

USA nie urosłyby bez europejskiego kapitału

Autor: **Marcin Zieliński**

Pierwotnie opublikowano 22.10.2016 na portalu obserwatorfinansowy.pl

Napływ zagranicznego kapitału w opinii większości ekonomistów przyspiesza rozwój gospodarczy. Pojawiają się jednak ostrzeżenia przed uzależnieniem się od zagranicznych inwestycji. Pouczająca jest historia gospodarki USA, które stały się potęgą gospodarczą przy wydatnym finansowaniu z zagranicy.

Dodać tu warto, że zagraniczny kapitał w USA pochodził głównie z Wielkiej Brytanii — byłej metropolii.

W przededniu I wojny światowej USA były największym dłużnikiem świata. Według szacunków Miry Wilkins, autorki monumentalnego [opracowania](#) o inwestycjach zagranicznych w USA przed I wojną światową, bazującej na wcześniejszych pracach m.in. [Cleony Lewis](#) i [Johna Dunninga](#), 30 czerwca 1914 roku amerykańskie długoterminowe zobowiązania wobec innych krajów opiewały nominalnie na kwotę 7,09 mld dolarów (z czego trzy czwarte to inwestycje portfelowe), czyli ok. 168 mld dolarów licząc według ich wartości z 2015 roku. Zobowiązania krótkoterminowe były niewielkie i wynosiły nominalnie ok. 450 mln dolarów.

Pomimo gwałtownego wzrostu amerykańskich inwestycji zagranicznych (głównie bezpośrednich) na przełomie XIX i XX wieku międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto USA w 1914 roku wciąż była ujemna i wynosiła 3,6 mld dolarów. W ujęciu netto USA zajmowały podobną pozycję jak Kanada i Rosja. Do największych wierzycieli świata należały wówczas Wielka Brytania (18 mld dolarów), Francja (9 mld dolarów) i Niemcy (7,3 mld dolarów). USA, które zainwestowały poza swoimi granicami 3,5 mld dolarów, zajmowały czwartą pozycję. Łącznie inwestycje zagraniczne na całym świecie wynosiły wówczas 45 mld dolarów.

Jaki był wpływ inwestycji zagranicznych na przeobrażenie USA z kraju postkolonialnego w kraj, który można śmiało określić mianem potęgi gospodarczej? Kiedy spojrzymy na same agregaty, to wyda nam się, że niewielki.

Mimo że w 1914 roku niemal jedna szóstą światowych inwestycji zagranicznych była ulokowana w USA, to w stosunku do wielkości amerykańskiej gospodarki nie było ich tam aż tak dużo. W 1913 roku udział amerykańskiego PKB w PKB światowym wynosił 18,9 procent (według [szacunków](#) Angusa Maddisona).

Względnie nieduży był również udział inwestycji zagranicznych w amerykańskiej akumulacji kapitału w XIX wieku. Nie można tego raczej wytłumaczyć oddaleniem USA od Europy. Nieprzypadkowo okres od 1870 roku do wybuchu I wojny światowej określa się mianem pierwszej fali globalizacji, jako że świat stawał się wówczas coraz mniejszy: wiadomość wysłana telegrafem znad Tamizy trafiała do odbiorcy w USA po 2,5 minuty, a podróż statkiem przez Atlantyk zajmowała 6 dni.

Ponadto USA rozwijały się niezwykle dynamicznie i powstawały tam nowe możliwości inwestycyjne. Przykładowo w Argentynie i Kanadzie — krajach niemniej oddalonych od Europy i rozwijających się równie gwałtownie co USA — inwestycje zagraniczne wynosiły w 1914 roku łącznie 6,7 mld dolarów, mimo że ich wspólny PKB stanowił tylko nieco ponad 12 procent amerykańskiego PKB.

Na taki stan rzeczy niewątpliwie wpływ miał wysoki poziom krajowych oszczędności w USA. Większość projektów inwestycyjnych można było sfinansować krajowymi funduszami, więc nie było potrzeby poszukiwania kapitału na światowych rynkach. Jednak „większość” to nie „wszystkie”. Jak jednak wskazali związani z National Bureau of Economic Research [Lance E. Davis](#) i [Robert J. Cull](#), tamten okres charakteryzowały gwałtowne skoki amerykańskiego popytu na kapitał, a powstałej w ten sposób luki nie były w stanie wypełnić oszczędności krajowe, przez co musiał wkraczać kapitał zagraniczny.

Inwestycje zagraniczne napływały do USA cyklicznie, za każdym razem wtedy, gdy pojawiały się nowe możliwości, których nie byli w stanie sfinansować krajowi oszczędzający. W latach 30. XIX wieku zagraniczne oszczędności służyły finansowaniu budowy dróg i kanałów przez rządy stanowe, później w spółki surowcowe, ziemskie, hipoteczne, produkcyjne i browarnicze, a przede wszystkim w tak istotne dla rozwoju gospodarczego koleje. Inwestycje zagraniczne „spenetrowały” choćby w niewielkim stopniu właściwie każdy aspekt amerykańskiego życia gospodarczego. Ponieważ za ten napływ kapitału zagranicznego odpowiadały nagłe wzrosty amerykańskiego popytu na kapitał, to trudno przy tym uznać inwestycje zagraniczne za „winowajcę” ewentualnych wahań koniunktury w USA.

Z cyklicznym napływem inwestycji zagranicznych wiążą się jeszcze dwie połączone ze sobą kwestie, na które zwrócili uwagę Davis i Cull.

Po pierwsze, amerykańscy oszczędzający byli mniej „wyrobieni” od brytyjskich. Brytyjczycy, których same inwestycje portfelowe w USA w połowie 1914 roku wynosiły ponad 3,5 mld dolarów (a łącznie z bezpośrednimi 4,25 mld dolarów), o wiele chętniej ryzykowali swoje oszczędności w nieznanym sobie projektach, przekonani do inwestycji w zdepersonalizowany i symboliczny kapitał, jakim są papiery wartościowe.

Wynikało to w dużej mierze z długoletniej historii tego rodzaju inwestycji na Wyspach Brytyjskich, której początki sięgały XVII wieku i akcji kompanii handlowych, a kolejnym etapem były obligacje wieczyste emitowane przez rząd brytyjski podczas wojen napoleońskich. Pod tym względem USA były zapóźnione co najmniej o pół wieku. Oszczędnościami, którymi można by sfinansować inwestycje na Zachodzie i Południu USA, dysponowali ludzie zamieszkujący stany północno-wschodnie. Byli oni jednak skłonni inwestować co najwyżej w bezpieczne obligacje federalne i stanowe, ewentualnie w papiery wartościowe spółek kolejowych, chociaż nie w stopniu pozwalającym na tak szybki rozwój kolei, jaki faktycznie się odbywał.

Po drugie, New York Stock Exchange jako najważniejsza giełda w USA była bardzo wymagająca dla spółek, które miały być na niej notowane. Każda ze spółek notowanych na Wall Street musiała spełniać wysokie standardy, jeśli chodzi o wielkość kapitału, liczbę akcjonariuszy i historię działalności — wszystkie te procedury służyły zmniejszeniu niepewności inwestycji. W ten sposób spółka, której udało się już przejść giełdowy test, wysyłała potencjalnym inwestorom sygnał, że emitowane przez nie akcje są najwyższej jakości.

Rozwiązanie zastosowane przez NYSE miało swoje plusy, gdyż dawało względnie dużą gwarancję mało „wyrobionym” inwestorom, a tacy wówczas przeważali, ale miało też swoje minusy — utrudniało zdobycie kapitału na sfinansowanie bardziej ryzykownych projektów. Istniały co prawda alternatywy w postaci czterech innych w miarę dużych giełd: dwóch w Nowym Jorku i po jednej w Bostonie i Filadelfii, ale większość transakcji odbywało się na Wall Street. W związku z tym sporo spółek decydowało się na poszukiwanie kapitału w Londynie. Co ciekawe, niewiele było amerykańskich spółek niekolejowych notowanych w Londynie, które jednocześnie byłyby notowane na NYSE, co pokazuje, jak istotny dla tych spółek był kapitał europejski, głównie brytyjski.

Nawet w najkrótszym artykule na temat inwestycji zagranicznych w USA w okresie drugiej rewolucji przemysłowej nie można pominąć inwestycji w koleje. W 1870 roku Amerykanie mieli do dyspozycji 85 tys. km torów kolejowych, w 1913 roku już ponad 611 tys. km. Oczywiście trudno przecenić znaczenie połączeń kolejowych w kraju tak rozległym jak USA, a jednocześnie trudno sobie wyobrazić tak szybki ich rozwój bez udziału kapitału zagranicznego.

W 1914 roku inwestycje zagraniczne w amerykańskie koleje wynosiły 4,17 mld dolarów. Oznacza to, że ponad 20 procent kapitału, jakim w 1914 roku dysponowały amerykańskie spółki kolejowe (20,2 mld dolarów), pochodziło z zagranicy, z czego dwie trzecie z Wielkiej Brytanii. A jednocześnie bardzo prawdopodobne jest to, że we wcześniejszym okresie sami Brytyjczycy dostarczyli nawet jedną czwartą kapitału na amerykańskie inwestycje kolejowe. Pod koniec XIX wieku większość akcji tak ważnych spółek kolejowych jak Pennsylvania Railroad, Illinois Central czy Louisville and Nashville było w posiadaniu inwestorów zagranicznych.

Nie tylko wielkie spółki kolejowe szukały kapitału za granicą, również te lokalne. Pierwsza po wojnie secesyjnej fala inwestycji zagranicznych w USA wiązała się z rozbudową linii kolejowych na Wschodzie i Środkowym Zachodzie. To właśnie wtedy spółka kolejowa z Perkiomen w Pensylwanii, by wybudować nieco ponad 60-kilometrowy odcinek łączący tę niewielką osadę, zdecydowała się na emisję obligacji w Londynie. Kolejna fala, która zaczęła się na początku lat 80. XIX wieku, pozwoliła na rozwój linii kolejowych na Zachodzie oraz — w mniejszym stopniu — na Południu.

Nie oznacza to wcale, że Amerykanie przyjmowali inwestorów zagranicznych z otwartymi ramionami. Z jednej strony nie brakowało działań ustawodawczych na szczeblu zarówno federalnym, jak i stanowym, służących powstrzymaniu napływu inwestycji zagranicznych, zwłaszcza nabywaniu ziemi przez cudzoziemców. Z drugiej strony, inwestycje zagraniczne, zwłaszcza te brytyjskie, niepokoiły zwykłych Amerykanów i amerykańskich ekspertów. Twierdzono wręcz, że Brytyjczycy odbierają Amerykanom niepodległość, którą ci uzyskali w 1776 roku.

Przykładowo w 1884 roku nowojorski „Bankers’ Magazine” stwierdził, że „to będzie dla nas szczęśliwy dzień, kiedy żadne dobre amerykańskie papiery wartościowe nie będą posiadane za granicą, a Stany Zjednoczone przestaną być obszarem wycisku dla europejskich bankierów i pożyczkodawców. Trybut płacony obcokrajowcom jest [...] wstrętny”.

Ci, którzy sprzeciwiali się napływowi zagranicznego kapitału, niekoniecznie mieli rację. Wśród skrupulatnych badaczy historii inwestycji zagranicznych w USA przed I wojną światową panuje konsensus, że trudno przecenić znaczenie tych inwestycji dla amerykańskiej gospodarki. W ramach podsumowania zacytuję dwóch z nich.

Według [Miry Wilkins](#): „Kapitał zagraniczny odegrał istotną i korzystną rolę w rozwoju gospodarczym Stanów Zjednoczonym od zdobycia niepodległości do 1914 roku. [...] Żaden amerykański historyk gospodarczy zajmujący się wzrostem amerykańskiej gospodarki nie pisze o niedoborze kapitału. Powodem, dla którego tak się dzieje, jest to, że przez cały XIX wiek i na początku XX wieku kraj mógł czerpać ze światowych rynków kapitałowych”.

Z kolei według nieżyjącego już [Raymonda W. Goldsmitha](#) z NBER: „Gdyby Stany Zjednoczone ograniczały się do krajowych oszczędności, wzrost majątku aż do końca XIX wieku z pewnością byłby wolniejszy. [...] Import [kapitału] był skoncentrowany w kluczowych obszarach wzrostu i [...] bez niego rozwój amerykańskiego systemu kolejowego, będącego prawdopodobnie największym osiągnięciem gospodarczym drugiej połowy dziewiętnastego wieku, zostałyby poważnie spowolnione”.

Wczesna historia USA pokazuje, że inwestycje zagraniczne nie prowadzą do uzależnienia kraju je przyjmującego od obcego kapitału, lecz stanowią istotne źródło wspierania jego wzrostu wtedy, gdy krajowe oszczędności okazują się niewystarczające.

Otwarta licencja

Obserwatorfinansowy.pl