



Ewa Bilewicz*

Uniwersytet Szczeciński

KIERUNKI PRZEPŁYWU KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO W KRAJACH ROZWIJAJĄCYCH SIĘ W OSTATNIEJ DEKADZIE

Streszczenie

Celem opracowania jest przedstawienie zmian, które wystąpiły na rachunku finansowym bilansu płatniczego krajów rozwijających się w latach 2008–2016. Kryzys finansowy spowodował istotne obniżenie nadwyżki na rachunku finansowym tej grupy krajów, a następnie przekształcenie jej w deficyt. Zjawisko to zostało zdeterminowane spowolnieniem akumulacji rezerw dewizowych przez kraje rozwijające się. W ramach inwestycji bezpośrednich i portfelowych odnotowano, w ostatnich latach, spowolnienie napływu kapitału zagranicznego netto do krajów rozwijających się. Przyczyniły się do tego zarówno mniejsze inwestycje nierezydentów w krajach rozwijających się, jak i większe inwestycje rezydentów za granicą.

Słowa kluczowe: rachunek finansowy, rezerwy dewizowe, przepływy kapitału netto, przepływy kapitału brutto, kraje rozwijające się

Wprowadzenie

Jedną z najważniejszych zmian w międzynarodowych stosunkach finansowych, wywołaną kryzysami finansowymi w latach 90. XX wieku, było odwrócenie wcze-

* Adres email: bilewicz@wneiz.pl

śniejszych kierunków transferu środków finansowych – kraje rozwijające się przekształciły się z importerów w eksporterów kapitału netto. Normalnie występujący proces zasilania krajów rozwijających się oszczędnościami państw bogatych ustąpił miejsca odwrotnemu procesowi, polegającemu na tym, że kraje biedne udostępniały swoje środki krajom bogatym. Była to sytuacja zasadniczo odmienna od tendencji dominującej we wcześniejszych dekadach. Główną przyczyną eksportu kapitału z krajów rozwijających się była akumulacja rezerw walutowych, natomiast kapitał zagraniczny w innych formach nadal zasilął gospodarki tych państw.

Po ostatnim kryzysie finansowym nastąpiły duże zmiany w przepływie kapitału w krajach rozwijających się. Od 2009 roku (wyjątek stanowią lata 2010–2011) eksport kapitału netto cechowała tendencja spadkowa, a w latach 2015–2017 przekształcił się on w import kapitału netto. Zjawisko to zostało wywołane przede wszystkim spowolnieniem akumulacji, a następnie redukcją rezerw walutowych krajów rozwijających się, a nie wzrostem napływu inwestycji zagranicznych do ich gospodarek.

Celem artykułu jest identyfikacja zmian zachodzących w kierunkach przepływów kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się w latach 2008–2016, odzwierciedlonych na rachunku finansowym bilansu płatniczego.

1. Materiały i metody

W opracowaniu omówiono zmiany na rachunku finansowym bilansu płatniczego krajów rozwijających się po ostatnim kryzysie finansowym. Zgodnie z nowym standardem zestawiania rachunków, określonym przez MFW w szóstym wydaniu podręcznika do bilansu płatniczego, skonsolidowany rachunek finansowy stanowią bezpośrednio inwestycje zagraniczne, inwestycje portfelowe i pozostałe inwestycje wraz z pochodnymi instrumentami finansowymi netto i aktywami rezerwowymi. Aktywa i zobowiązania są interpretowane jako wartości netto (nabycie netto aktywów, zaciągnięcie netto zobowiązań). Zgodnie z tym rachunek finansowy netto jest interpretowany jako wiarytelności netto wobec zagranicy (odpływ kapitału netto z kraju), jeśli jest dodatni, a jako zadłużenie netto wobec zagranicy (napływ kapitału netto do kraju), jeżeli jest ujemny. Saldo rachunku finansowego oblicza się jako wartość inwestycji podmiotów krajowych za granicą, pomniejszoną o inwestycje rezydentów w kraju (IMF, 2009).

Według klasyfikacji MFW grupa krajów wschodzących i rozwijających się, nazywana w artykule grupą krajów rozwijających się, obejmuje 154 państwa z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, Wspólnoty Niepodległych Państw, Azji, Ameryki Łacińskiej i Karaibów, Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej oraz Afryki Subsaharyjskiej (IMF, October 2017).

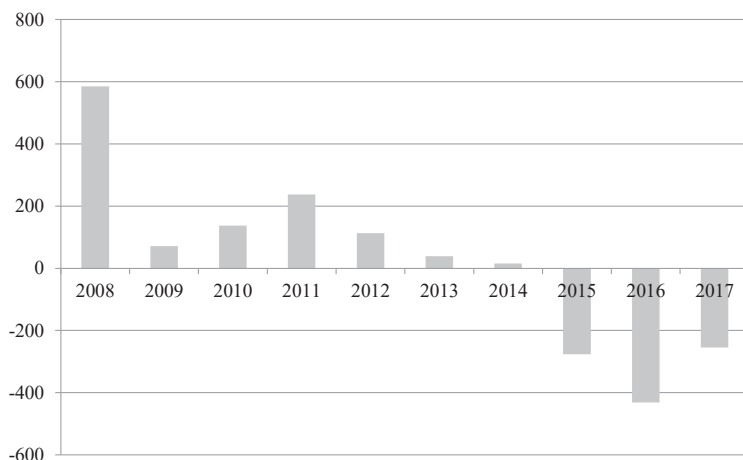
Analizę zmian wielkości przepływów kapitału przedstawiono za pomocą metody analizy komparatywnej. Metodę tę wykorzystano także do porównania przepływu kapitału w formie inwestycji bezpośrednich, portfelowych i pozostałych, a także do przedstawienia zmian w strukturze geograficznej napływu kapitału netto.

W artykule wykorzystano dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W analizie uwzględniono zmiany sald głównych komponentów rachunku finansowego, tj. inwestycji bezpośrednich, portfelowych i pozostałych oraz aktywów rezerwowych (saldo inwestycji w instrumenty pochodne nie zostało uwzględnione ze względu na brak danych). Pozwoliło to określić wielkość napływu/odpływu kapitału netto w ramach poszczególnych rodzajów inwestycji zagranicznych. Dodatkowo, dla inwestycji bezpośrednich i portfelowych (inne formy inwestycji pominięto, również ze względu na brak danych), przeprowadzono analizę przepływu kapitału brutto, co pozwoliło wyjaśnić czy zmiany przepływu kapitału netto były wynikiem obniżenia się/wzrostu napływu zagranicznych inwestycji do krajów rozwijających się, czy też wzrostu/spadku inwestycji krajów z tej grupy państw za granicą. W pracy skoncentrowano się na zbadaniu przepływów realnych, natomiast aspekty teoretyczne pominięto ze względu na ograniczoną objętość opracowania.

2. Rezultaty i dyskusja

Po ostatnim kryzysie finansowym miały miejsce duże zmiany na rachunku finansowym krajów rozwijających się. Dodatkowo saldo na rachunku finansowym wyraźnie się zmniejszyło, a od 2015 roku przyjmowało, co zwraca szczególną uwagę, wartości ujemne. Oznacza to, że kraje rozwijające się przekształciły się z eksporterów kapitału netto w importerów (rys. 1). Zjawisko to zostało zdeterminowane w dużym stopniu spadkiem oficjalnych aktywów rezerwowych krajów rozwijających się (tab. 1).

Rysunek 1. Saldo rachunku finansowego krajów rozwijających się (w mld USD)



Źródło: IMF (2017).

Od początku obecnego stulecia trwał proces akumulacji rezerw dewizowych tej grupy państw, które miały stanowić zabezpieczenie przed atakiem spekulacyjnym i kryzysem finansowym. W trakcie kryzysu azjatyckiego z lat 90. XX wieku, banki centralne krajów tego regionu nie miały zbyt wielu narzędzi, by przeciwdziałać osłabieniu walut krajowych, stąd też ich gospodarki były narażone na silne wstrząsy zewnętrzne, spowodowane przepływem międzynarodowego kapitału. Przebyte kryzysy skłoniły banki centralne wielu krajów rozwijających się do zwiększenia zasobów rezerw walutowych, aby zmniejszyć prawdopodobieństwo kryzysu finansowego w przyszłości (Dominguez, Hashimoto, Takatoshi, 2011). Akumulacja rezerw stała się głównym źródłem eksportu kapitału z krajów rozwijających się od początku obecnego stulecia. Stąd też jest ona uważana za czynnik zniekształcający światowy przepływ kapitału, gdyż w jej wyniku płynie on z krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych, podczas gdy teoria klasyczna mówi, że powinno się to odbywać w odwrotnym kierunku. W państwach rozwijających się występuje niższy poziom kapitału na zatrudnionego, czyli kapitał stanowi zasób rzadki w porównaniu z siłą roboczą, w związku z czym stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału po-

winna być tam wyższa niż w krajach rozwiniętych, w których kapitał jest względnie obfity (Skopiec, 2016, s. 185).

Tabela 1. Rachunek finansowy bilansu płatniczego krajów rozwijających się (w mld USD)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Saldo rachunku finansowego	605,8	66,4	137,1	237,3	113,2	38,7	15,8	-276,2	-431,5	-254,9
Inwestycje bezpośrednie netto	-467,8	-326,4	-455,9	-530,9	-491,4	-482,0	-415,4	-340,5	-279,9	-375,3
Inwestycje portfelowe netto	124,8	-85,9	-222,5	-148,0	-237,5	-156,7	-115,3	113,1	-44,7	-163
Inwestycje pozostałe netto	229,2	-44,3	-22,9	166,5	408,8	89,5	409,5	461,8	386,2	135,7
Zmiana stanu rezerw	713,3	524,4	837,2	745,0	432,0	590,8	128,4	-515,5	-482,4	164,6

Źródło: IMF (2017).

Jednak w ostatnim czasie trend akumulacji rezerw w krajach rozwijających się wyraźnie się zmienił. W latach 2011–2014 wzrost rezerw walutowych był coraz wolniejszy, a w latach 2015–2016 rezerwy walutowe zmniejszyły się, co z punktu widzenia bilansu płatniczego oznaczało import kapitału w tej pozycji rachunku finansowego. Ze względu na duży udział salda oficjalnych aktywów rezerwowych w rachunku finansowym, zmiany były istotną determinantą jego salda.

Na odwrócenie dotychczasowej tendencji w zakresie akumulacji rezerw wpływ miały przede wszystkim dwa czynniki: odpływ kapitału netto z tytułu inwestycji zagranicznych z Chin oraz spadek cen ropy naftowej. Odpływ kapitału zagranicznego netto z Chin (w wąskim ujęciu, tj. z tytułu transakcji zawieranych przez inne podmioty niż bank centralny) rozpoczął się w 2014 roku i wyniósł około 51 mld USD (tab. 2). W kolejnych dwóch latach odpływ kapitału netto przekraczał już 400 mld USD. Wynikało to zarówno z mniejszego napływu inwestycji zagranicznych do Chin, jak i ze wzrostu chińskich inwestycji za granicą. W 2016 roku inwestycje rezydentów za granicą wyniosły około 700 mld USD. Chiński bank centralny, chcąc bronić kursu juana przeprowadzał interwencje walutowe. Spowodowało to spadek rezerw walutowych Chin w 2015 roku o 343 mld USD i w 2016 o 444 mld USD. Biorąc pod uwagę wielkość rezerw walutowych gospodarki chińskiej, zmiany ich pozio-

mu w istotnym stopniu determinowały zmiany wartości rezerw całej grupy krajów rozwijających się.

Drugim czynnikiem, który spowodował redukcję rezerw walutowych krajów rozwijających się, był silny spadek cen ropy naftowej w latach 2014–2016, który pogorszył sytuację państw eksportujących ten surowiec. W ich rezultacie popyt na zagraniczne rządowe papiery dłużne został mocno ograniczony. Kraje te nie musiały przeprowadzać interwencji walutowych, aby zapobiec nadmiernej aprecjacji swoich walut (na co presję wywierają wysokie ceny ropy), wręcz przeciwnie, osłabienie walut krajów eksportujących ropę oraz krajów rozwijających się nasiliło presję na wyprzedzającą rezerw walutowych ulokowanych w USD (Grigoli, Herman, Swiston, 2017).

Tabela 2. Rachunek finansowy bilansu płatniczego Chin w latach 2013–2017 (mld USD)

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017
Inwestycje bezpośrednie:					
aktywa	73	123	174	217	102
pasywa	291	268	243	171	168
Inwestycje portfelowe:					
aktywa	5,4	10,8	73,2	103,4	109
pasywa	58	93	7	41	117
Inwestycje pozostałe:					
aktywa	142	329	83	350	77
pasywa	214	50	-352	33	151
Saldo rachunku finansowego (bez uwzględniania zmiany rezerw)	-343	51	434	416	-148
Zmiana rezerw walutowych	431	118	-343	-444	92
Saldo rachunku finansowego (z uwzględnieniem zmiany stanu rezerw)	88,3	169,1	91,5	-26,6	-57

Źródło: IMF (2017).

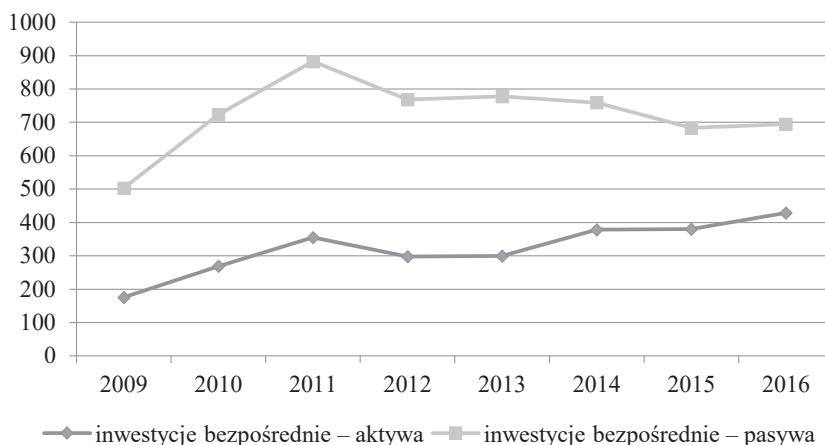
Duży odpływ kapitału netto z krajów rozwijających się w badanym okresie (z wyjątkiem lat 2009–2010) miał miejsce również w kategorii – pozostałe inwestycje. W ramach tej formy (inwestycje zagraniczne), która obejmuje głównie kredyty i depozyty bankowe oraz kredyty handlowe, odpłynęło łącznie w analizowanym okresie ok. 2,3 bln USD (tab. 1). Było to rezultatem wyższego wzrostu aktywów zagranicznych niż zobowiązań zagranicznych krajów rozwijających się w ramach tej kategorii. Przyczyniły się do tego zarówno ograniczenia działalności kredytowej międzynarodowych banków, w odpowiedzi na wprowadzone po kryzysie wymo-

gi regulacyjne, jak i spłata zagranicznych zobowiązań, zwłaszcza przez chińskie przedsiębiorstwa, ze względu na sprzyjający kurs juana.

Z kolei import kapitału netto do krajów rozwijających się, w badanym okresie, był przede wszystkim wynikiem inwestycji bezpośrednich i portfelowych (tab. 1). Przepływy netto inwestycji bezpośrednich w całym okresie były ujemne, jednak ich poziom od 2012 roku uległ wyraźnej redukcji (w 2016 r. stanowił ok 50% wartości z 2011 r.). Do spadku napływu inwestycji bezpośrednich netto do krajów rozwijających się przyczynił się zarówno mniejszy napływ, jak i większy odpływ kapitału brutto w tej postaci z krajów rozwijających się (IMF, 2016).

Jeżeli chodzi o inwestycje bezpośrednie nierezydentów w krajach rozwijających się, to od 2012 roku do końca analizowanego okresu odnotowano tendencję spadkową. W 2016 roku były one o blisko 200 mld USD niższe w roku 2011 (rys. 2), a było to spowodowane zmniejszeniem się różnicy w oczekiwanym wzroście gospodarczym między państwami rozwijającymi się i rozwiniętymi (IMF, 2016).

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



Źródło: IMF (2017).

Z kolei w latach 2009–2016 (z wyjątkiem 2012 r.) utrzymywała się tendencja wzrostowa inwestycji bezpośrednich, dokonywanych przez kraje rozwijające się, za

granicą. Jak wynika z danych przedstawionych na rysunku 2 w 2009 roku wyniosły one ok. 175 mld USD, a w 2016 roku były ok. 2,5 krotnie wyższe. 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, gdzie 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 ok. 170 mld USD. Ten trend jest wyrazem dojrzałości rynkowej gospodarki – im bardziej rozwinięta i konkurencyjna, tym więcej krajowych przedsiębiorstw podejmuje aktywność inwestycyjną za granicą. Eskalacja chińskich inwestycji opiera się m.in. na wcześniej przygotowanej przez władze strategii światowej ekspansji (*Go Out Policy*), przy aktywnym wsparciu państwa.

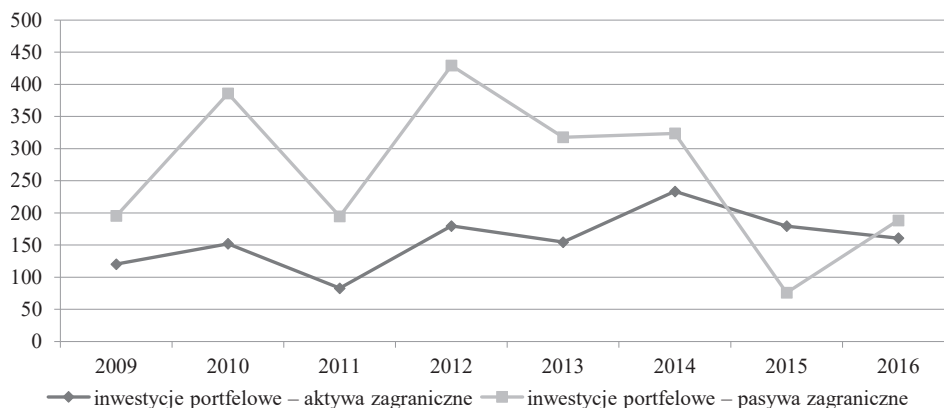
Również w przypadku inwestycji portfelowych, w badanym okresie, miał miejsce głównie import kapitału netto (wyjątek stanowią lata 2008 i 2015), choć był on znacznie mniejszy niż inwestycji bezpośrednich (tabela 1). Wynikało to z tego, że podlegał on większym restrykcjom niż inne formy przepływu kapitału w krajach rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich (Griffith-Jones S., Gallagher K., 2011). W latach 2012–2014 napływ inwestycji portfelowych netto uległ wyraźnemu zmniejszeniu, a w 2015 roku przekształcił się w odpływ kapitału netto (saldo dodatnie) z rynków krajów rozwijających się, w wysokości ok. 113 mld USD. Natomiast w kolejnych dwóch latach miał miejsce dynamiczny wzrost napływu netto tych inwestycji. Duża zmienność napływu kapitału portfelowego świadczy o krótkim horyzoncie tych inwestycji i ma destabilizujący wpływ na rachunek finansowy.

Podobnie, jak w przypadku inwestycji bezpośrednich, do spowolnienia napływu kapitału portfelowego netto do krajów rozwijających się, od roku 2012, przyczynił się zarówno mniejszy napływ inwestycji zagranicznych, 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 krajów rozwijających się z powodu spodziewanego wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjed-

noczonych oraz obniżonej prognozy wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się (UNCTAD 2017, s. 81).

Obniżeniu się inwestycji portfelowych nierezydentów towarzyszył w latach 2009–2014 (wyj. 2011 r.) blisko dwukrotny wzrost inwestycji portfelowych rezydentów z krajów rozwijających się za granicą. Podobnie jak w przypadku inwestycji bezpośrednich, tendencja ta w znacznym stopniu była zdeterminowana przez inwestycje chińskich rezydentów, które w latach 2013–2016 zwiększyły się ok. 20-krotnie (tab. 2).

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



Źródło: IMF (2017).

Z danych zaprezentowanych w tabeli 3. wynika, że sytuacja w zakresie kształtowania się salda rachunku finansowego w poszczególnych regionach krajów rozwijających się była bardzo zróżnicowana. Zmniejszenie się odpływu kapitału zagranicznego netto, a następnie przekształcenie się w napływ widoczne było zwłaszcza w krajach azjatyckich oraz państwach Bliskiego Wschodu. Z kolei w krajach WNP, w całym badanym okresie, miał miejsce odpływ kapitału netto, jednak po 2011 roku uległ on zmniejszeniu. Natomiast w krajach Afryki Subsaharyjskiej, Europy oraz Ameryki Łacińskiej i Karaibów sytuacja przedstawiała się odmiennie niż w pozostałych krajach rozwijających się ogółem, bowiem saldo na rachunku finansowym

ich bilansów płatniczych, w całym badanym okresie, było ujemne, co oznacza, że ich gospodarki cały czas były zasilane kapitałem zagranicznym.

Tabela 3. Saldo rachunku finansowego bilansu płatniczego krajów rozwijających się według regionów (w mld USD)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Wspólnota Niepodległych Państw	111,3	36,7	75,9	100,9	52,1	2,5	12,2	52,8	2,1	63,1
Bliski Wschód i Afryka Północna	235,0	-46,9	122,5	320,3	285,8	306,7	180,3	-133,1	-208,8	-55,4
Ameryka Łacińska i Karaiby	-41,5	-31,7	-114,5	-126,4	-146,7	-187,7	-205,1	-192,5	-103,9	-88,5
Afryka Subsaharyjska	-5,7	-49,3	-6,0	-15,6	-21,4	-53,5	-77,5	-80,6	-66,6	-46,3
Europa Środkowa i Wschodnia	-160,6	-51,3	-89,1	-107,1	-66,3	-62,3	-43,5	-9,7	-14,1	-42,9
Rozwijająca się Azja	467,3	211,3	148,4	65,2	9,7	33,0	149,5	86,9	-40,0	-85,0

Źródło: IMF (2017).

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że w ostatnich latach kraje rozwijające się doświadczyły istotnej zmiany kierunków przepływu kapitału na rachunku finansowym bilansu płatniczego. Dodatkowo saldo wyraźnie się zmniejszyło, a od 2015 roku przyjmowało wartości ujemne, co oznacza, że kraje rozwijające się przekształciły się z eksporterów kapitału netto w importerów. Jest to sytuacja odmienna od tej, która występowała od początku obecnego stulecia, gdy na skutek ogromnej akumulacji rezerw dewizowych kraje rozwijające się stały się eksporterami kapitału. Zmiana dotychczasowej tendencji wynikała jednak przede wszystkim ze spowolnienia wzrostu rezerw walutowych po kryzysie, a następnie ich spadku w latach 2015–2016, a nie ze wzrostu napływu inwestycji zagranicznych. Bardzo duży odpływ kapitału netto z krajów rozwijających się, w badanym okresie, miał miejsce również w ramach inwestycji pozostałych.

Z kolei inwestycje bezpośrednie i portfelowe były źródłem napływu kapitału zagranicznego netto, jednak od 2012 roku był on coraz mniejszy. Do spadku napływu kapitału netto do badanej grupy państw przyczynił się zarówno mniejszy napływ,

jak i większy odpływ kapitału brutto z krajów rozwijających się. W odpływie kapitału w formie inwestycji bezpośrednich dużą rolę odgrywały chińskie inwestycje zagraniczne, których skala w ostatnich latach intensywnie rosła. Perspektywa zaostrożenia 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 zmniejszonych inwestycji nierezydentów w tej formie.

Omówione zmiany na rachunku finansowym krajów rozwijających się były zdeterminowane przepływami kapitału zagranicznego w krajach azjatyckich i państwach Bliskiego Wschodu.

Literatura

- Bano, S., Tabbada, J. (2015). Foreign Direct Investment Outflows: Asian Developing Countries. *Journal of Economic Integration*, 2 (30), 359–398.
- Dominguez, K., Hashimoto, Y., Takatoshi, I. (2011). *International Reserves and the Global Financial Crisis*. NBER Working Paper Series 17362.
- Grigoli, F., Herman, A., Swiston, A. (2017). *A Crude Shock: Explaining the Impact of the 2014–2016 Oil Price Decline Across Exporters*. IMF Working Paper October nr 160.
- Griffith-Jones, S., Gallagher, K. (2011). Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy. *Economic & Political Weekly*, 3 (46), 12–14.
- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual. Sixth Edition BPM6*. Pobrane z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (12.01.2018).
- IMF (2017). *Statistical Appendix. World Economic Outlook*, October 2017.
- IMF (2016). *Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets. World Economic Outlook*, April, rozdz. 2, Washington.
- IMF (2017). *World Economic Outlook Database*, October. Pobrane z: <https://www.imf.org> (12.01.2018).
- Skopiec, D. (2016). Akumulacja oficjalnych rezerw walutowych jako determinant stabilności współczesnej gospodarki światowej. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 266, 178–188.
- UNCTAD (2017). *World Economic Situation and Prospects*. Rozdz. III: *Financing for sustainable development*. Pobrane z: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/25012017wesp_full_en.pdf (13.01.2018).

DIRECTIONS OF CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES IN THE PERIOD 2009–2016

Abstract

The aim of the article is to identify changes in financial account of balance of payments of developing countries in 2008–2016. After global financial crisis financial account surplus changed into a deficit. It was caused by decline of foreign reserves accumulation by developing countries. In relation to other transactions of financial account a slowdown in net capital inflows was recorded. The research results show that recent slowdown of capital flows to developing countries resulted from smaller inflows and bigger outflows of capital from developing countries.

Keywords: financial account of balance of payments, foreign reserves, net capital flows, gross capital flows, developing countries

Translated by Ewa Bilewicz

JEL Code: F34

Cytowanie

Bilewicz, E. (2018). Kierunki przepływu kapitału zagranicznego w krajach rozwijających się w ostatniej dekadzie. *Studia i Prace WNEIZ US*, 53/1, 31–42. DOI: 10.18276/sip.2018.53/1-03.