

# Narastanie strukturalnej nierównowagi globalnych rynków finansowych w latach 1999-2008 jako produkt procesu globalizacji

Tadeusz Miruszewski\*

---

Globalne nierównowagi w gospodarce światowej, jako jeden z przejawów, a zarazem skutków procesów ekonomiczno-finansowej globalizacji, przejawiają się:

- poprzez niedopasowania geograficzno-strukturalne strumieni przepływów kapitałowych; współczesny międzynarodowy system finansowy tworzą kraje centrum (*core*) oraz tzw. kraje peryferyjne (*periphery*); o ile w latach 60. XX w. centrum tworzyły USA, a peryferie międzynarodowego rynku finansowego tworzyły Europa i Japonia, to na mapie współczesnego rynku finansowego wykształciły się nowe peryferia, które tworzą kraje Azji Południowo-Wschodniej i kraje Ameryki Łacińskiej; w latach 60. peryferia pobudzały globalny rozwój gospodarczy promocją eksportu w warunkach długookresowego niedoszacowania kursu walutowego, zaś współczesne kraje peryferyjne, w warunkach upowszechnienia płynnych kursów walutowych, mają trudności z analogicznym sposobem stymulowania eksportu;
- jako zakumulowana globalna nadwyżka oszczędności (*saving glut*) wąskiej grupy krajów, stanowiąca źródło finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących w innych krajach (czyli np. w USA);
- w akumulacji znacznej części światowych rezerw walutowych w nielicznej grupie krajów.

Proces globalizacji rynków finansowych [Sławiński, 2006, s. 16-19] we współczesnej gospodarce światowej współokreśla, a jednocześnie modyfikuje makro- i mikro-

---

\* Dr, Katedra Ekonomii, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku.

ekonomiczne warunki kształtowania kierunków rozwoju, form oraz instrumentów stabilizacji systemów finansowych. Współzależność tę można odnieść zarówno do pojedynczych gospodarek, poszczególnych krajów, jak i grup krajów, czy wreszcie ugrupowań integracyjnych o charakterze unii ekonomicznych i walutowych (np. strefa euro).

## 12.1. Globalne nierównowagi a rynki finansowe

Główna funkcja rynków finansowych we współczesnej gospodarce sprowadza się m.in. do umożliwienia płynnego i optymalnego transferu oszczędności podmiotów indywidualnych (gospodarstw domowych) do przedsiębiorstw oraz innych podmiotów gospodarujących i inwestujących (firm, przedsiębiorstw). Duża liczba podmiotów – uczestników transakcji (obrotów) zapewnia niskie koszty realizacji i zawierania transakcji, co oznacza, że rynki finansowe tym lepiej spełniają swoje makroekonomiczne funkcje, im bardziej są płynne. Współczesny proces globalizacji w gospodarce światowej, postępująca liberalizacja przepływów kapitałowych i, ostatecznie, dynamiczny rozwój światowych rynków finansowych oznacza zarówno wyższy stopień ich płynności, jak i tworzenie warunków dla wystąpienia zjawisk nierównowagi finansowej oraz kryzysów w międzynarodowych finansach.

Powstanie globalnych nierównowag w gospodarce światowej należy rozpatrywać i analizować na tle ogólnoświatowych trendów i zmian. Pierwszy trend wyznaczający tempo wzrostu obrotów handlu światowego na przestrzeni kilku ostatnich dekad wyprzedza 1,5-krotnie tempo wzrostu gospodarczego, mierzone stopą wzrostu PKB w gospodarce światowej. Gospodarki otwierały się szybciej niż rozwijały, zaś w latach 90. wzrost wolumenu obrotów handlu światowego aż dwukrotnie przewyższył tempo wzrostu PKB na świecie. Zjawiskom tym towarzyszył rosnący stopień zewnętrznego otwarcia mierzony sumą wartości obrotów w eksporcie i w imporcie w relacji do PKB, także w odniesieniu do dużych rozwiniętych gospodarek. Na przykład, dla Niemiec współczynnik ten osiągnął w 2005 r. poziom 75%, a gospodarki Japonii i USA zbliżyły się do poziomu 22% [IMF, 2009a], co w ich przypadku oznacza bardzo wysoki jego poziom, m.in. z uwagi na historyczno-strukturalną specyfikę ich umiarkowanego zewnętrznego handlowego otwarcia.

Rosnącemu umiędzynarodowieniu produkcji towarzyszy m.in. dynamiczny przyrost wartości bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dla strategii funkcjonowania wielu transnarodowych korporacji istotne okazało się uwzględnienie czynnika międzynarodowej przewagi w zakresie czynnika kosztów produkcji i rozszerzenia sieci zbytu. Według szacunków UNCTAD przepływy światowych inwestycji bezpośrednich osiągnęły w 2005 r. poziom ok. 900 mld USD, co oznaczało wzrost o ok. 30% w stosunku do ich wielkości w 2004 r. We współczesnej gospodarce światowej za ok. 2/3 obrotów światowego handlu odpowiadają korporacje transnarodowe. Liczba korporacji transnarodowych szacowana jest obecnie na ok. 70 tys.

Trzeci ważny globalny trend zmian i procesów dostosowawczych w gospodarce światowej wyznacza od szeregu lat integracja światowych rynków kapitałowych, w coraz większym zakresie otwartych dla podmiotów i rynków finansowych rosnącej grupy krajów. Według danych Bundesbanku, wartość obrotów papierami wartościowymi w Niemczech z udziałem podmiotów zagranicznych stanowiła sześciokrotność wielkości niemieckiego PKB [Remsperger, 2006], czyli ok. 80 razy więcej, niż na początku lat 80. Stopień otwarcia systemu finansowego, mierzony relacją sumy wartości aktywów i pasywów zagranicznych do wartości PKB, wyniósł w Niemczech (2004 r.) ok. 300%, także w przypadku gospodarek USA i Wielkiej Brytanii osiągnął wysoki poziom (dla gospodarki brytyjskiej 700%! ) i w latach 1990-2004 wzrósł 2-krotnie.

Wzrost obrotów światowych rynków walutowych wyznacza kolejny obszar postępu w obszarze międzynarodowej integracji finansowej. Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS) średnie dzienne transakcje walutowe na świecie osiągnęły w roku 2005 poziom 1880 mld USD, co oznacza, że przekroczyły 42-krotnie wartość transakcji handlowych w gospodarce światowej [BIS, 2005]. Za dynamikę przyrostu obrotów światowych rynków walutowych (3,5-krotny wzrost od końca lat 80.) odpowiada zarówno wzrost udziału aktywów zagranicznych w portfolio inwestorów kapitałowych, jak i szybki wzrost udziału, mobilnych z natury, funduszy head-gingowych w rozliczeniach międzynarodowych.

## 12.2. Globalne nierównowagi a paradoksy międzynarodowych finansów

Powyższe trendy zmian w gospodarce światowej i międzynarodowych rynkach finansowych wyznaczyły w ostatnich latach także szereg zjawisk i prawidłowości, które zdawały się przeczyć tradycyjnym poglądom teorii ekonomii w kwestii międzynarodowej integracji finansowej, szczególnie w kwestii relacji oszczędności i inwestycji oraz czynników i kierunków międzynarodowego przepływu kapitałów. Paradoks pierwszy, określany jako „zagadka Feldsteina-Horioki” [Feldstein, Horioka, 1980], wskazuje na wysoki współczynnik korelacji między krajowymi stopami oszczędności i inwestycji, dla lat 1960-1976 na poziomie 0,89. Późniejsze analizy [Obstfeld, Rogoff, 2000] przygotowane dla lat 1990-1997 potwierdziły utrzymywanie się takiej, zaskakująco wysokiej, korelacji. Istota owego „paradoksu” polega na tym, iż brak jest jakichkolwiek instytucjonalnych, prawnych i makroekonomicznych przyczyn, dla których główne źródło finansowania dla krajowych inwestycji stanowiłyby wyłącznie krajowe oszczędności, mimo coraz szerszych możliwości pozyskiwania środków kapitałowych na międzynarodowych rynkach finansowych.

Drugie zjawisko, również trudne do wyjaśnienia na gruncie dorobku światowej nauki ekonomii w dziedzinie międzynarodowych stosunków ekonomicznych, zaobser-

wował R. Lucas. [Lukas, 1990] Zgodnie z powszechnym przekonaniem, na gruncie tradycyjnego systemu poglądów ekonomicznych, w warunkach globalizacji i integracji rynków finansowych podstawowy strumień funduszy i środków kapitałowych powinien przepływać z rynków krajów rozwiniętych do gospodarek rozwijających się. Dane i fakty wskazały, że tak się w rzeczywistości nie dzieje, a obserwację tę określono w literaturze mianem „zagadki Lucasa”. Wkrótce podjęto próby rozwiązania tej zagadki i przeanalizowano, w szerokim aspekcie, warunki inwestowania w ok. 100 krajach na przestrzeni lat 1970-2000, a wnioski wskazywały na rozstrzygającą rolę czynników społeczno-instytucjonalnych w przepływie funduszy kapitałowych (lub jego braku) między krajami obficie wyposażonymi w kapitał do krajów transformujących się i rozwijających. Przedstawione wyżej „paradoksy finansów międzynarodowych” wskazują na konieczność uwzględnienia różnorodnych, także pozaekonomicznych, czynników w analizie strukturalnych najważniejszych uwarunkowań zmian, kierunków rozwoju i powstawania nierównowag w międzynarodowych finansach.

W literaturze ekonomicznej brak jest jednoznacznych i umotywowanych poglądów rozstrzygających, czy współczesne globalne nierównowagi są produktem, swoistym negatywnym i nieuniknionym skutkiem ubocznym wyłącznie postępów procesu globalizacji w gospodarce światowej. Oddzielnego rozważenia wymaga zatem kwestia ewentualnych, potencjalnych zagrożeń o charakterze kryzysogennym (kryzysów kursowo-walutowych i bankowych) dla krajowych systemów finansowych i monetarnych, jakie wiążą się z powstaniem i utrzymywaniem się w gospodarce globalnych nierównowag. Czy zatem globalne nierównowagi w ich obecnym, nadal utrzymującym się rozmiarze i kształcie oznaczają dla globalnych systemów finansowych, a szczególnie w odniesieniu do gospodarek o systemach mniej odpornych na szoki zewnętrzne, trwałą i nieuchronną presję destabilizacyjną? Próba analizy tej kwestii, a jednocześnie wyjaśnienia istoty współczesnych globalnych nierównowag finansowych może okazać się ich rozważenie w aspekcie:

- czynników, rozmiarów i kierunków zmian salda rachunku obrotów bieżących największych gospodarek świata;
- relacji między globalnymi oszczędnościami i inwestycjami.

Powyższe dwie płaszczyzny analizy zjawiska globalnych nierównowag są, w istocie, dwiema stronami tej samej kwestii: kraje, których relacje z zagranicą wykazują deficyt w zakresie rachunku obrotów bieżących, absorbują wolne, skumulowane oszczędności z zagranicy.

Szybko rosnący deficyt rachunku obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej przedstawiany jest jako jeden z najważniejszych symptomów globalnej nierównowagi. W 2005 r. deficyt rachunku obrotów bieżących amerykańskiej gospodarki zamknął się kwotą ok. 792 mld USD (por. tabela 12.1).

Kwota deficytu osiągnęła już w 2005 r. ok. 6,4% PKB w USA, co w odniesieniu do każdej gospodarki traktowane jest jako osiągnięcie wysokiego, alarmującego poziomu nierównowagi zewnętrznej. Przeciwwagę dla amerykańskiego deficytu obro-

Tabela 12.1. Bilans rachunku obrotów bieżących w latach 1998-2005 (mld USD)

Grupy krajów	1998	1999	2000	2001	2002	2004	2005
Gospodarki krajów wysoko rozwiniętych	18,5	-114,8	-267,1	-214,6	-229,5	-267,2	-486,3
W tym:							
USA	-213,5	-299,8	-415,2	-389,0	-472,4	-665,3	-791,5
Strefa euro	49,1	23,2	-40,9	3,6	42,4	82,5	-2,6
Japonia	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	172,1	165,7
Inne rozwinięte	63,8	47,4	69,3	83,0	87,9	148,5	142,1
Kraje – rynki wschodzące, w tym:	-113,4	-24,0	79,6	40,0	78,5	211,9	424,7
Afryka	-19,4	-15,0	7,2	0,4	-7,8	-0,4	18,4
Centralna/wschodnia Europa	-19,3	-26,5	-32,3	-16,2	-28,6	-59,4	-68,3
Rozwijające się kraje Azji	49,5	38,3	38,2	37,7	66,9	94,2	165,3
Środkowy Wschód	-26,1	12,1	67,0	39,0	28,9	96,8	182,9

Źródło: Opracowanie własne, według danych *World Economic Outlook*, IMF, September 2006.

tów bieżących stanowiło ok. 80% globalnej światowej nadwyżki reszty świata. Znaczna część tej kwoty nadwyżek, które stanowiły źródło sfinansowania amerykańskiego niedoboru i napłynęły do USA jako kapitałowe pozycje finansujące, ujęte w rachunku kapitałowym bilansu płatniczego USA, pochodziła z nielicznej grupy krajów, tzn.: 166 mld USD z Japonii, 116 mld USD z Chin, 262 mld USD z krajów OPEC oraz 78 mld USD z kilku azjatyckich gospodarek wschodzących. Amerykański deficyt obrotów bieżących wiąże się z niskim poziomem oszczędności, zarówno gospodarstw domowych, jak i sektora publicznego. Obecny poziom stopy oszczędności, czyli ok. 1% PKB, jest najniższy w latach powojennych. W największym stopniu redukcja poziomu oszczędności dotyczyła gospodarstw domowych i po raz pierwszy od lat 30., czyli Wielkiego Kryzysu, dynamika zmian w tym zakresie jest ujemna. Tendencja ta uległa odwróceniu dopiero latem 2009 r., czyli w efekcie silnego oddziaływania czynników kryzysowych wywołujących zmiany zachowań w tym obszarze („efekt majątkowy”).

Istotne znaczenie ma tutaj fakt, że deficyt rachunku obrotów bieżących w USA w decydującej części finansowany był zakupami amerykańskich papierów skarbowych przez banki centralne, głównie krajów azjatyckich oraz państw eksportujących ropę naftową. Jednocześnie szybki wzrost zasobów rezerw walutowych w tej grupie krajów można przyjąć jako drugi przejaw globalnych nierównowag. Stany Zjednoczone są nadal największym emitentem pieniądza rezerwowego w gospodarce światowej, dlatego szczególna i trwała, a w tych warunkach w pewnym sensie „wymuszona”, forma finansowania chronicznego deficytu rachunku obrotów bieżących USA rodzi szereg istotnych implikacji, zarówno dla polityki monetarno-kursowej krajów, lub grup krajów, jak i uregulowań stabilizacyjnych w obszarze globalnych systemów i rynków finansowych. Przedsięwzięcia dostosowawcze implikuje stale rosnąca podaż papierów dłużnych rządu amerykańskiego, emitowanych dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu USA. Instrumenty te denominowane są w dolarach USA, a ich rentowność szybko rośnie wraz z systematyczną podwyżką podstawowej stopy FED w sekwencji nieprzerwanego cyklu 17 podwyżek – z 1% w czerwcu 2004 r. do 5,25% w sierpniu 2006 r. Nie możemy zatem przyjąć założenia, że jedyną i główną przyczy-

ną była dominująca w tamtym okresie akomodacyjna polityka monetarna Systemu Rezerwy Federalnej USA, realizowana w powiązaniu z ekspansywną polityką fiskalno-budżetową rządu USA? Analiza globalnych nierównowag wymaga bowiem przedstawienia dwóch najważniejszych hipotez w tym zakresie.

### 12.3. Hipotezy globalnych nierównowag

Wśród poglądów i teorii sformułowanych na gruncie teorii finansów międzynarodowych oraz teorii makroekonomii w kwestii przyczyn i istoty globalnych nierównowag, a sformułowanych w obszarze teorii międzynarodowych stosunków ekonomicznych jako hipotezy współczesnych nierównowag globalnych warto przedstawić dwie najważniejsze:

- hipoteza „Bretton Woods II”, czyli hipoteza o reaktywacji nowego szczególnego reżimu monetarno-kursowego, w wielu elementach przypominającego pierwotną wersję z 1944 r. [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2003, 2009];
- hipoteza globalnej nadwyżki oszczędności („Saving Glut”), jako zewnętrznego wobec gospodarki USA czynnika wzrostu deficytu obrotów bieżących [Bernanke, 2005].

Pierwsza z hipotez, „hipoteza Bretton Woods II”, wskazuje na ukształtowanie się pod koniec lat 90. systemu reguł i instrumentów monetarno-kursowych, także w zakresie rozliczeń międzynarodowych, gdy opłaca się krajom eksportującym ropę naftową i niektórym krajom azjatyckim finansować deficyt rachunku obrotów bieżących w USA, ponieważ w ostatecznym rachunku mogą one osiągnąć pewne korzyści w handlu, np. zwiększyć eksport na rynek amerykański. Gromadzone w tych warunkach aktywa dolarowe, kumulowane w rezerwach walutowych banków centralnych, mogą w razie konieczności umożliwić także interwencje na rynku walutowym dla powstrzymania niekorzystnych – z punktu widzenia konkurencyjności handlu zagranicznego – wahań kursu dolara USA. Znaczną część skupionych w tych transakcjach interwencyjnych dolarów kraje te reinwestują następnie w amerykańskie papiery skarbowe (głównie obligacje), co oznacza w praktyce jednoczesne zewnętrzne finansowanie deficytu rachunku obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego USA.

Dobrowolne powiązanie z dolarem kursów walut szeregu gospodarek, tzn.: Chin, Japonii, wielu krajów eksportujących ropę naftową oraz krajów gospodarek wschodzących Azji może rzeczywiście sugerować szereg analogii z klasycznym systemem Bretton Woods stworzonym w 1944 r. Obok powiązań kursowych, na podobieństwo z tradycyjnym reżimem Bretton Woods wskazywała dominująca rola aktywów denominowanych w USD oraz rosnąca tendencja wzrostowa poziomu rezerw walutowych w gospodarce światowej. W latach 2001-2005 światowe rezerwy walutowe wzrosły dwukrotnie, zaś decydujący przyrost nastąpił w latach 2002-2004, co wiązać należy z polityką kursowo-monetarną krajów Azji, które powiązały kursy swoich walut z do-

larem. Według danych BIS, w grupie krajów, które zakumulowały największe rezerwy walutowe na świecie, 8 to kraje azjatyckie, a na Chiny i Japonię przypada ok. 40% całości światowych rezerw. Transakcje walutowe banków centralnych krajów o najwyższym poziomie rezerw walutowych okazały się jednocześnie najważniejszą formą zagranicznych inwestycji portfelowych. Od wiosny 2004 r. możemy jednak zaobserwować w gospodarce światowej i na rynkach finansowo-walutowych stopniową zmianę zachowań charakterystycznych dla Bretton Woods II. Na przykład Japonia praktycznie powstrzymała się w tym okresie od interwencji na światowych rynkach walutowych i od tego momentu poziom rezerw walutowych w tym kraju praktycznie nie zmienił się. Także władze Korei Płd., Tajwanu i Singapuru dopuściły po 2004 r. możliwość większych wahań kursów swoich walut, czego skutkiem było spowolnienie tempa odbudowy poziomu rezerw walutowych w tych krajach i mniejszy popyt na aktywa dolarowe. Kolejną istotną modyfikacją mechanizmów kursowych było wprowadzenie 21 lipca 2005 r. przez monetarne władze Chin Ludowych nowego, nieco bardziej elastycznego reżimu kursowego juana, przy jednoczesnej niewielkiej aprecjacji jego kursu wobec dolara. Mimo to, rezerwy walutowe Chin nadal rosły i według ocen BIS i MFW osiągnęły one w 2009 r. poziom co najmniej 2,3 bln USD. Ostatnie potwierdzone dane (z końca 2005 r.) mówią o zasobach rezerwowych w Chinach na poziomie ok. 890 mld USD. Przyczyna wzrostu poziomu chińskich rezerw walutowych leży zarówno po stronie wzrostu nadwyżki w rachunku obrotów bieżących, jak i transakcji walutowych w obronie podwartościowego kursu juana. Wielkość światowych rezerw walutowych szacowana jest obecnie na ok. 4,9 bln USD, co odpowiada 11% PKB na świecie [Aizerman, 2009]. Powyższe zmiany w zakresie polityki monetarno-kursowej szeregu banków centralnych równocześnie szybko znalazły odzwierciedlenie w poziomie i kierunkach zmian salda obrotów kapitałowych amerykańskiego bilansu płatniczego. W 2005 r. po raz pierwszy od wielu lat nie wzrosły transakcje dewizowe dokonywane przez zagraniczne podmioty publiczne.

Druga główna hipoteza powstania i narastania globalnych nierównowag, czyli sprawczej roli nadwyżki globalnych oszczędności nad inwestycjami w kreowaniu amerykańskiego deficytu rachunku obrotów bieżących, w odniesieniu do gospodarek krajów azjatyckich i krajów eksportujących ropę naftową, głównie OPEC, połączonej ze strukturalnie wysokim poziomem oszczędności w Japonii i w Niemczech, stanowi alternatywną próbę wyjaśnienia czynnika deficytu rachunku obrotów bieżących w USA. Zgodnie z głównymi założeniami tej hipotezy, strukturalnie duża nadwyżka oszczędności za granicą przyczyniła się m.in. do wzrostu cen aktywów na giełdach w USA, a w ślad za tym także szybkiego i istotnego wzrostu cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Naturalne w tych warunkach obniżenie skłonności do oszczędzania w społeczeństwie amerykańskim wynikało zarówno z podwyżek cen aktywów finansowych, jak i niskiego poziomu realnych stóp procentowych utrzymujących się w dość długim okresie na początku obecnej dekady. Z hipotezami o globalnej nadwyżce oszczędności polemizują przedstawiciele MFW. Jako ważny czynnik, wywołujący i utrwalający globalne nierównowagi wymienia się np. zmiany polityki gospodarczej

po fali kryzysów walutowych w latach 1996-1999. Wiele krajów zdecydowało się na szybkie odbudowanie poziomu rezerw walutowych głównie dla zabezpieczenia się przed kryzysami w przyszłości, zaś skłonność do inwestowania w tej grupie gospodarek określa się czasem jako „susza inwestycyjna”. Istotną rolę w tym mechanizmie odgrywa także tradycyjnie duża atrakcyjność inwestycyjna Stanów Zjednoczonych, mimo niskiego poziomu realnych stóp procentowych.

\* \* \*

Współczesne globalne nierównowagi stanowią wyzwanie dla banków centralnych, jako szczególne, strukturalne uwarunkowanie skuteczności polityki monetarnej, niezależnie od jej celu finalnego, instrumentarium, a także stanu wewnętrznej stabilności systemu monetarnego i finansowego. We współczesnej gospodarce jednym z warunków prowadzenia przez bank centralny m.in. skutecznej, jednolitej polityki monetarnej jest integracja rynków finansowych, ponieważ proces integracji finansowej sprzyja płynnej i efektywnej (czyli skutecznej) transmisji impulsów polityki monetarnej, tworząc warunki i instrumenty dla sprawnego funkcjonowania systemu płatniczego, w tym w szczególności rozliczeń transakcji w zakresie papierów wartościowych. Bezinflacyjne przyspieszenie rozwoju gospodarczego jest możliwe także w warunkach postępów integracji finansowej.

Efektom globalizacji jest, w ślad za szybszym wzrostem zasobów i mobilności siły roboczej, relatywnie do wzrostu kapitału, m.in. obniżka kosztu pracy. Inflacja, a w szczególności wskaźnik inflacji bazowej, pozostaje na relatywnie niskim poziomie, a w warunkach wzrostu globalnej podaży pracy jest ograniczona możliwość wystąpienia tzw. efektów drugiego rzędu, czyli wzrostu roszczeń płacowych i oczekiwań inflacyjnych w reakcji na wzrost bieżącego wskaźnika inflacji. Dla władzy monetarnej oznacza to wybór pomiędzy oczekiwanym odchyleniem się poziomu bieżącej inflacji od poziomu przyjętego jako wskaźnik stabilności oraz poprawę możliwości i skuteczności stabilizowania cen w przyszłości [Kohn, 2006]. Zjawisko globalnej nadwyżki oszczędności nad inwestycjami w przypadku określonej grupy krajów powoduje, że przepływ kapitału, wywołuje niekontrolowane i nieoczekiwane wahania cen aktywów i stóp ich dochodowości. Integracja rynków finansowych tworzy mechanizmy i możliwości ograniczenia ryzyka inwestycyjnego.

Podmioty z krajów o niższej dynamice aktywności gospodarczej przenoszą – w ramach międzynarodowych zintegrowanych rynków finansowych – aktywa generujące straty do krajów o korzystnych parametrach makroekonomicznych i wyższej dochodowości aktywów, a w związku z tym wyższych oczekiwanych stopach zwrotu. W tej sytuacji każdy bank centralny w swych działaniach skupia się równocześnie na realizacji swojej podstawowej, statutowej funkcji, czyli stabilizowaniu inflacji na poziomie wyznaczonym bezpośrednim celem inflacyjnym (BCI) oraz, z drugiej strony, koniecznych przedsięwzięciach regulacyjno-stabilizacyjnych w odniesieniu do rynków finansowych. Ten drugi kierunek aktywności wpisany jest w kanony polityki monetarnej współcze-



snych banków centralnych, ponieważ nie można dziś, czyli w warunkach globalnych nierównowag, skutecznie prowadzić polityki monetarno-kursowej w warunkach niepełnej integracji rynku finansowego. Potrzebę pilnych, uzgodnionych w skali międzynarodowej działań regulacyjnych w obszarze modeli reżimów kursowych gospodarek tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*) formułują dokumenty posiedzeń szefów banków centralnych największych gospodarek (np. G 7), jak również materiały konferencji naukowych poświęconych tej problematyce [Gonzalez-Paramo, 2006].

W ramach polityki stabilizacyjnej w odniesieniu do rynku finansowego, co określić możemy jako tzw. dodatkowe działania, bank centralny, poprzez integrację finansową, tworzy warunki stabilnego funkcjonowania rynków aktywów, przeciwdziałając przenoszeniu szoków asymetrycznych między rynkami, czyli impulsów destabilizacyjnych generowanych przez międzynarodowe rynki finansowe. Dlatego integracja finansowa pozwala na zidentyfikowanie baniek spekulacyjnych, a następnie, poprzez np. zacieśnienie polityki monetarnej, na powstrzymanie niekorzystnych tendencji spekulacyjnych.

### Streszczenie

Procesom globalizacji w gospodarce światowej towarzyszy m.in. pojawienie się i pogłębianie strukturalnej globalnej nierównowagi międzynarodowych finansów. Wśród uwarunkowań globalnych nierównowag rozpatrywać należy, z jednej strony, czynniki, kierunki i wielkość deficytów rachunku obrotów bieżących największych gospodarek oraz, z drugiej strony, przepływy kapitału finansujące deficyt bieżący, wraz z istotnymi zmianami w poziomie i strukturze rezerw walutowych. Opracowanie podejmuje próbę prezentacji wybranych aspektów globalnej asymetrii, poglądów w literaturze przedmiotu w tej kwestii oraz postulowanych kierunków globalnych przedsięwzięć regulacyjno-dostosowawczych.

### Summary

#### **INCREASE OF GLOBAL IMBALANCES IN THE WORLD FINANCIAL MARKETS IN YEARS 1999-2008 AS A PRODUCT OF GLOBALISATION**

The process of globalisation in the world economy is accompanied by appearance and deepen of structural global imbalances in international finances. As conditioning that global imbalances could be considered deficits of current accounts in major developed economies, as well as capital flows financing these deficits, together with changes in currency reserves' amount and structure. This paper is an attempt to discuss and assess several aspects of global asymmetry in capital flows and finances, to present several points of view in international literature concerning with this problem and proposing ways of adjustment to solve that global problems.

## Bibliografia

- Aizenman J. (2009), *On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy; International Reserves and the Crisis: a Reassessment*, NBER Working Paper 14779, Cambridge, MA.
- Bernanke B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Homer Jones Lecture, St. Louis, 11 March 2005.
- Caves R., Frankel J., Jones R. (1998), *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
- Dooley M., Folkerts-Landau D. i Garber P. (2003), *An Essay on the Revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper No. 9971, Cambridge MA.
- Dooley M., Folkerts-Landau D. i Garber P. (2009), *Bretton Woods Still Defines the International Monetary System*, NBER Working Paper No. 14731 Cambridge MA.
- Feldstein M., Horioka C. (1980), *Domestic Savings and International Capital Flows*, „Economic Journal” 6/1980.
- Grauwe de P. (2003), *Unia walutowa*. PWE, Warszawa.
- Gonzalez-Paramo J.M. (2006), *Central Banks and Global Imbalances*, International Conference „Central Banks in the 21st Century”, Madrid, 8-9 June 2006.
- Kohn D. (2006), *Remarks by Donald Kohn at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice*, An ECB Colloquium held in honor of Otmar Issing, 16.03.2006, Frankfurt am Main.
- Lucas R. (1990), *Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, „American Economic Review”, 80/1990.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2000), *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause*, NBER Working Papers, Nr. 7777, Cambridge MA.
- Rajan R. (2006), *Financial System Reform and Global Current Account Imbalances. Remarks by Raghuram Rajan, Economic Counselor and Director of Research International Monetary Fund*, Boston, 8 January 2006.
- Remsperger H. (2006), *Globale Ersparnisströme, Bretton Woods II und dunkle Materie*, Vortrag auf der ACI Mitgliederversammlung am 1. April 2006, Bremen.
- Sławiński A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- Smaghi L. (2008), *The Financial Crisis and Global Imbalances: Two Sides of the Same Coin*, Asia Europe Economic Conference „The Global Financial Crisis: Policy Choices in Asia and Europe, Beijing, 9 December 2008.
- Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, (2005), BIS, Basel.
- World Economic Outlook* (2006), IMF, 2006.
- World Economic Outlook* (2009a), IMF, April 2009.
- World Economic Outlook* (2009b), IMF, September 2009.