



DOI: 10.18276/sip.2018.53/2-10

Ewa Bilewicz*

Uniwersytet Szczeciński
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

PRZEPIŁYWY KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO W KRAJACH ROZWIJAJĄCYCH SIĘ W LATACH 2009–2016

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie zmian zachodzących w przepływach kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się w latach 2009–2016. Najpierw zbadano przepływ kapitału netto w podziale na różne regiony krajów rozwijających się oraz różne formy inwestycji zagranicznych. Następnie zbadano przepływy kapitału brutto. W dobie nasilających się przepływów kapitału brutto pozwala to na lepsze zrozumienie zmian w przepływie kapitału netto. Z badań wynika, że do spowolnienia napływu kapitału netto do krajów rozwijających się w ostatnich latach przyczynił się zarówno mniejszy napływ, jak i większy odpływ kapitału z tej grupy państw.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału netto, przepływy kapitału brutto, kraje rozwijające się

* Adres e-mail: bilewicz@wneiz.pl.

Wprowadzenie

Korzyści jakie czerpią kraje rozwijające się z międzynarodowych przepływów kapitału są coraz bardziej ograniczane przez rosnącą zmienność i mobilność tych przepływów. Kraje rozwijające się w ostatnim ćwierćwieczu doświadczały kilkukrotnie gwałtownych napływów kapitału z zagranicy, które przekształcały się w nagłe odwrócenie kierunków ich strumieni. Zakłócało to stabilność finansową gospodarek i niejednokrotnie prowadziło do kryzysu.

Po ostatnim kryzysie finansowym rozpoczęła się nowa fala napływu kapitału do krajów rozwijających się wywołana ekspansywną polityką monetarną Rezerwy Federalnej. W 2014 roku perspektywa wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych wpłynęła jednak na zmniejszenie napływu kapitału netto do krajów rozwijających się, który w latach 2015–2016 przekształcił się w odpływ kapitału netto, ponownie wywołując problemy w gospodarkach krajów rozwijających się. Zjawisko to zostało wywołane nie tylko spadkiem napływu inwestycji zagranicznych, ale też wzrostem inwestycji rezydentów za granicą.

Obecnie kraje rozwijające się (zwłaszcza azjatyckie) są lepiej przygotowane na napływy i odpływy kapitału, bowiem bolesne konsekwencje kryzysów spowodowały, że w pierwszej dekadzie XXI wieku podjęły one różne działania, których celem było zmniejszenie podatności gospodarek na zakłócenia, wynikające z nadmiernej zmienności przepływów kapitałowych (np. zgromadziły duże rezerwy walutowe). To pozwala wyjaśnić dlaczego ostatnia fala odpływu kapitału nie wywołała kolejnego kryzysu w ich gospodarkach.

Celem artykułu jest identyfikacja zmian zachodzących w przepływach kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się w latach 2008–2016.

1. Materiały i metody

W artykule omówiono współczesne tendencje w przepływach kapitału zagranicznego w krajach rozwijających się z wykorzystaniem najnowszych danych. Przepływy kapitału są traktowane w wąskim ujęciu, to znaczy nie uwzględniają transakcji, które są dokonywane przez władzę monetarną i prowadzą do zmiany stanu rezerw walutowych. Według klasyfikacji MFW grupa krajów wschodzących i rozwijających się, nazywana w artykule grupą krajów rozwijających się, obejmuje

154 państw z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, Wspólnoty Niepodległych Państw, Azji, Ameryki Łacińskiej i Karaibów, Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej oraz Afryki Subsaharyjskiej (IMF, October 2017).

Analizę zmian wielkości przepływów kapitału przedstawiono za pomocą metody analizy komparatywnej. Metodę tę wykorzystano także do porównania napływu kapitału w formie inwestycji bezpośrednich, portfelowych i pozostałych, a także do przedstawienia zmian w strukturze geograficznej napływu kapitału netto.

W badaniach wykorzystano dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W analizie uwzględniono zarówno wartości przepływu kapitału netto (pominięto inwestycje w instrumenty pochodne, ze względu na brak danych), jak i brutto. Choć temat międzynarodowych przepływów kapitału jest szeroko opisany w literaturze, to jednak w stosunkowo niewielu opracowaniach można znaleźć analizę przepływów kapitału zagranicznego brutto. W dobie rosnącej aktywności krajów rozwijających się na międzynarodowych rynkach finansowych wykorzystywanie w analizie jedynie wartości netto, nie pozwala wyjaśnić czy zmiany przepływu kapitału netto było wynikiem obniżenia się/wzrostu napływu zagranicznych inwestycji do krajów rozwijających się czy też wzrostu/spadku inwestycji krajów z tej grupy państw za granicą. Analizę przepływu kapitału brutto przeprowadzono dla inwestycji bezpośrednich i portfelowych ze względu na brak danych dla innych form inwestycji. W pracy skoncentrowano się na zbadaniu przepływów realnych, natomiast aspekty teoretyczne pominięto ze względu na ograniczoną objętość opracowania.

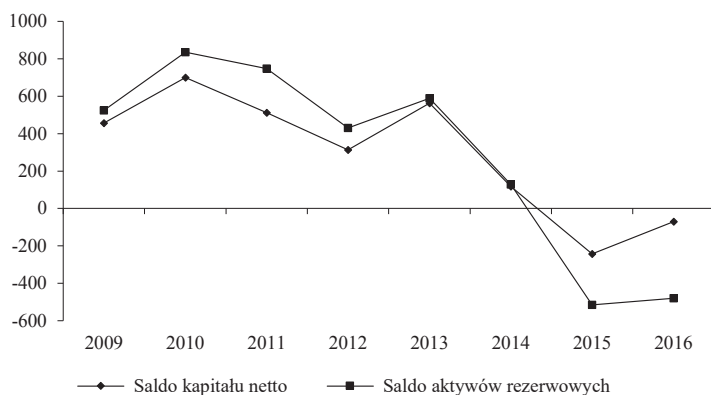
2. Rezultaty i dyskusja

W trakcie ostatniego światowego kryzysu finansowego napływ kapitału netto do krajów rozwijających się załamał się – w 2008 roku wyniósł około 98 mld USD, tj. był ponad 6 razy mniejszy niż rok wcześniej. Inwestorzy zagraniczni wycofywali fundusze z rynków wschodzących i rozwijających się, by pokryć straty na krajowych rynkach (Siddiqui, 2014, s. 31). W roku 2009 inwestorzy zagraniczni powrócili na rynki krajów rozwijających się, choć napływ kapitału netto był niższy niż przed kryzysem (rys. 1). Rok później napływ kapitału zagranicznego osiągnął rekordową wysokość 700 mld USD, do czego przyczyniła się wprowadzona po kryzysie przez banki centralne krajów wysoko rozwiniętych polityka określana jako luzowanie ilościowe, mające na celu pobudzenie wzrostu gospodarczego. Obniżenie rentowności

aktywów w głównych centrach finansowych spowodowało przepływ kapitału na rynki wschodzące i rozwijające się. Napływ kapitału do krajów rozwijających się wzmacniało przekonanie inwestorów o zmniejszeniu zależności między wzrostem gospodarczym w krajach rozwijających się i rozwiniętych (Trade and Development Report, 2016, s. 16.)

W latach 2011–2014 napływ kapitału netto był coraz wolniejszy (z wyj. 2013 r.), a w latach 2015–2016, po raz pierwszy od kryzysu zadłużeniowego w Ameryce Łacińskiej z lat 80. ubiegłego wieku, nastąpił odpływ kapitału netto z krajów rozwijających się. W 2015 roku w ujęciu netto odpływ kapitału z krajów rozwijających się wyniósł ponad 230 mld USD. Na odwrócenie kierunków przepływu kapitału wpływały następujące czynniki: przewidywane spowolnienie wzrostu gospodarczego w kluczowych gospodarkach rozwijających się, zakończenie programu zakupu aktywów przez Rezerwę Federalną w 2014 roku i oczekiwane zacieśnienie polityki monetarnej w innych krajach rozwiniętych oraz niskie ceny surowców (UNCTAD 2017, s. 76). W 2016 roku dynamika odpływu kapitału netto osłabła, co wynikało między innymi z wprowadzonych przez niektóre kraje rozwijające się (głównie Chiny) ograniczeń w odpływie kapitału w celu powstrzymania spadku rezerw walutowych. Jak widać na rysunku 1 w latach 2014–2015 rezerwy walutowe krajów rozwijających się zmniejszyły się o blisko 1 bln USD. Dużą rolę w tym spadku

Rysunek 1. Napływ kapitału zagranicznego netto i zmiana stanu oficjalnych aktywów rezerwowych w krajach rozwijających się w latach 2008–2016 (mld USD)



Źródło: IMF (2017).

odegrała sprzedaż przez Chiny amerykańskich obligacji skarbowych. Wyjaśnia to dlaczego ostatnia fala odpływu kapitału nie wywołała kolejnego kryzysu w gospodarkach rozwijających się.

Z danych zaprezentowanych w tabeli 1 wynika, że sytuacja w poszczególnych regionach była bardzo zróżnicowana. Zjawisko spowolnienia i odpływu kapitału w krajach rozwijających się było zdeterminowane przepływem kapitału w krajach azjatyckich, z dominującym udziałem w przepływach finansowych tej grupy państw. W latach 2011–2014 napływ kapitału netto do rozwijających się krajów Azji zmniejszał się (z wyjątkiem 2013 r.), a w latach 2015–2016 przekształcił się w odpływ kapitału netto, który wynosił odpowiednio około 402 i 354 mld USD. Podobne zmiany w przepływie kapitału netto odnotowano w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, lecz poziom transakcji był znacznie niższy. Z kolei w krajach Wspólnoty Niepodległych Państw oraz Bliskiego Wschodu Afryki Północnej sytuacja była odmienna, bowiem w krajach tego regionu odpływ kapitału netto rozpoczął się wcześniej, bo już w latach 2008–2009. W 2015 roku odpływ kapitału zmniejszył się, a w 2016 roku inaczej niż w krajach rozwijających się ogółem, przekształcił się w napływ netto. Z kolei w krajach Ameryki Łacińskiej i Karaibów choć doszło do spowolnienia napływu kapitału netto po 2014 roku, to jednak inwestycje nierezidentów były cały czas wyższe niż inwestycje podmiotów krajowych za granicą. Wynikało to ze struktury przepływów kapitałowych, jak i większej zmienności kursu walutowego w krajach Ameryki Łacińskiej (IMF, 2016, s. 67). Również kraje

Tabela 1. Napływ kapitału zagranicznego netto do krajów rozwijających się i wschodzących według regionów (mld USD)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wspólnota Niepodległych Państw	-118,2	14,8	13,3	67,0	18,5	13,7	120,8	53,8	-10,1
Bliski Wschód i Afryka Północna	-14,2	-15,8	35,7	181,1	131,8	179,6	164,2	8,4	-62,0
Ameryka Łacińska i Karaiby	-114,4	-90,4	-210,5	-237,4	-207,9	-204,7	-240,9	-160,1	-128,4
Afryka Subsaharyjska	-21,8	-39,9	-0,2	-31,8	-34,7	-55,9	-68,6	-64,7	-57,7
Europa Środkowa i Wschodnia	-161,1	-82,3	-125	-121,8	-93,1	-80,2	-42,3	1,6	-36,5
Rozwijająca się Azja	-206,8	-244,8	-413,6	-364,3	-128,9	-418,3	-47,7	402,6	354,4

Źródło: jak pod rys. 1.

Afryki Subsaharyjskiej to region, w którym nie wystąpił odpływ kapitału netto, a jedynie doszło do zmniejszenia jego napływu w latach 2015–2016.

W latach 2008–2016 napływ kapitału zagranicznego netto do krajów rozwijających się był przede wszystkim rezultatem dokonywanych inwestycji bezpośrednich (tab. 2). W analizowanym okresie cechowało je ujemne saldo, co oznacza, że napływ kapitału zagranicznego w tej formie przewyższał odpływ środków związanych z inwestycjami krajowych podmiotów za granicą. Od 2011 roku jednak saldo inwestycji bezpośrednich cechowała tendencja spadkowa. O ile w 2011 roku wyniosło ono –531 mld USD, to w 2016 roku było prawie o połowę niższe, co było konsekwencją zarówno malejących inwestycji bezpośrednich w krajach rozwijających się (spadek pasywów), jak i rosnącego odpływu inwestycji w tej formie (wzrost aktywów) z krajów rozwijających się (o czym będzie mowa w dalszej części artykułu).

Tabela 2. Saldo rachunku finansowego bilansu płatniczego (bez uwzględniania zmiany stanu rezerw) krajów wschodzących i rozwijających się

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo napływu kapitału	–98,4	–456,6	–700,9	–512,3	–313,6	–563,1	–118,0	243,4	70,4
Inwestycje bezpośrednie netto	–464,5	–326,4	–452,7	–531,6	–484,3	–482,8	–412,0	–341,0	–272,6
Inwestycje portfelowe netto	136,9	–85,9	–224,4	–149,9	–241,0	–160,1	–115,4	112,3	–10,0
Inwestycje pozostałe netto	229,2	–44,3	–23,8	169,2	411,7	79,8	409,4	472,5	353,0

Źródło: jak pod rys. 1.

Napływ kapitału portfelowego netto w badanym okresie był znacznie mniejszy niż innych inwestycji. Wynikało to z tego, że podlegają one większym restrykcjom niż inne formy inwestycji w krajach rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich (tab. 2). Saldo inwestycji portfelowych w 2008 roku było dodatnie, co oznacza, że w ramach tej formy nastąpił odpływ kapitału z krajów rozwijających się. W kolejnych latach doszło do dynamicznego wzrostu napływu netto tych inwestycji. Po kryzysie w wielu krajach rozwijających się wzrosło znaczenie finansowania w formie emisji obligacji na zagranicznych rynkach, w porównaniu do zaciągania zagranicznych kredytów (UNCTAD 2017, s. 81). Z kolei inwestorzy portfelowi

z krajów rozwiniętych poszukiwali bardziej dochodowych aktywów w kontekście niskich stóp procentowych w państwach rozwiniętych. Od 2012 roku napływ kapitału netto w ramach inwestycji portfelowych był coraz mniejszy, a w 2015 roku przekształcił się w odpływ kapitału netto (saldo dodatnie) z rynków krajów rozwijających się w tej postaci, w wysokości około 112 mld USD. W kolejnym roku wartość inwestycji nierezydentów ponownie była wyższa niż nierezydentów, ale ta różnica była stosunkowo nieduża w porównaniu z latami wcześniejszymi. Duża zmienność napływu kapitału portfelowego świadczy o krótkim horyzoncie tych inwestycji.

W pozycji inwestycje pozostałe w badanym okresie, z wyjątkiem lat 2009–2010, odnotowywano bardzo duży odpływ kapitału z krajów rozwijających się (wzrost wierzytelności krajów rozwijających się wobec zagranicy). W ramach tej formy inwestycji zagranicznych, która obejmuje głównie kredyty i depozyty bankowe oraz kredyty handlowe odpłynęło łącznie w latach 2011–2016 około 1,9 bln USD. Do zmniejszenia napływu kapitału w tej pozycji przyczyniło się zarówno ograniczenie działalności kredytowej przez międzynarodowe banki w odpowiedzi na wprowadzone po kryzysie wymogi regulacyjne, jak i spłaty zagranicznych zobowiązań, zwłaszcza przez chińskie przedsiębiorstwa, ze względu na sprzyjający kurs juana. Do odpływu kapitału netto przyczynił się również wzrost depozytów w walutach obcych lokowanych za granicą przez firmy i osoby indywidualne z krajów rozwijających się.

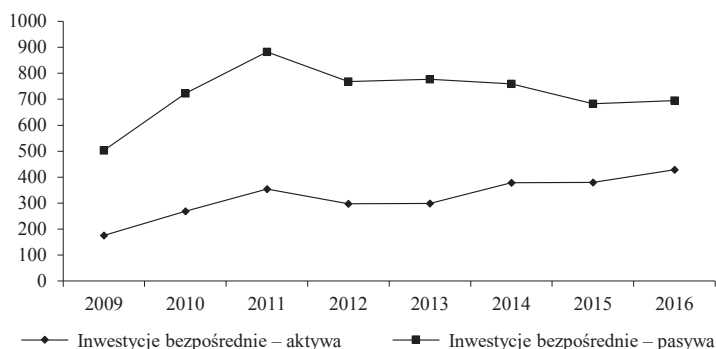
Wykorzystywanie, jak wyżej, w analizach przepływów netto może okazać się mylące. Nie jest wówczas jasne, podczas epizodów ostrego spadku przepływów netto, czy zjawisko to głównie wynika z obniżenia się napływu zagranicznych inwestycji (napływ zagraniczny brutto) czy też wzrostu inwestycji rezydentów za granicą (odpływ kapitału brutto) (Wojtyna 2017, s. 8). Jeżeli zmniejsza się napływ kapitału z zagranicy, to równoległe wycofanie kapitału przez rezydentów z zagranicy może odgrywać stabilizującą rolę na rynku, natomiast wzrost inwestycji rezydentów za granicą w tym czasie, jest dodatkowym źródłem napięć w gospodarce, dlatego poniżej przedstawiono analizę przepływu inwestycji bezpośrednich i portfelowych w ujęciu netto i brutto¹.

Do spadku napływu inwestycji bezpośrednich netto do krajów rozwijających się od 2012 roku przyczynił się zarówno mniejszy napływ brutto, jak i większy odpływ kapitału brutto w tej postaci z krajów rozwijających się. Jeżeli chodzi o inwestycje

¹ W analizie nie zostały uwzględnione inwestycje pozostałe ze względu na brak danych.

bepośrednie nierezydentów w krajach rozwijających się, to od 2012 roku do końca analizowanego okresu cechowała je tendencja spadkowa. W 2016 roku były one o blisko 200 mld USD niższe w porównaniu z 2011 rokiem. Na przykład w Chinach zagraniczni inwestorzy bezpośredni w obawie przed spadkiem wartości juana oraz wolniejszą stopą zwrotu z inwestycji (na skutek przeinwestowania i nadwyżki mocy produkcyjnych) repatriowali zyski do krajów macierzystych (Chan, 2017, s. 8).

Rysunek 2. Inwestycje bezpośrednie w krajach rozwijających się w podziale na aktywa i pasywa (mld USD)

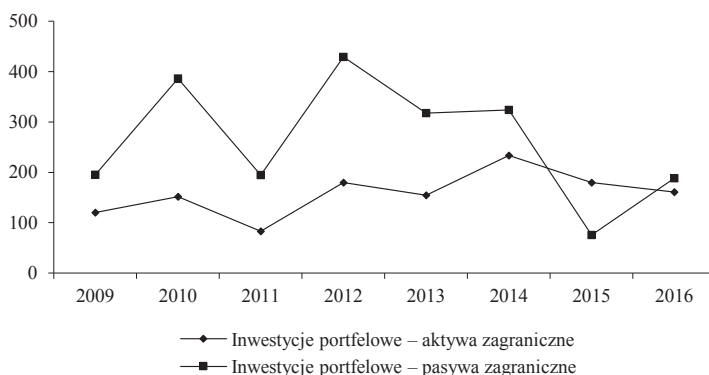


Źródło: <http://data.imf.org> (26.03.2018).

Z kolei od 2012 roku utrzymywała się tendencja wzrostowa inwestycji bezpośrednich rezydentów za granicą. Coraz więcej przedsiębiorstw z krajów rozwijających się rozszerzało działalność gospodarczą w innych państwach. W latach 2012–2016 odpływ inwestycji bezpośrednich zwiększył się z poziomu około 298 mld USD do 429 mld USD. Z badań wynika, że eksporterami zagranicznych inwestycji bezpośrednich były te kraje rozwijające się, które miały wysoką stopę oszczędności krajowych, gospodarkę zorientowaną na eksport, szybko rosnące PKB oraz wystarczające rezerwy walutowe (Bano, Tabbada, 2015, s. 386). Wśród państw rozwijających się dominującą pozycję jako inwestorzy bezpośredni zajmują kraje azjatyckie. Niekwestionowanym liderem są Chiny. W 2016 roku wartość chińskich inwestycji bezpośrednich za granicą wynosiła 217 mld USD i po raz pierwszy była większa niż wartość zagranicznych inwestycji w Chinach, które wynosiły około 170 mld USD. Ten trend jest wyrazem dojrzałości rynkowej gospodarki. Im bardziej

rozwinęta i konkurencyjna gospodarka, tym więcej krajowych przedsiębiorstw podejmuje aktywność inwestycyjną za granicą. Ekspansja inwestycyjna Chin oparta jest na wcześniej przygotowanej strategii światowej ekspansji (Go Out Policy), przy aktywnym wsparciu państwa.

Rysunek 3. Inwestycje portfelowe w krajach rozwijających się w podziale na aktywa i pasywa zagraniczne (mld USD)



Źródło: jak pod rys. 2.

Podobnie jak w przypadku inwestycji bezpośrednich, do spowolnienia napływu kapitału portfelowego netto do krajów rozwijających się od 2013 roku przyczynił się zarówno mniejszy napływ, jak i większy odpływ kapitału brutto w tej postaci (rys. 3). Inwestycje portfelowe nierezydentów w latach 2013–2015 cechował silny spadek. W 2015 roku były one o prawie 400 mld USD niższe niż w 2012 roku. Inwestorzy zagraniczni wycofywali kapitał z powodu spodziewanego wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz obniżonej prognozy wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się (UNCTAD, 2017, s. 81).

Obniżeniu się napływu zagranicznych inwestycji portfelowych towarzyszył w latach 2012–2014 wzrost inwestycji portfelowych rezydentów za granicą. Duże znaczenie miały inwestycje chińskich rezydentów, które w latach 2014–2016 zwiększyły się 10-krotnie (tab. 3). W 2015 roku jednak, gdy wielu zagranicznych inwestorów zdecydowało się na wyjście z rynków rozwijających się, inwestycje portfelowe rezydentów za granicą zmniejszyły się, co w pewnym stopniu skompensowało wycofanie kapitału przez nierezydentów.

Tabela 3. Wybrane pozycje rachunku finansowego Chin (mld USD)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo rachunku finansowego	206,0	185,6	131,7	132,6	88,3	169,1	91,5	-26,6
Inwestycje bezpośrednie								
Aktywa	43,9	57,9	48,4	65	73	123	174,4	217,2
Pasywa	131,1	243,7	280,1	241,2	290,9	268,1	242,5	170,6
Inwestycje portfelowe								
Aktywa	2,5	7,6	-6,2	6,4	5,4	10,8	73,2	103,4
Pasywa	29,6	31,7	13,4	54,2	58,2	93,2	6,7	41,2
Zmiana rezerw walutowych	400,5	467,9	391,7	96,6	431,4	117,8	-342,9	-443,6

Źródło: jak pod rys. 2.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że w ostatnich latach kraje rozwijające się doświadczyły kolejnej fazy spowolnienia napływu kapitału zagranicznego. Wynikało to przede wszystkim z odpływu kapitału zagranicznego z tytułu inwestycji pozostałych. W ramach inwestycji bezpośrednich saldo przepływu kapitału w badanym okresie było dodatnie, co oznacza, że kapitał przepływał zgodnie z teorią ekonomii, z krajów bogatych do biednych. Przepływ kapitału portfelowego cechował się z kolei dużą zmiennością.

Do spadku napływu kapitału netto do badanej grupy państw przyczynił się zarówno mniejszy napływ, jak i większy odpływ kapitału z krajów rozwijających się. Jest to zasadnicza zmiana w porównaniu z wcześniejszymi epizodami, w których odpływ kapitału brutto odgrywał mniejszą rolę. Obecnie wiele krajów rozwijających się odgrywa coraz większą rolę na międzynarodowych rynkach kapitału, nie tylko jako importerzy, ale również jako eksporterzy. W odpływie kapitału w formie inwestycji bezpośrednich dużą rolę odgrywały chińskie inwestycje zagraniczne, których skala w ostatnich latach intensywnie rosła. Perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej oraz związanego z tym umocnienia się dolara, powodowała w latach 2012–2014 również odpływ kapitału portfelowego brutto z gospodarek rozwijających się, co nasilało negatywne skutki zmniejszonego napływu netto tej formy

inwestycji. W latach 2015–2016 dynamika odpływu kapitału brutto w analizowanej formie jednak osłabła, ze względu na wprowadzone restrykcje, co w niewielkim stopniu zmniejszyło odpływ kapitału netto w tej formie. Duży spadek rezerw krajów rozwijających się prawdopodobnie uchronił je przed kolejnym kryzysem finansowym i gospodarczym, niemniej jednak istnieje ryzyko, że odpływ kapitału z krajów rozwijających się w najbliższym okresie może się nasilać, ze względu na dalsze wycofywanie się krajów rozwiniętych z polityki luzowania ilościowego, na co należy zwrócić uwagę w dalszych badaniach.

Bibliografia

- Bano, S., Tabbada, J. (2015). Foreign Direct Investment Outflows: Asian Developing Countries. *Journal of Economic Integration*, 2 (30).
- Chan, S. (2017). Assessing China's Recent Capital Outflows: Policy Challenges and Implications. *China Finance and Economic Review*.
- IMF (2016). Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets. *World Economic*.
- IMF (2017). Statistical Appendix, World Economic Outlook, October 2017.
- IMF (2017). *World Economic Outlook Database* (October). Pobrane z: <https://www.imf.org>.
- Outlook* (April), rozdz. 2, Washington.
- Siddiqui, K. (2014). Flows of Foreign Capital into Developing Countries: A Critical Review. *Journal of International Business and Economics*, 1 (2).
- UNCTAD (2016). Current Trends and Callanges in the World Economy. *Trade and Development Report*. New York.
- UNCTAD (2017). Financing for sustainable development. *World Economic Situation and Prospects*, rozdz. 3. New York.
- Wojtyna, A. (2017). Nowa faza dyskusji o kontroli międzynarodowych przepływów kapitału. *Gospodarka Narodowa*, 6.

CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES IN THE PERIOD 2009–2016

Abstract

The aim of the article is to identify changes in the value and structure of capital flows to developing countries in 2009–2016. The paper consists of two parts. First net capital flows to developing countries were analysed in relation to their geographical structure and forms of investments. Then gross capital flows to developing countries were analyzed. In the period of growing gross capital flows such analysis allows to better understand changes in net capital flows. The research results show that recent slow down of capital flows to developing countries resulted from smaller inflows and bigger outflows of capital from developing countries.

Keywords: net capital flows, gross capital flows, developing countries

JEL code: F34