HOLANDIA	90,6	35,5	9,0
PORTUGALIA	71,2	19,0	1,0
HISZPANIA	75,5	10,3	1,9
SZWECJA	76,2	92,6	6,1
WIELKA BRYTANIA	88,4	59,9	6,6
POLSKA	50,2	9,3	2,0
WĘGRY	49,7	14,0	2,8
BIAŁORUŚ	14,2		
BUŁGARIA	22,2	6,4	0,4
CHORWACJA	33,6	12,3	1,7
CZECHY		10,9	1,3
ESTONIA	36,9	13,7	3,2
ŁOTWA	32,6	15,4	3,8
LITWA	31,1	6,5	0,9
RUMUNIA	34,1	3,9	0,3
FEDERACJA ROSYJSKA	27,5	11,6	0,4
SŁOWACJA	44,8	10,7	0,8
SŁOWENIA	36,9	9,5	0,8
UKRAINA	19,8	7,2	0,2

Źródło: Miesięcznik Institutional Investor publikowany w World Development Indicators, str. 262–264; MFW, Baza Danych Balance of Payments, publikowana w World Development Indicators, str. 310–312

czyć zmniejszające się współczynniki zależności krajowych inwestycji od krajowych oszczędności.

Następna część pracy poświęcona jest zachowaniu się szeregów czasowych inwestycji i oszczędności w Europie i zbadaniu, na ile silnie inwestycje krajowe zależą od krajowych oszczędności w państwach europejskich.

### 3.2. Krajowe oszczędności i inwestycje – badanie

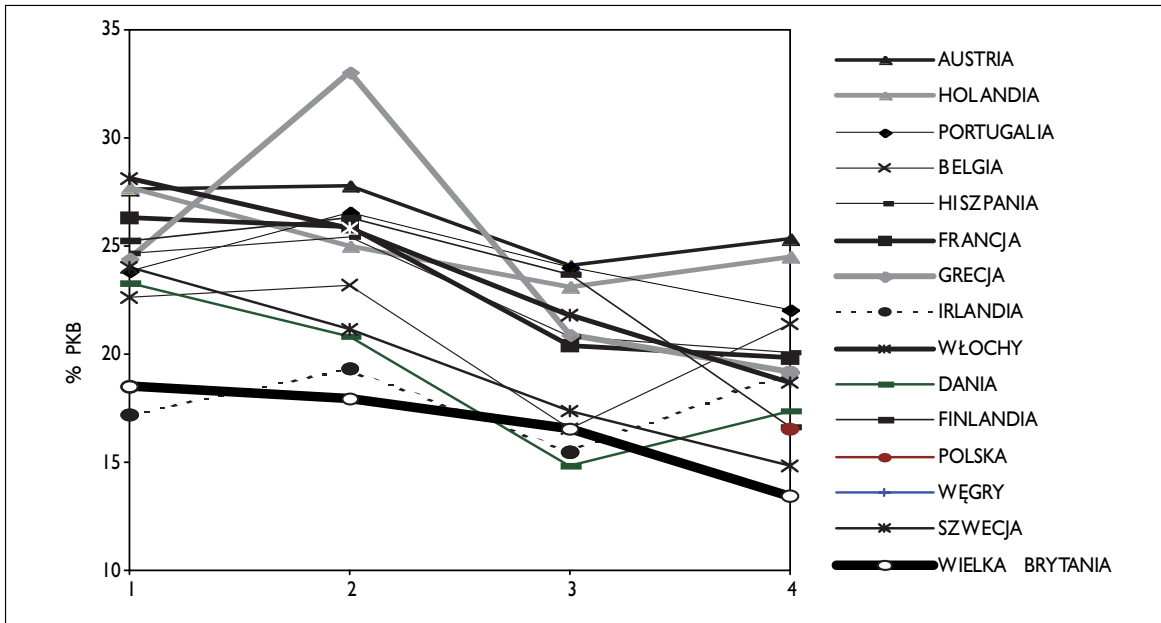
Celem pracy jest zbadanie, na ile krajowe oszczędności i inwestycje w Polsce i w innych krajach Europy Wschodniej są od siebie wzajemnie zależne. Ponieważ długookresowe dane dotyczące regionu nie są dostępne, przeprowadzona została analiza porównawcza. Naturalnymi partnerami do tego rodzaju porównań są państwa Unii Europejskiej, zatem

część empiryczną rozpoczyna analiza ścieżek czasowych stóp inwestycji i oszczędności w państwach UE oraz sprawdzenie, czy inwestycje i oszczędności w Europie są wciąż istotnie skorelowane. W badaniu wykorzystano dane z 13 krajów UE, a także, w niektórych momentach, dane polskie i węgierskie z lat 1990–1995. Analizę rozpoczyna porównanie wysokości europejskich stóp inwestycji i oszczędności podczas ostatnich czterech dekad.

#### 3.2.1 Analiza przeciętnych stóp oszczędzania i inwestycji

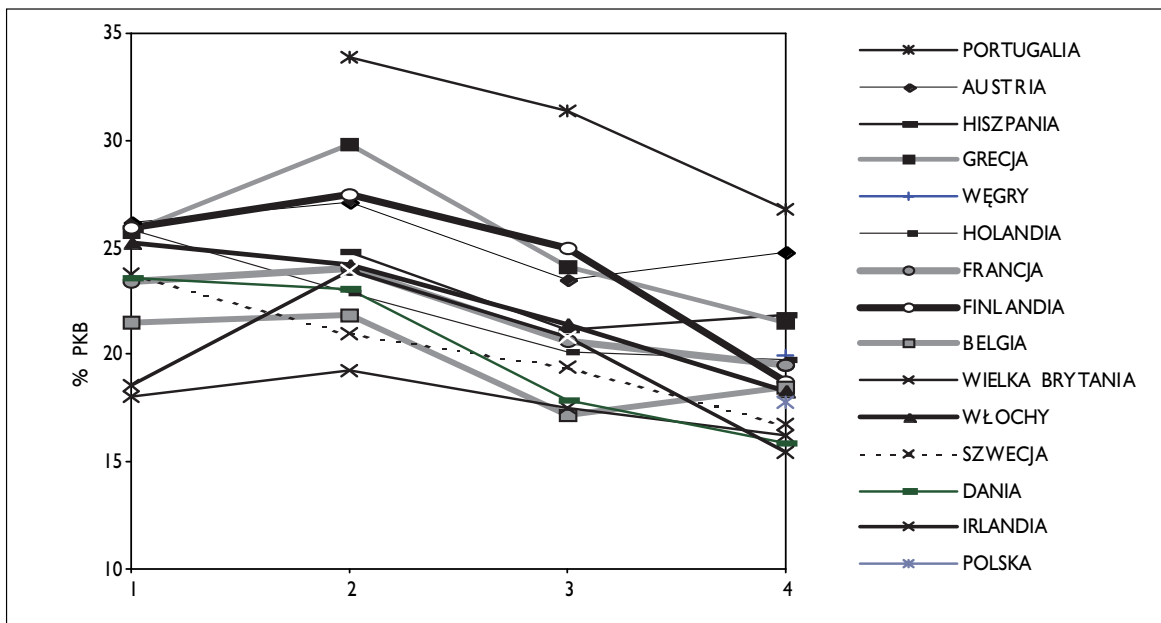
Wykresy 1 i 2 pokazują ewolucję przeciętnych stóp oszczędzania i inwestycji podczas ostatnich czterech dekad. Stopa inwestycji jest zdefiniowana jako udział zrealizowanych inwestycji brutto w PKB, a stopa oszczędzania – jako udział oszczędności brutto w PKB. Stopy oszczędzania i inwestycji zostały obliczone dla każdego roku, a następnie

Wykres 1. Przeciętne stopy oszczędzania, 1960–1995



Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

Wykres 2. Przeciętne stopy inwestycji, 1960–1995



Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

otrzymano wartości przeciętne dla okresów dziesięcio- i sześciolatkich. Można zauważyć ogólny trend spadkowy zarówno dla stóp oszczędności, jak i dla stóp inwestycji. Stopy inwestycji wahały się od 19% do 34% w latach 70., od 17% do 31% w latach 80., podczas kiedy w okresie 1990–1995, zakres osiąganych wartości spadł odpowiednio do 15% i 27%. Odpowiednie wartości przeciętnych stóp oszczędzania spadły z 17%–27% w latach 60. do 13%–25% w latach 1990–1995.

lat 60. Estymator współczynnika  $\beta$  osiągnął wartość 0,74 w okresie 1960–1969, 0,61 podczas kolejnej dekady i 0,51 w okresie 1990–1995.

Podobną analizę przeprowadzono dla okresu 1980–1995, z próbą powiększoną o dane z Hiszpanii i Portugalii. Estymator współczynnika  $\beta$  w latach 80. osiągnął imponującą wielkość 0,82, lecz w latach 1990–1995 jego wartość spadła do 0,67.

Wartość współczynnika z równania Feldsteina–Horioki

Tabela 2. Zależność między krajowymi stopami oszczędności a krajowymi stopami inwestycji, 1960–1995

Okres	I I obserwacji			I3 obserwacji		
	Stała	S/Y	R <sup>2</sup>	Stała	S/Y	R <sup>2</sup>
1960-69	5,63	0,738744	0,83			
1970-79	9,28	0,610487	0,74			
1980-89	9,26	0,585504	0,58	5,22	0,817232	0,53
1990-95	8,42	0,535884	0,51	6,52	0,669855	0,45

Wszystkie estymatory odnoszą się do równania I w tekście. Zmienne zostały uśrednione dla wskazanych okresów

Najwyższe przeciętne stopy inwestycji przez cały badany okres występowały w Portugalii (34% w 1970, 27% w okresie 1990–1995). Hiszpańskie i greckie stopy inwestycji należały również do najwyższych w Europie. W Grecji, w latach 70., przeciętne stopy oszczędności były tak wysokie (33%), jak w żadnym innym z badanych krajów.

Polskie (17,8% PKB) i węgierskie (19,9% PKB w latach 1991–1995) stopy inwestycji należały do średnich pod względem wielkości, w badanej próbie 13 krajów UE we wczesnych latach 90. Nie można tego samego powiedzieć o stopach oszczędzania, które w obu krajach były w tym okresie jeszcze bardzo niskie na tle stóp oszczędzania państw UE.

Zarówno polskie, jak i węgierskie stopy inwestycji są zbliżone w swojej wielkości do przeciętnych stóp inwestycji większości krajów Unii Europejskiej. Aczkolwiek, biorąc pod uwagę infrastrukturę i potrzeby obu transformujących się gospodarek oraz zachowywanie się stóp inwestycji w mniej zamożnych państwach UE w przeszłości, należy oczekiwać rosnących stóp inwestycji w Europie Wschodniej w najbliższych latach. Trudno jest natomiast przewidzieć, jak będzie wyglądał proces dostosowywania się stóp oszczędności w naszym regionie.

### Korelacje między inwestycjami a oszczędnościami w UE

Tabela 2 pokazuje korelacje między inwestycjami a oszczędnościami, wyrażone jako współczynniki  $\beta$  z równania regresji Feldsteina–Horioki (równanie I). Wyniki estymacji na danych przekrojowych 11 krajów europejskich wymienione są w pierwszej kolumnie. Próba składa się z następujących państw: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Irlandia, Włochy, Holandia, Szwecja i Wielka Brytania. Wartości współczynników systematycznie spadały od

spadała w okresie 1960–1995 i 1980–1995, sugerując obniżanie się korelacji krajowych inwestycji z krajowymi oszczędnościami w Europie. Jednak wielkość współczynnika była bardzo wrażliwa na zmiany składu próby, wskazując na możliwość występowania dużych różnic pomiędzy poszczególnymi krajami pod względem zależności stóp inwestycji od stóp oszczędności.

### 3.2.2 Inwestycje i oszczędności w Europie Środkowej i Wschodniej

Postępując się wskazówką, iż badania zależności między oszczędnościami a inwestycjami w danym kraju mogą przybliżyć naturę badanej korelacji, poniżej przedstawiona jest analiza szeregów czasowych obu wielkości dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Najpierw omówione są dane dotyczące Polski, następnie uwaga jest poświęcona wielkościom otrzymanym dla Republiki Czeskiej, Węgier, Słowenii i Estonii. Tabela 3 pokazuje wielkości stóp oszczędzania i inwestycji w latach 1991–1997.

Można zaobserwować, że w Polsce stopy inwestycji, zastraszająco niskie w latach 1992–1993, zaczęły rosnąć i od 1996 zaczęła być widoczna nadwyżka inwestycji nad oszczędnościami. Stopa inwestycji osiągnęła w 1996 roku wartość 22% PKB, osiągając poziom przeciętnych stóp inwestycji państw „południa” UE we wczesnych latach 80. Krajowa stopa oszczędzania znacznie wzrosła w ostatnich latach, jednak jej dalszy wzrost jest nadal pożądany.

Węgierskie stopy inwestycji rosną od 1993 roku, chociaż z roku na rok ich wzrost jest słabszy. Stopa oszczędzania, która spadała podczas okresu 1991–1993, zaczęła później rosnąć i od 1996 r. jej dystans od stopy inwestycji kształto-



wał się na poziomie 2% PKB Węgier. Wzrost stóp oszczędności był bardziej wyraźny na Węgrzech niż w Polsce. Pomimo, że węgierskie oszczędności wynosiły jedynie około 10% PKB w 1993 r., zdołały znacznie wzrosnąć przez następne cztery lata, tak iż w 1997 r. wynosiły prawdopodobnie około 23% PKB. Węgierskie stopy inwestycji przewyższają stopy oszczędności od 1991 r., a ich poziomy w 1996 i 1997 r. (25% PKB) są na poziomie odpowiednich wielkości w Polsce.

na poziomie 22% PKB, Węgry – na poziomie 25%, inwestycje w Czechach zbliżyły się do 35% PKB w 1996 r. Ta wielkość jest wyjątkowo wysoka nawet w porównaniu z krajami UE w latach 90. i była w 1996 roku powodem luki zasobów krajowych w wysokości 8% czeskiego PKB.

Istnienie luki zasobów krajowych obserwuje się w Estonii od 1993 r. W 1996 r. luka ta wynosiła aż 10% estońskiego PKB. Początkowo bardzo wysoka stopa

Tabela 3. Stopy oszczędności i inwestycji brutto oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne w państwach Europy Środkowej i Wschodniej, 1991–1997

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Polska:</b>							
Stopa oszczędności krajowych brutto <sup>a</sup>	15,9	15,4	15,8	20,2	21,4	20,9	21,0
Stopa inwestycji brutto <sup>a</sup>	19,9	15,2	15,6	17,7	19,8	22,0	24,7
BIZ jako procent inwestycji krajowych <sup>e</sup>	2,0	5,0	13,0	10,9	14,8	16,5	16,1
<b>Węgry:</b>							
Stopa oszczędności krajowych brutto <sup>b</sup>	18,1	15,3	10,6	14,4	20,4	22,4	23,4*
Stopa inwestycji brutto <sup>b</sup>	20,6	16,1	20,0	22,2	24,1	24,5	25,4*
BIZ jako procent inwestycji krajowych <sup>b</sup>	21,4	24,7	30,5	12,5	41,4	18,2	
<b>Czechy:</b>							
Stopa oszczędności krajowych brutto <sup>c</sup>	36,84	27,45	20,23	20,11	23,31	26,91	
Stopa inwestycji brutto <sup>c</sup>	29,89	27,07	18,39	20,37	27,81	34,52	
BIZ jako procent inwestycji krajowych <sup>d</sup>			11,39	11,96	19,57	7,57	
<b>Słowenia:</b>							
Stopa oszczędności krajowych brutto <sup>c</sup>	26,42	24,73	20,61	23,16	21,89	22,24	
Stopa inwestycji brutto <sup>c</sup>	20,61	18,41	18,73	19,75	21,20	22,09	
BIZ jako procent inwestycji krajowych <sup>c</sup>			4,47	4,33	4,06	4,35	
<b>Estonia:</b>							
Stopa oszczędności krajowych brutto <sup>c</sup>	34,48	32,75	22,18	18,29	18,19	14,08	
Stopa inwestycji brutto <sup>c</sup>	20,93	21,03	23,93	26,59	25,62	24,81	
BIZ jako procent inwestycji krajowych <sup>c</sup>		7,06	15,63	19,21	18,81	12,94	

Źródło: a: GUS, SNA, b: MFW Staff Country Report No. 97/104, c: World Development Indicators, d: własne obliczenia na podstawie baz danych IFS i WDI; e: obliczenia własne na podstawie Liberdy (1998) i GUS: SNA; \*oszacowania MFW

Dane polskie od 1994 roku uwzględniają aktywność szarej strefy

Istnieją pewne podobieństwa pomiędzy polskimi i czeskimi ścieżkami inwestycji i oszczędności. Stopa inwestycji w Czechach, spadająca do 1993 r., podniosła się w kolejnym roku do 20% PKB i od tego czasu rośnie w stałym tempie. Stopa oszczędności, pozostająca na niskim poziomie do 1994 r., zaczęła rosnąć w 1995 r., ale rosnąca luka zasobów krajowych jest widoczna w gospodarce czeskiej od 1995 r. Najważniejsza różnica pomiędzy stopami inwestycji w Republice Czeskiej a w innych państwach regionu leży w ich wysokości. Podczas kiedy Polska zarejestrowała inwestycje

oszczędzania spadała od 1991, a w 1996 r. osiągnęła wartość zaledwie 14% PKB. Estońska stopa inwestycji rosła między 1991 a 1993 r. i od tego czasu osiąga corocznie wielkości około 25%.

Słoweńskie stopy oszczędzania osiągały wartości powyżej 20% PKB w ciągu lat 1991–1996. Pomimo ich spadku w pierwszych dwóch latach, trend nie był kontynuowany, tak iż w 1996 r. stopa oszczędzania była na poziomie 22% PKB. W przeciwieństwie do poprzednich przykładów, słoweńskie stopy inwestycji nie przewyższały stóp oszczędzania w ba-



danym okresie, chociaż w drugiej połowie lat 1990. różnica pomiędzy dwoma wielkościami zaczęła być niewielka.

### Porównanie z wybranymi krajami UE

W celu zbadania długookresowych zależności między oszczędnościami a inwestycjami na poziomie poszczególnych krajów UE przeprowadzono analizę kointegracji. Analiza ta pokazała, że nie można mówić o jakimkolwiek ogólnym trendzie dotyczącym długookresowej relacji między tymi dwoma wielkościami obserwowanymi w poszczególnych krajach Unii Europejskiej latach 1960–1995 [1]. Znalezione kilka zależności kointegracyjnych między oszczędnościami a inwestycjami na poziomie pojedynczych krajów, lecz dla większości z nich hipoteza o kointegracji musiała zostać odrzucona. Co więcej, w przypadku niektórych z państw, gdzie inwestycje i oszczędności były skointegrowane, długookresowa zależność była negatywna – np. dla Hiszpanii – podczas kiedy dla innych uzyskano pozytywne kointegracje.

Powyższe rezultaty nie są zgodne z wynikami przedstawionymi przez Bayoumi (1989), który uzyskał wysokie korelacje między oszczędnościami a inwestycjami, analizując szeregi czasowe dla dziewięciu uprzemysłowionych krajów. Otrzymane przez niego współczynniki nie były istotnie różne od jedności, natomiast istotnie różniły się od zera. Jednak inni autorzy argumentują [za Artis i Bayoumi, 1994], iż włączenie nawet danych z końca lat 80., znacząco obniża otrzymane współczynniki.

Ponieważ nie wydaje się zasadnym dalej testować czasową zależność między oszczędnościami a inwestycjami przy użyciu narzędzi ekonometrycznych, dalsze rozważania poświęcone są głównie badaniu szeregów czasowych konkretnych krajów. Tak zwane państwa "południa Europy" zostały wybrane jako punkty odniesienia dla danych z krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Ponieważ wspomniane kraje środkowoeuropejskie rozpoczęły przygotowania do wejścia do UE, wciąż będąc partnerami dużo słabszymi ekonomicznie, interesującym jest przeanalizowanie ścieżki czasowej relatywnie uboższych gospodarek Unii, które zostały w przeszłości jej członkami. Jeżeli wziąć pod uwagę zewnętrzne otoczenie tych gospodarek i warunki makroekonomiczne, przypominają one do pewnego stopnia obecną sytuację Węgier, Polski, Czech, Słowenii, czy Estonii. Do wspomnianej grupy krajów dołączono również Irlandię, jako przykład udanej integracji i sukcesu gospodarczego.

Dla relatywnie biedniejszych gospodarek UE – Grecji i Portugalii [2] – charakterystyczna była nadwyżka inwestycji nad oszczędnościami od wczesnych lat 80. W ubiegłej dekadzie luki krajowych oszczędności były ogromne – osiągały

wysokość około 10% krajowej produkcji w każdym z państw. Podobna sytuacja – nadwyżka inwestycji nad oszczędnościami powodująca duże luki zasobów krajowych w latach 80. występowała również w Irlandii.

Portugalskie i greckie stopy oszczędności i inwestycji podlegały znacznie większej zmienności niż odpowiednie wskaźniki dla innych krajów UE. Podczas kiedy coroczne zmiany stóp oszczędności i inwestycji były dość znaczące, stopy te w stabilnych gospodarkach Unii były bardziej "zbilansowane" [3], ewoluując dokoła długookresowych wartości równowagi. Co więcej, Portugalia, Grecja i Irlandia doświadczyły we wczesnych latach 80. wyjątkowo wysokich stóp inwestycji, które od tego czasu znacznie się obniżyły. Te ogromne inwestycje finansowano z zasobów zagranicznych.

Różne formy kontroli przepływu kapitału wciąż są w tych krajach stosowane (oprócz Irlandii), a przepływy kapitałowe brutto ten fakt odzwierciedlają (tabela 2). Jak było już wcześniej wspomniane, względne zaawansowanie integracji finansowej ze światowymi rynkami finansowymi gospodarek Polski, Węgier i Czech nie jest bardzo oddalone od pozycji niektórych państw z "południa Europy". Wydaje się, że Estonia i Słowenia podążają również tą samą ścieżką. Można zatem oczekiwać, iż w miarę jak te środkowoeuropejskie kraje bardziej się otworzą i zaczną być bardziej stabilne pod względem makroekonomicznym, ryzyko związane z inwestowaniem spadnie i przy wystarczająco silnym popycie wewnętrznym, część krajowych inwestycji powinna być również finansowana jeszcze przez jakiś czas przez zasoby napływające zza granicy. Można zatem przypuszczać, iż inwestycje będą przewyższać krajowe oszczędności w Europie Środkowej, dalej powodując – obserwowaną dla większości ze wspomnianych gospodarek od połowy lat 90. – lukę zasobów krajowych.

### 3.3. BIZ w Unii Europejskiej i w Europie Środkowej i Wschodniej

Wiadomo, że krajowe "luki kapitałowe" zapełniane są zagranicznymi zasobami. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne stanowią niezmiernie istotną część napływającego kapitału, a ich znaczenie jest szczególnie ważne dla transformujących się gospodarek Europy Wschodniej.

Znaczna część "niedoborów" w zasobach krajowych charakterystyczna dla "Południa Europy" w latach 70. i 80. finansowana była przez bezpośrednie inwestycje zagranicz-

[1] Dla dwóch krajów, dla których wcześniejsze dane nie były dostępne, szeregi czasowe zaczynały się bądź od roku 1970 (Hiszpania), bądź od 1977 (Portugalia).

[2] Mierzone za pomocą PKB w przeliczeniu na jednego mieszkańca.

[3] Jedynie w przypadku Holandii i Szwajcarii krajowe stopy oszczędności były istotnie wyższe niż odpowiednie stopy inwestycji.

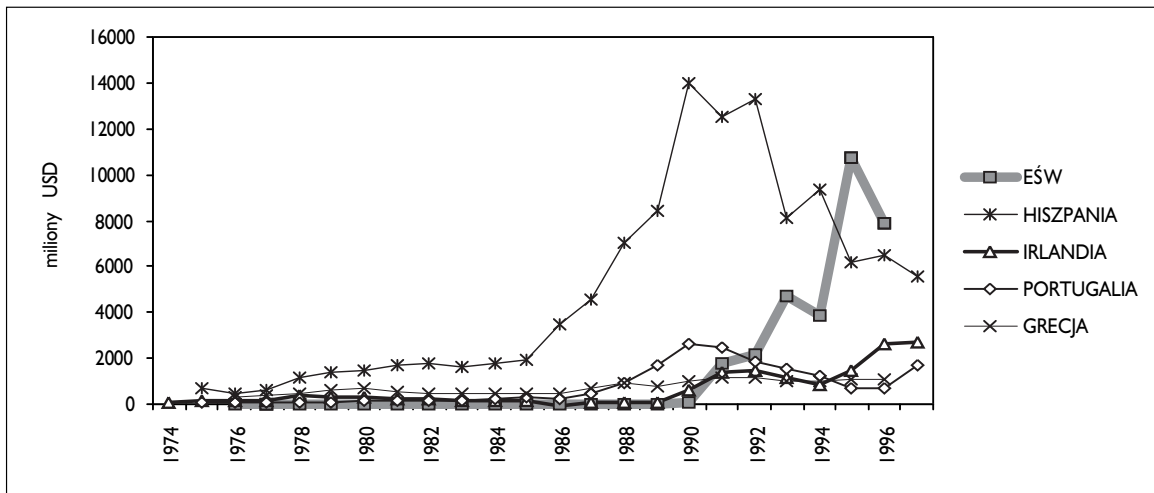
ne. Z wykresu 3 widać, iż napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych do krajów "Południa Europy" wzrosły znacząco w latach 80. i na początku lat 90. Wzrost ten spowodowały głównie BIZ napływające do Hiszpanii i Portugalii. Jednak już pierwsza połowa lat 90. przyniosła spadek napływu BIZ do tego regionu. W tym samym czasie otwierające się gospodarki Europy Centralnej i Wschodniej zaczęły przyciągać zagraniczny kapitał w postaci inwestycji bezpośrednich. Napływy BIZ do Polski, Węgier i Czech wzrastały z roku na rok (wykres 3) [4]. Znaczące napływy BIZ obserwuje się także w przypadku Rosji (2 452 miliony dolarów w 1996 r., 6 241 milionów dolarów w 1997 r. [5]; [World Investment Report, 1998]). Europa Środkowa i Wschodnia w całości przyciągnęła 3,6% światowych przepływów BIZ w 1996 i 4% w 1997 roku [World Investment Report, 1998].

Według niektórych oszacowań, od 1996 r. luka zasobów krajowych w Polsce była prawie w całości finansowana przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych [Liberda, 1998]. Od początku lat 90. inwestycje przekraczały krajowe oszczędności na Węgrzech i w Estonii – w Czechach od 1995 r. – i relatywnie duże napływy BIZ były obecne od tego czasu w gospodarkach Europy Wschodniej.

### Na ile napływ BIZ jest korzystny dla kraju przyjmującego?

BIZ mogą wpływać na stopę wzrostu gospodarczego kraju przyjmującego je na dwa sposoby. Nawet jeżeli BIZ podnoszą poziom dochodu narodowego, mogą mieć przeciwne działanie na stopę jego wzrostu. Caves (1982) pisze, iż te efekty zazwyczaj działają pośrednio, przez stopę oszczędności. Istnieje możliwość, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne podnoszą oszczędności rządowe przez

Wykres 3. Napływy BIZ (w milionach dolarów), 1974–1997



Źródło: IMF International Financial Statistics

Podczas kiedy najwięcej BIZ na Węgrzech lokowanych jest w sektorach: elektrycznym, wodociągowym i maszynowym (14%, 12% i 12% całości BIZ w 1997 r.), w Polsce bezpośrednie inwestycje zagraniczne obserwowane są w przemyśle spożywczym razem z przemysłem tytoniowym, w usługach finansowych i w przemyśle maszynowym (21%, 21% i 17% w 1997 r.). W Republice Czeskiej BIZ napływają przede wszystkim do sektora transportu i telekomunikacji, spożywczego (z tytoniowym) i samochodowego. Natomiast w Rosji większość BIZ napływa do sektora finansowego i przemysłu wydobywczego [World Investment Report, 1998 r.].

zwiększone wpływy z podatków, w ten sposób podnosząc również stopę oszczędzania. Może jednak również wystąpić sytuacja, gdzie napływ BIZ obniża stopę oszczędzania sektora prywatnego, w ten sposób obniżając również stopę wzrostu. Ponieważ obecnie stopa oszczędzania jest w Polsce wciąż dużo niższa niż w krajach rozwiniętych, pożądany jest jej dalszy wzrost.

Rozważania, iż krajowe oszczędności mogą być obniżone jako rezultat napływu BIZ jest szeroko dyskutowany w literaturze ekonomicznej, szczególnie w odniesieniu do krajów rozwijających się. Caves (1982) przedstawia możliwe wytłumaczenia na poziomie mikro. Kiedy zagraniczny kapi-

[4] EŚW na wykresie 3 oznacza skumulowane dane dla Polski, Węgier i Czech.

[5] Szacunek MFW.

tał napływa do względnie ubogiego w kapitał kraju, zazwyczaj obniża jego stopę zwrotu. Oznacza to, że stopa zwrotu z krajowych oszczędności – a co za tym idzie stopa oszczędności – może również być obniżona. Alternatywnie, BIZ mogą podnieść stopę zwrotu z pracy, obniżyć stopę zwrotu dla krajowych właścicieli kapitału i obniżyć stopę oszczędzania, przy założeniu, że jedynie właściciele kapitału oszczędzają. Caves (1982, 273–274) przedstawia obliczenia na danych z krajów rozwijających z lat 70., które dowodzą, iż zbyt duży napływ zagranicznego kapitału w stosunku do krajowych inwestycji obniżał oszczędności. Czasami, niższe stopy oszczędzania mogą być rezultatem wysoko konkurencyjnych w stosunku do inwestycji krajowych BIZ [Liberda, 1998].

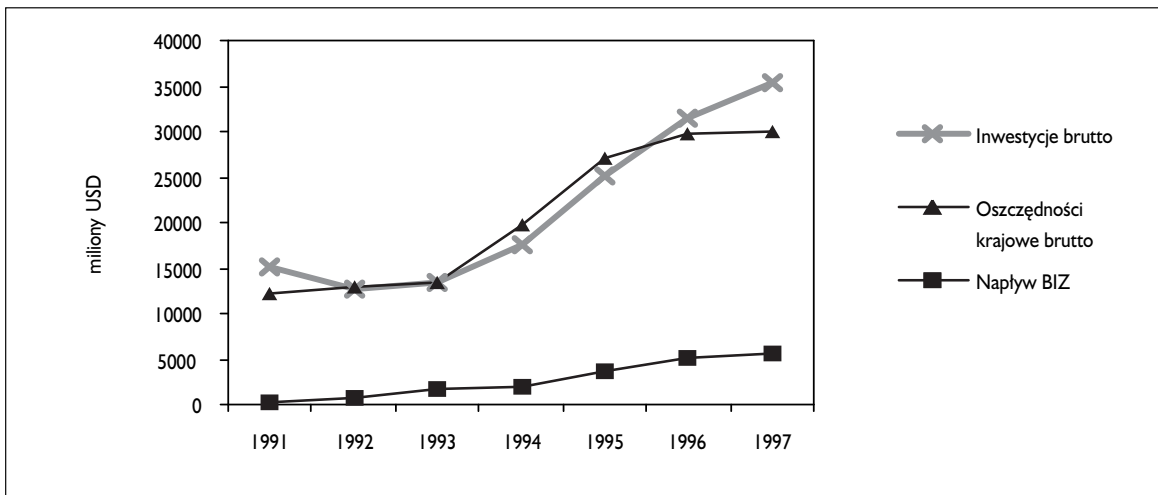
Z drugiej strony, BIZ mogą przyczynić się do wzrostu produktywności w gospodarce je przyjmującej dzięki korzystnym efektom zewnętrznym [6]. Wtedy zyski krajowych inwestorów wzrastają i stopa oszczędności rośnie również. Ponieważ można spodziewać się różnego wpływu BIZ na krajowe oszczędności w Europie Wschodniej, trzeba ten związek przeanalizować empirycznie.

oszczędności – rosnące do 1995 r. – przestały wzrastać i ustabilizowały się na poziomie 21% PKB.

Przykłady Węgier i Republiki Czeskiej są wyraźnie inne. Można zobaczyć, że odrębna sytuacja miała miejsce na Węgrzech (wykres 9 w załączniku). Możliwe, iż nagły wzrost napływu BIZ w 1995 r. nieznacznie obniżył węgierską stopę oszczędzania w 1996 r. Aczkolwiek nie wpłynęło to na zmianę mniej więcej stałego od 1993 r. tempa wzrostu stopy oszczędzania. Inaczej niż w przypadku Polski, na Węgrzech wzrost stopy oszczędności nie zmalał wyraźnie od 1995 r. Nie można więc twierdzić, że zmiany napływów BIZ na Węgry wywarły jakikolwiek efekt w odniesieniu do stopy oszczędzania. Krajowe oszczędności w Republice Czeskiej (wykres 10 w załączniku) rosły od 1994 r., bez względu na prędkość napływu BIZ. Estońskie stopy oszczędności spadały w połowie lat 90., podczas kiedy napływy BIZ pozostawały wysokie.

Od 1993 do 1995 r., z roku na rok wyższe napływy BIZ w Polsce występowały razem z rosnącymi stopami oszczędzania. Sugeruje to, iż bezpośrednie inwestycje zagraniczne napływające do Polski – głównie do przemysłu spożywcze-

Wykres 4. Oszczędności brutto, inwestycje brutto i napływy BIZ do Polski, 1991–1997



Źródło: Liberda (1998), GUS SNA

### Jak dużo BIZ może zaabsorbować polska gospodarka?

Na wykresie 4 widać, iż od 1994 r. obserwuje się z roku na rok znaczący wzrost napływu BIZ do Polski. W 1997 r. napływ BIZ wyniósł ponad 5 miliardów dolarów, co odpowiadało 4% polskiego PKB. W tym samym okresie krajowe

go i sektora finansowego – związane były ze znaczącymi pozytywnymi efektami zewnętrznymi. Jednak stopa oszczędzania w Polsce przestała dalej rosnąć w 1996 r., a coraz większe napływy BIZ mogły być jednym z czynników ograniczającym jej dalszy wzrost.

[6] Temu zagadnieniu poświęcono dużo miejsca w literaturze ekonomicznej, zatem w obecnej pracy nie będzie szeroko omawiane.

### 3.4. Wnioski

Dyskusjom na temat związków między krajowymi stopami oszczędności i inwestycji, jak i ich implikacjom, poświęca się dużo miejsca w literaturze ekonomicznej. Różne badania pokazują, że oszczędności i inwestycje są skorelowane w regresjach szacowanych na danych przekrojowych. Natomiast trudno jest jednoznacznie określić obecność tych korelacji prowadząc badania na poziomie konkretnych krajów.

Przeprowadzona analiza pokazuje, że stopy oszczędzania i inwestycji były istotnie skorelowane w państwach UE w ciągu ostatnich czterech dekad, chociaż siła tej korelacji się obniżała. Związki pomiędzy krajowymi oszczędnościami a inwestycjami dla indywidualnych krajów były różnego rodzaju. Szeregi czasowe stóp oszczędności i inwestycji dla państw "południa Europy" pokazują obecność luk zasobów krajowych w latach 80.

Transformujące się gospodarki Europy Środkowej i Wschodniej doświadczyły znacznego spadku stóp inwestycji

na początku lat 90. Proces ten zazwyczaj trwał nie dłużej niż dwa lata, a następujący po nim okres przyniósł znaczny wzrost stóp inwestycji w regionie, razem ze wzrostem stóp oszczędzania. Jednak utrzymująca się nadwyżka inwestycji nad krajowymi oszczędnościami od połowy lat 90. była charakterystyczna dla Polski, Węgier, Czech i Estonii, wskazując na duże napływy zagranicznego kapitału.

Ostatnia dekada przyniosła zmianę kierunku przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Podczas kiedy BIZ napływające do krajów "Południa UE" rosły w latach 80. i wczesnych 90., w następnym okresie można było zaobserwować spadek napływu funduszy związanych z bezpośrednimi inwestycjami. Jednocześnie otwierające się państwa Europy Środkowej i Wschodniej zaczęły przyciągać BIZ. Postuluje się, że napływające do Europy Wschodniej BIZ odgrywają niezmiernie ważną rolę w finansowaniu krajowych inwestycji. Przykłady Polski i Estonii pokazują, że istnieje możliwość, iż szybko rosnące napływy BIZ mogą ograniczyć wzrost krajowych stóp oszczędności w regionie. Jednak dane węgierskie i czeskie nie potwierdzają tej hipotezy

## Bibliografia

Artis, M. and Bayoumi, T. (1990). "Macroeconomic Policy and the External Constraint: the European Experience". CEPR Conference Paper.

Bedi, A. S. and Cieřlik, A. (1998). "Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na poziom oraz wzrost płac w Polsce." Artykuł konferencyjny Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Caves, R. (1982). "Multinational Enterprise and Economic Analysis." Cambridge University Press: Cambridge.

Denizer, C. (1997). "Stabilization, Adjustment and Growth Prospects in Transition Economies." World Bank Working Paper.

Devereux, M. P. (1996). "Investment, Saving, and Taxation in an Open Economy." *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 12, No. 2, pp. 90–108.

Dornbusch, R. (1991). Comment [on Feldstein, M. and Bacchetta, P., National Saving and International Investment]. [w:] D. Bernheim and J. Schoven (eds.), *National Saving and Economic Performance*. University of Chicago Press: Chicago, pp. 220–226.

Drabek, Z. and Griffith–Jones S. (1997). "Managing Capital Flows in Central and Eastern Europe: Summary and Conclusions."

Eisner, R. and Pieper, P. (1993). "National Saving and the Twin Deficits: Myths and Reality." [w:] J. Glapinski (ed.) *The Economics of Saving*. Kluwer Academic Publishers: Boston/Dordrecht/London.

Feldstein, M. (1994). "Tax Policy and International Capital Flows." NBER Working Paper No. 4851.

Feldstein, M. and Bacchetta, P. (1991). "National Saving and International Investment." [w:] D. Bernheim and J. Schoven (eds.), *National Saving and Economic Performance*. University of Chicago Press: Chicago, pp. 201–220.

Feldstein, M. and Horioka C. (1980). "Domestic Saving and International Capital Flows." *The Economic Journal*, Vol. 90, pp. 314–329.

Frankel, J. (1991). "Quantifying International Capital Mobility in the 1980s." [w:] D. Bernheim and J. Schoven (eds.), *National Saving and Economic Performance*. University of Chicago Press: Chicago, pp. 227–260.

GUS (1999). "Rachunki Narodowe 1998." Warszawa.

IMF (1998). "International Financial Statistics Database."

IMF (1997). "International Capital Markets." IMF: Washington.

IMF (1998). "Staff Country Report No. 98/37." IMF: Washington.

IMF (1997). "Staff Country Report No. 97/104." IMF: Washington.

Jansen, J. (1996). "The Feldstein–Horioka Test of International Capital Mobility: Is It Feasible?" IMF Working Paper.

Liberda, B. (1998). "Inwestycje zagraniczne, oszczędności wewnętrzne i polityka gospodarcza." [w:] *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*. Z. Sadowski (red.). Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego: Warszawa.

Narodowy Bank Polski (1997). *Raport Roczny*. Warszawa.

Obstfeld, M. (1995). "Effects of Foreign Resource Inflows on Saving: A Methodological Overview." Working paper OECD Economic Outlook Database.

Orłowski, W. (1998). "Shortage of domestic saving in Central Europe and the macroeconomic consequences." Notes.

Raport o stanie przemysłu w roku 1997 (1998). Ministerstwo Gospodarki: Warszawa.

Tamirisa, N. (1998). "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade." IMF Working Paper 98/81.

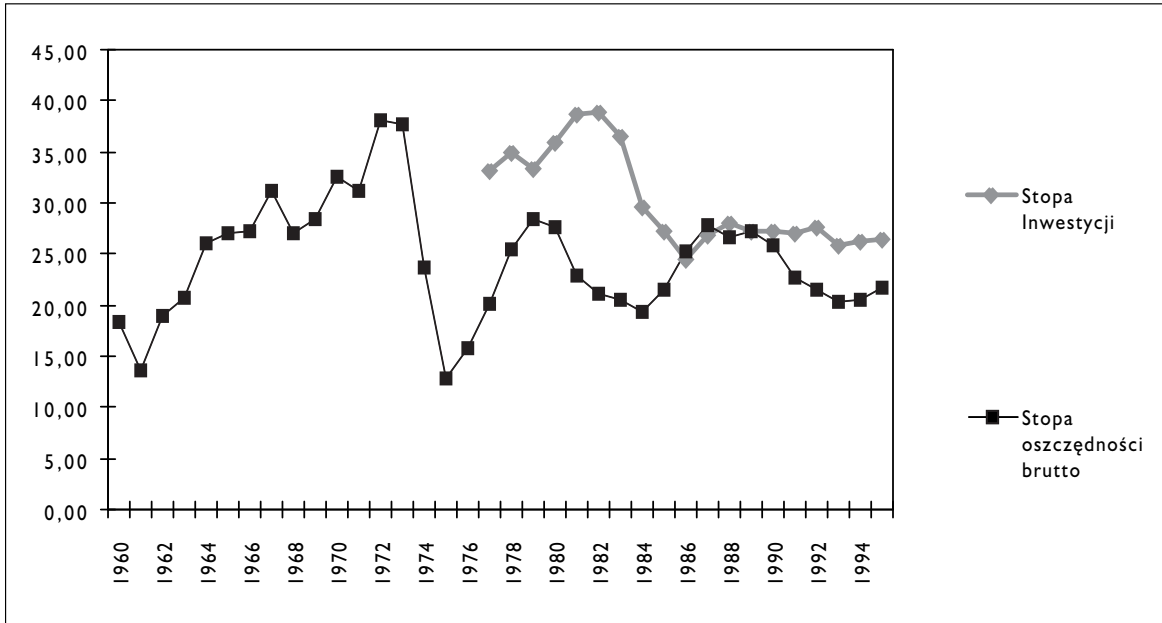
UNCTAD (1998). *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*. UN: New York and Geneva.

UNCTAD (1993). *System of National Accounts*.

## Załącznik.

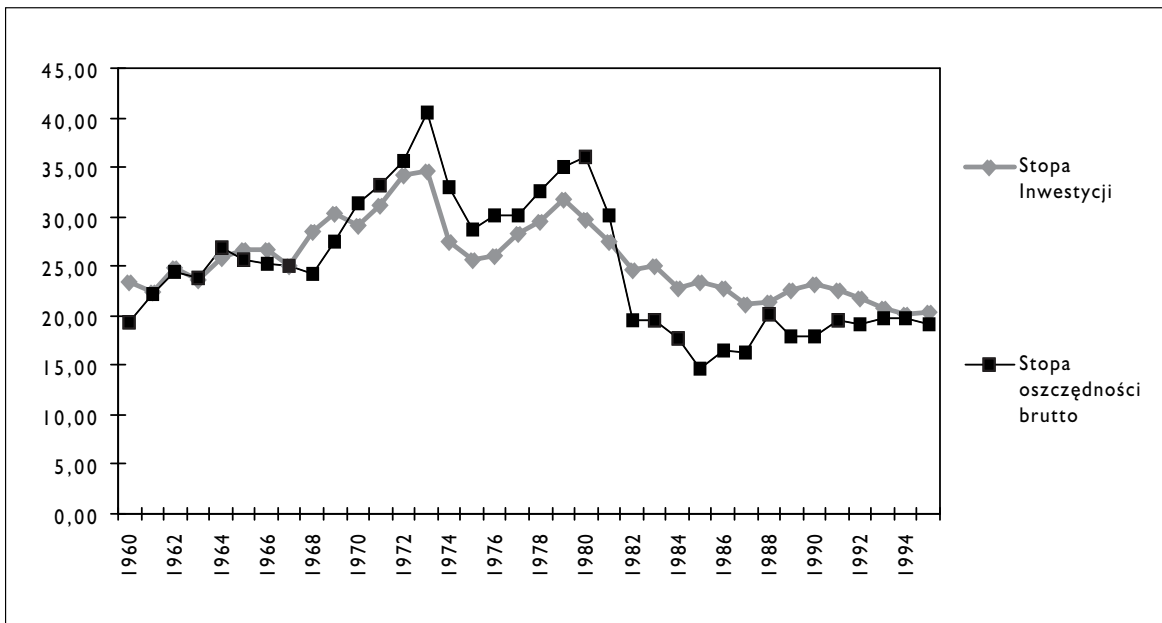
### Oszczędności, inwestycje i BIZ w wybranych krajach

Wykres 5. Portugalskie stopy S i I, 1960–1995



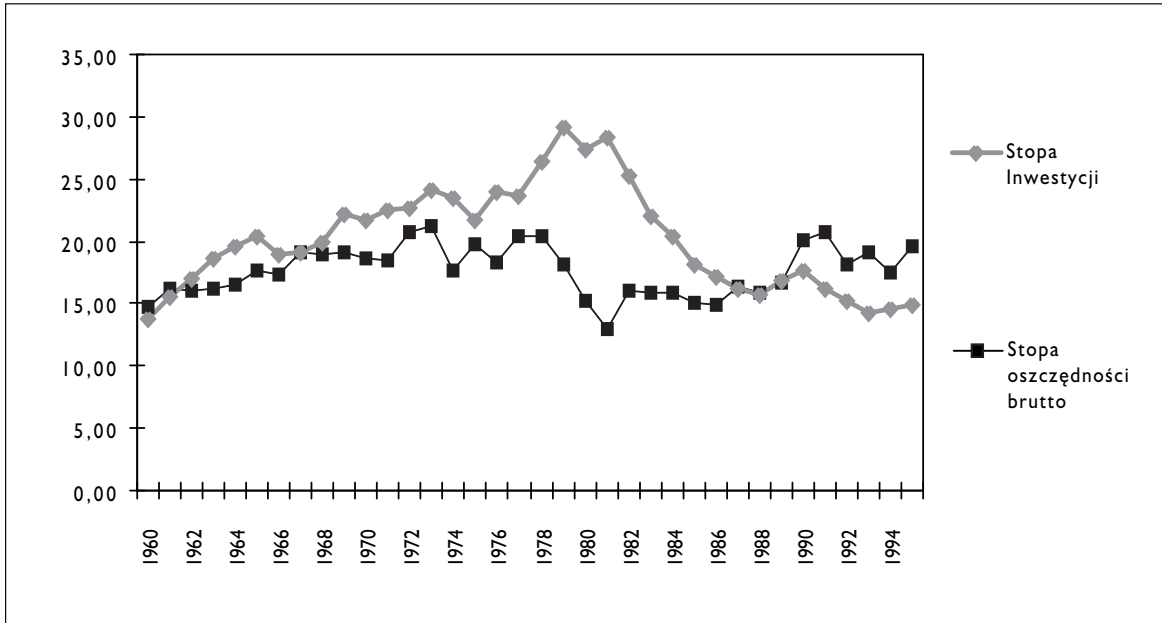
Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

Wykres 6. Greckie stopy S i I, 1960–1995



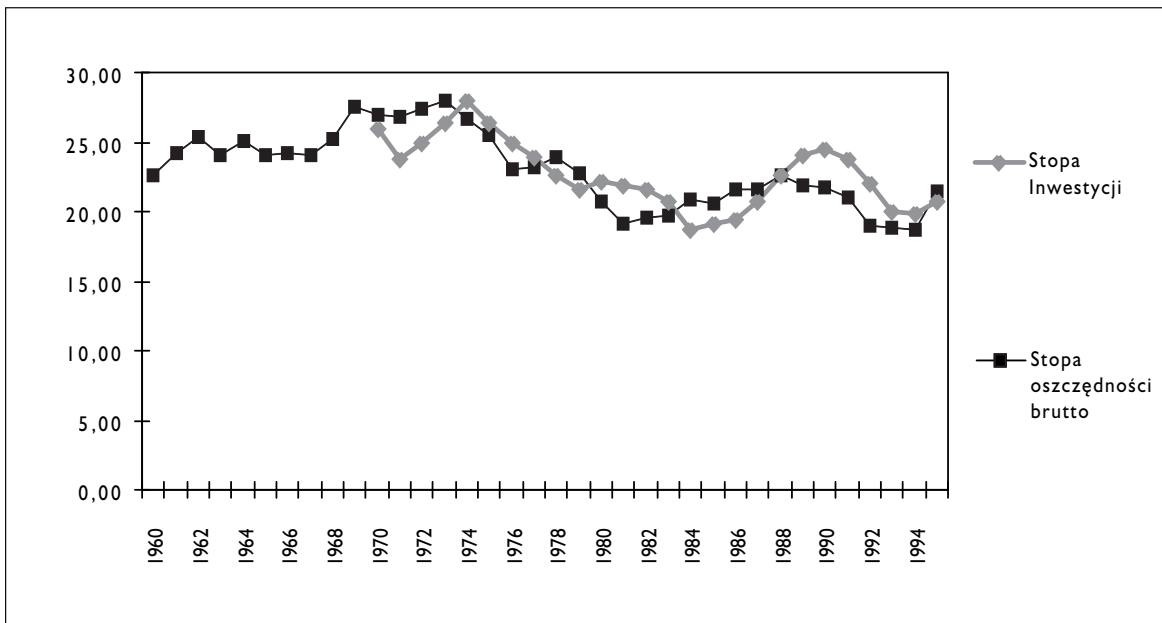
Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

Wykres 7. Irlandzkie stopy S i I, 1960–1995



Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

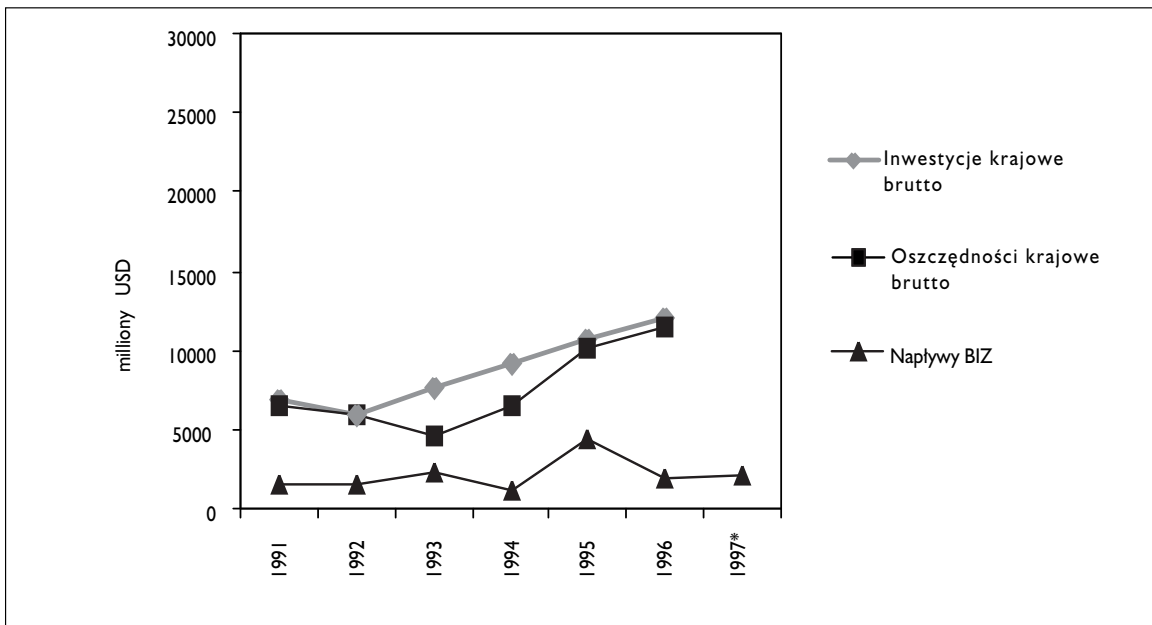
Wykres 8. Hiszpańskie stopy S i I, 1960–1995



Źródło: Baza danych OECD Economic Outlook

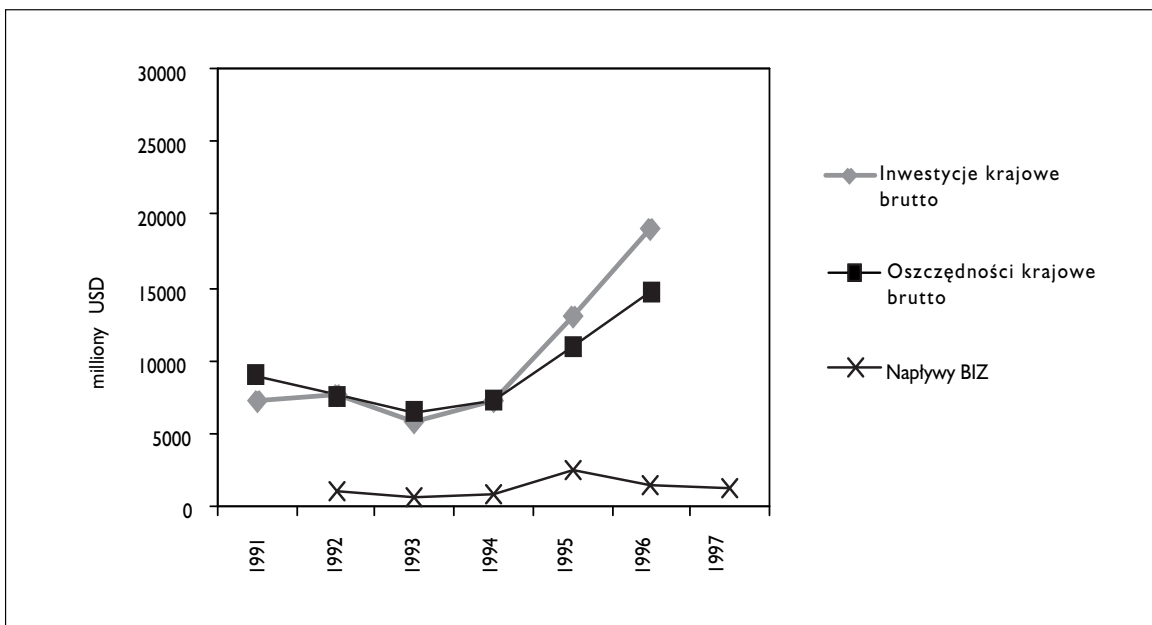


Wykres 9. Oszczędności brutto, inwestycje brutto i napływy BIZ na Węgrzech, 1991–1997



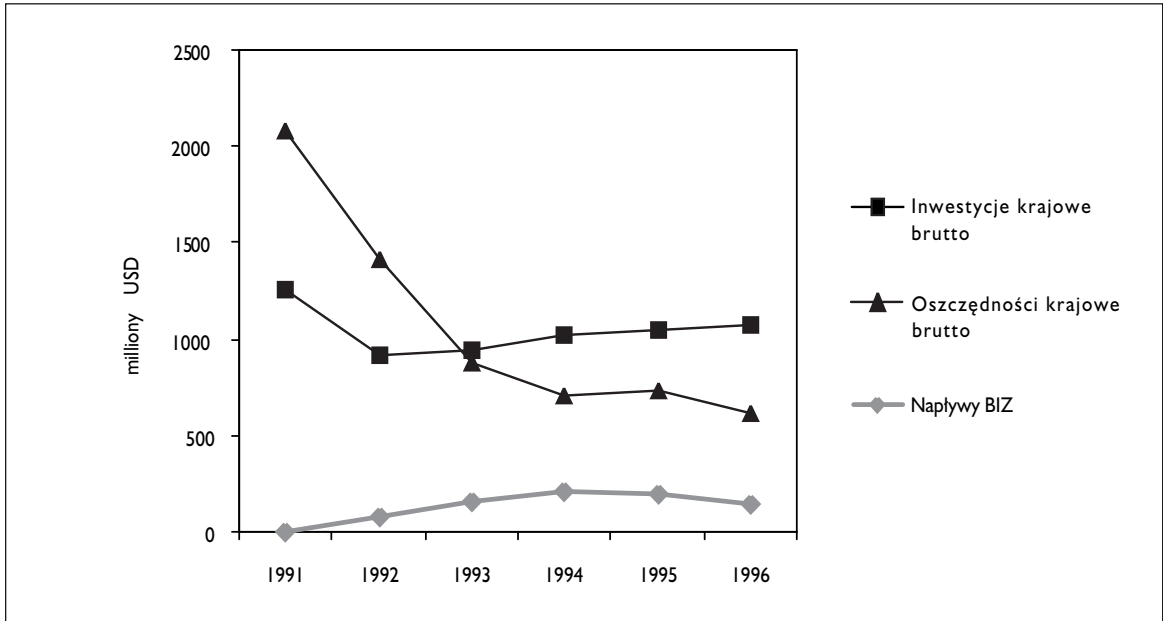
Źródło: World Development Indicators 1998 i World Investment Report 1998 (BIZ)

Wykres 10. Oszczędności brutto, inwestycje brutto i napływy BIZ na Republice Czeskiej, 1991–1997



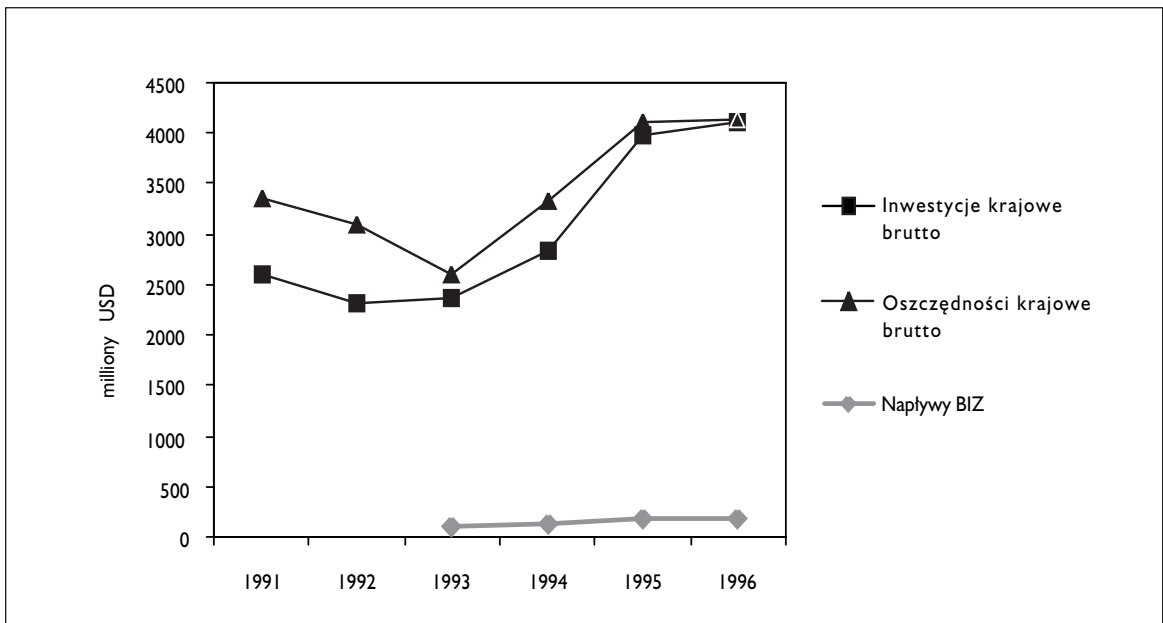
Źródło: World Development Indicators 1998 i World Investment Report 1998 (BIZ)

Wykres 11. Oszczędności brutto, inwestycje brutto i napływy BIZ w Estonii, 1991–1997



Źródło: World Development Indicators 1998 i World Investment Report 1998 (BIZ)

Wykres 12. Oszczędności brutto, inwestycje brutto i napływy BIZ w Słowenii, 1991–1997



Źródło: World Development Indicators 1998 i World Investment Report 1998 (BIZ)