

Globalna nierównowaga finansowa i kryzys – dwa wyzwania dla stabilności współczesnej gospodarki światowej

*Tadeusz Miruszewski**

Proces globalizacji rynków finansowych¹ we współczesnej gospodarce światowej określa i modyfikuje makro- i mikroekonomiczne 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.

Główna funkcja rynków finansowych we współczesnej gospodarce sprowadza się 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 i kryzysów w międzynarodowych finansach.

Niższe koszty wynikają zarówno z rosnącej liczby podmiotów – uczestników obrotów na rynkach finansowych, jak również szybko rosnącej wartości realizowanych transakcji, a w efekcie wyższej płynności rynków finansowych. W tych warunkach produktem rosnącej płynności rynków finansowych jest większa ilość i nowe rodzaje instrumentów zarządzania finansowego, czyli takich narzędzi, które służą m.in. zarządzaniu płynnością i ryzykiem. Produktem rozwoju i wyższej płynności rynków fi-

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

nansowych jest *spekulacja*. Od dawna bowiem wiadomo, że globalizacja rynków finansowych stanowi dla gospodarek liczne zagrożenia i wyzwania. Nierówny dostęp do informacji i rosnący wraz z globalizacją brak przejrzystości może oznaczać dla każdej gospodarki, także dojrzałej i ustabilizowanej, zjawisko „pokusy nadużycia” w połączeniu z zagrożeniem suboptymalnego, selektywnego finansowania poszczególnych branż czy sektorów systemu gospodarczego.

Kryzysom na międzynarodowych rynkach finansowych, nierównowagom na rynkach towarowych (dynamiczny popyt w segmencie surowców i nośników energii zgłaszany przez kraje Azji, głównie Chiny) towarzyszyło jednocześnie utrzymujące się od kilku lat zjawisko tzw. globalnej nierównowagi finansowej, generowanej chronicznym deficytem rachunku bieżącego USA, czyli zjawiska zidentyfikowane jako chroniczny, strukturalny czynnik globalnej destabilizacji.

2.1. Globalizacja a nierównowaga międzynarodowych finansów

Brak przejrzystości jest konsekwencją asymetrii informacyjnej w obszarze globalizujących się rynków finansowych i tworzy ryzyko powstawania i utrzymywania się tzw. „bąbli spekulacyjnych”. Innym zagrożeniem, jakie potencjalnie niesie ze sobą globalizacja, jest niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysów walutowych i kryzysów bankowych w gospodarkach i strukturach rynkowo-finansowych, w których liberalizacja finansowa redukuje liczbę instrumentów regulacji systemu bankowo-finansowego.

Globalne nierównowagi we współczesnej gospodarce światowej stanowią jeden z ubocznych skutków procesów globalizacji i przejawiają się:

- po pierwsze, poprzez niedopasowania geograficzno-strukturalne strumieni przepływów kapitałowych;
- po drugie, jako zakumulowana globalna nadwyżka oszczędności (*saving glut*) wąskiej grupy krajów, stanowiąca źródło finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących w innych krajach (czyli np. w USA);
- po trzecie, akumulacji znacznej części światowych rezerw walutowych w nielicznej grupie krajów.

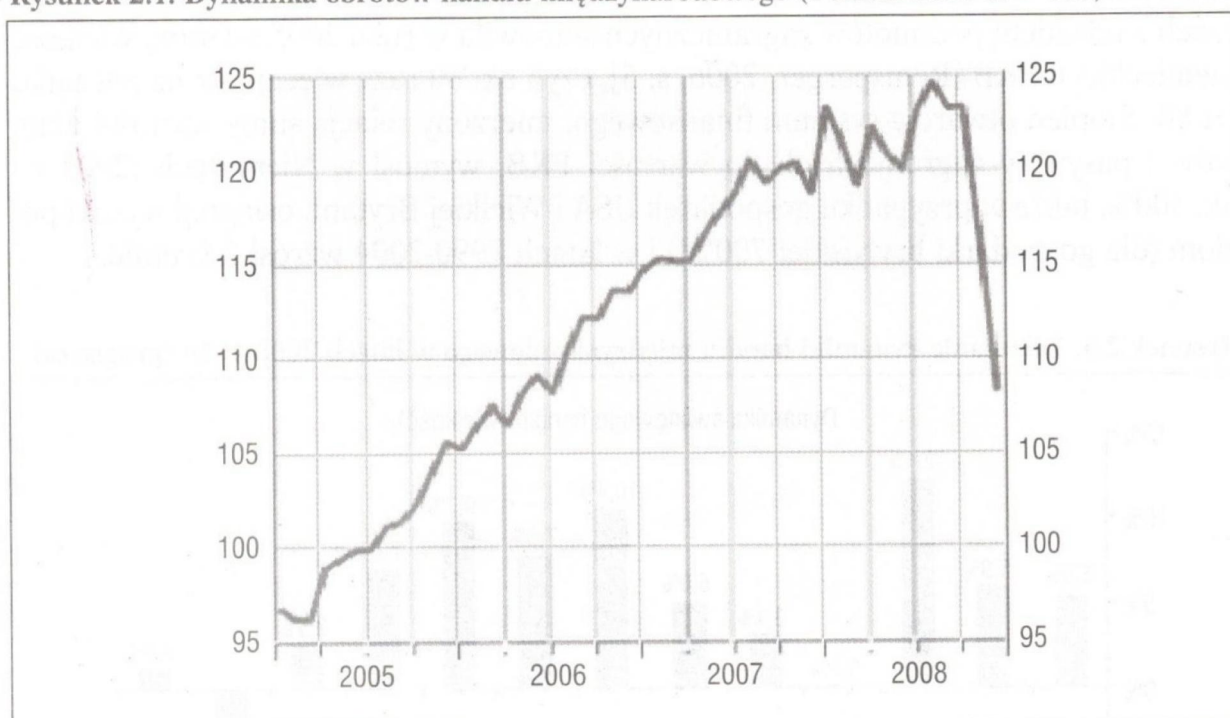
Powstanie globalnych nierównowag w gospodarce światowej rozpatrywać i analizować należy na tle pewnych ogólnych trendów, tendencji i zmian:

- 1) 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 2-krotnie przewyższył tempo wzrostu PKB na świecie (rysunek 2.1).
- 2) Dynamice handlu towarzyszył rosnący stopień otwarcia, czyli suma obrotów w eksporcie i w imporcie w relacji do PKB, w przypadku dużych rozwinię-

tych gospodarek. Na przykład, dla Niemiec współczynnik ten osiągnął w 2005 r. poziom 75%, gospodarki Japonii i USA zbliżyły się do wielkości tego parametru na poziomie 27% [World Economic Outlook, 2006], co w ich przypadku oznacza bardzo wysoki poziom, z uwagi na historyczno-strukturalną specyfikę (rysunek 2.2).

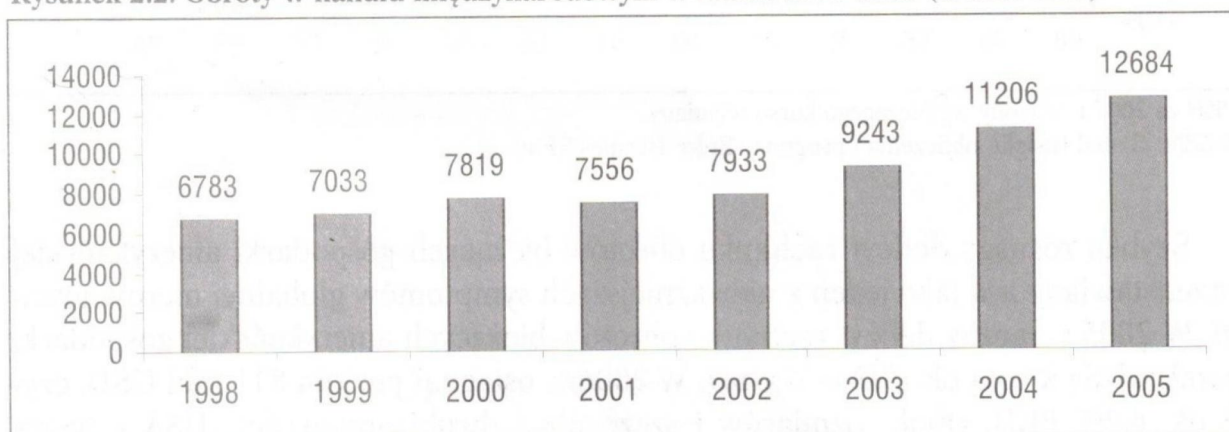
- 3) W fazie narastania zjawisk kryzysowych i wraz z przenoszeniem się wstrząsów i spowolnienia ze sfery rynków finansowych do sfery realnej załamaniu – wraz z narastającym zjawiskiem protekcjonizmu – ulega rozwój handlu międzynarodowego. Dla roku 2009 prognozy przewidują – po raz pierwszy od 25 lat – ujemny wskaźnik dynamiki międzynarodowych obrotów handlowych, ok. -8% (rysunek 2.3).

Rysunek 2.1. Dynamika obrotów handlu międzynarodowego (Poziom 2005 r. = 100)



Źródło: World Economic Outlook, 2009.

Rysunek 2.2. Obroty w handlu międzynarodowym w latach 1998-2005 (w mld USD)

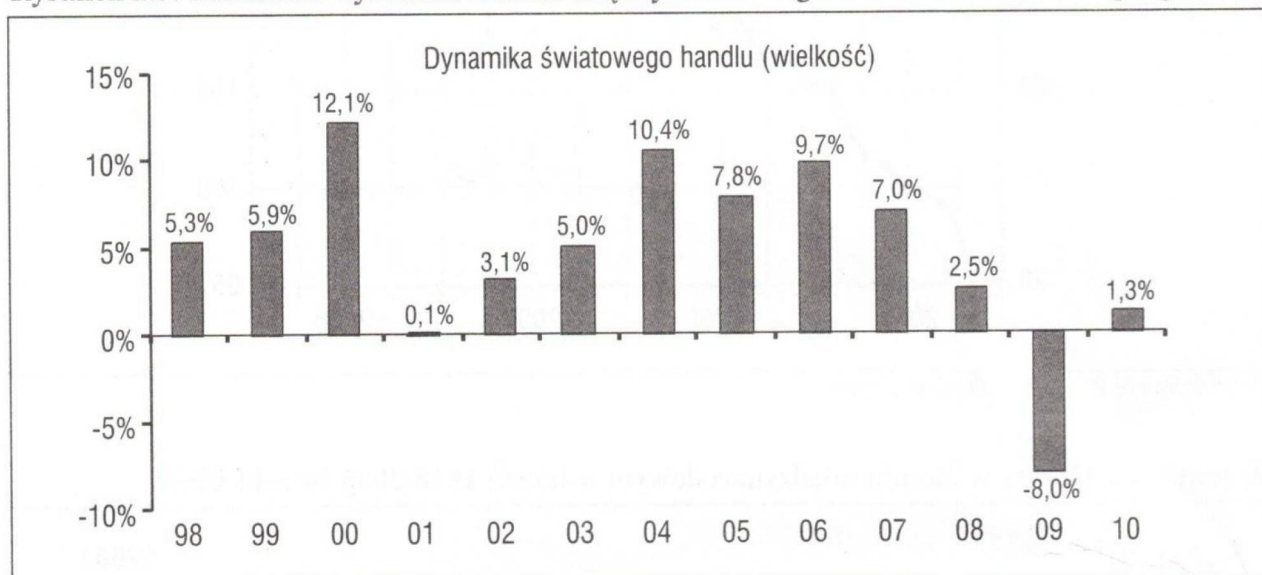


Źródło: World Economic Outlook, 2006.

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 roku 2005 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.

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. Według danych niemieckiego Bundesbanku, wartość obrotów papierami wartościowymi w Niemczech z udziałem podmiotów zagranicznych stanowiła w roku 2005 6-krotną wielkość niemieckiego PKB [Remsperger, 2006, s. 5], 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.

Rysunek 2.3. Załamanie dynamiki handlu międzynarodowego w latach 2008-2020 (prognoza)



PKB za 2007 r. ważony wg bieżącego kursu wymiany.

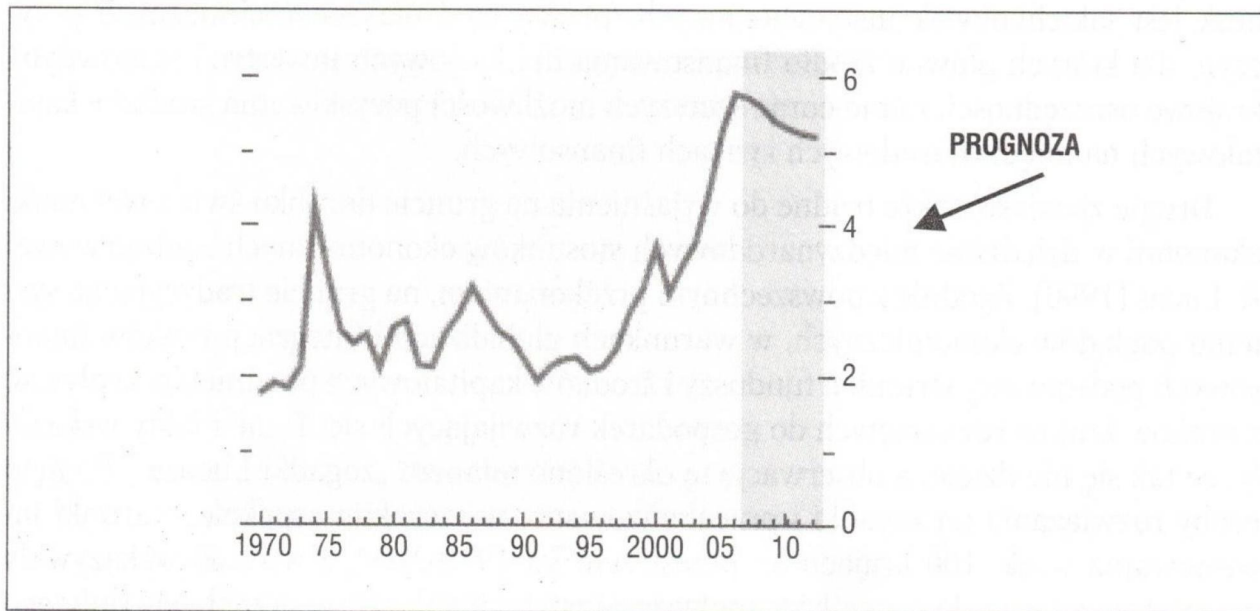
Źródło: Global Insight, obliczenia i prognozy Euler Hermes SFAC.

Szybko rosnący deficyt rachunku obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej przedstawiany jest jako jeden z najważniejszych symptomów globalnej nierównowagi. W 2005 r. łączny deficyt rachunku obrotów bieżących amerykańskiej gospodarki zamknął się kwotą ok. 792 mld USD. W 2006 r. osiągnął poziom 811 mld USD, czyli ok. 6,2% PKB. Obok rozmiarów i szczególnej dwubiegunowości „USA – reszta

świata”, globalną nierównowagę cechowała strukturalna nierównowaga, gdy przeciwwagę dla amerykańskiego deficytu obrotów bieżących stanowiło w latach 2003-2006 ok. 80% łącznej globalnej światowej nadwyżki finansowej 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 wschodzących².

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jedno istotne uwarunkowanie kształtowania globalnej nierównowagi według takiego modelu. Amerykański deficyt obrotów bieżących powiązany jest od kilku lat z niskim poziomem oszczędności w tym kraju, zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i w przypadku sektora publicznego. Poziom stopy oszczędności w latach 2004-2006 wynosi ok. 1% PKB, czyli jest najniższy w całym okresie lat powojennych. W największym stopniu redukcja poziomu oszczędności dotyczyła gospodarstw domowych i po raz pierwszy od lat 30., czyli od Wielkiego Kryzysu, dynamika zmian w tym zakresie jest nawet ujemna (rysunek 2.4).

Rysunek 2.4. Globalna nierównowaga w gospodarce światowej (saldo rachunku bieżącego w relacji do PKB)



Źródło: *World Economic Outlook*, 2007.

Wzrost obrotów światowych rynków walutowych wyznacza kolejny obszar postępu międzynarodowej integracji finansowej. Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS) średnie *dziennie* transakcje walutowe na świecie osiągnęły w roku 2005 poziom 1.880 mld USD, co oznacza, że przekroczyły 42-krotnie wartość transakcji handlowych w gospodarce światowej³. 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 headgingowych w rozliczeniach międzynarodowych.

2.2. Paradoksy światowej globalizacji a wstrząsy kryzysowe na rynkach finansowych

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 krajowe oszczędności, mimo coraz szerszych możliwości pozyskiwania środków kapitałowych na międzynarodowych rynkach finansowych.

Drugie zjawisko, także trudne do wyjaśnienia na gruncie dorobku światowej nauki ekonomii w dziedzinie międzynarodowych stosunków ekonomicznych zaobserwował R. Lucas [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 nie dzieje, a obserwację tę określono mianem „zagadki Lucasa”. 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 (lub jego braku) między krajami obficie wyposażonymi w kapitał do krajów transformujących się i rozwijających [Obstfeld, Rogoff, 2000].

Jednak już od wiosny 2004 r. obserwować możemy w gospodarce światowej i na rynkach finansowo-walutowych stopniową zmianę zachowań, charakterystycznych dla koncepcji Bretton Woods II [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2009]. Hipoteza „Bretton Woods II” wskazuje na ukształtowanie się pod koniec lat 90. systemu reguł i instrumentów monetarno-kursowych, także w zakresie rozliczeń międzynarodowych, w którym opłaca się krajom eksportującym ropę naftową i niektórym krajom azjatyckim finansować deficyt rachunku obrotów bieżących w USA, gdyż w ostatecznym rachunku

mogą dzięki temu zwiększyć eksport na ten rynek. Gromadzone w tych warunkach aktywa dolarowe, kumulowane w rezerwach walutowych, mogą w razie konieczności umożliwić interwencje na rynku walutowym dla powstrzymania wahań kursu dolara USA. Znaczną część skupionych w tych transakcjach interwencyjnych dolarów kraje te inwestują następnie w amerykańskie papiery skarbowe (głównie obligacje), co oznacza w praktyce jednoczesne zewnętrzne finansowanie deficytu rachunku obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego USA. Szczególna presja na przedsięwzięcia dostosowawcze wynika ze stale rosnącej podaży papierów dłużnych rządu amerykańskiego, emitowanych dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu USA.

Deficyt rachunku obrotów bieżących w USA w decydującym zakresie finansowany jest zakupami amerykańskich papierów skarbowych przez banki centralne, głównie krajów azjatyckich oraz państw eksportujących ropę naftową. 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 światowej⁴, dlatego szczególna i trwała forma finansowania chronicznego deficytu rachunku obrotów bieżących tego kraju rodzi szereg istotnych implikacji zarówno dla polityki monetarno-kursowej krajów lub grup krajów, jak i uregulowań stabilizacyjnych w obszarze systemów i rynków finansowych⁵.

W tym okresie Japonia powstrzymała się praktycznie od interwencji na rynku walutowym i od tego momentu poziom rezerw walutowych w Japonii praktycznie nie zmienił się. Także władze Korei Płd., Tajwanu i Singapuru dopuściły po roku 2004 możliwość większych wahań kursów swoich walut, czego skutkiem było osłabienie tempa odbudowy poziomu ich rezerw walutowych i mniejszy popyt na aktywa dolarowe. Kolejną, istotną modyfikacją mechanizmu kursowego o wymiarze globalnym było wprowadzenie w dniu 21 lipca 2005 r. przez monetarne władze Chin Ludowych⁶ nowego, nieco bardziej elastycznego reżimu kursowego juana wobec wszystkich walut, przy jednoczesnej niewielkiej aprecjacji jego kursu wobec dolara. Powyższe zmiany w zakresie polityki monetarno-kursowej banków centralnych 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.

Inna hipoteza globalnych nierównowag („*Saving Glut*”), czyli sprawczej roli nadwyżki globalnych oszczędności nad inwestycjami w krajach azjatyckich i krajach OPEC w procesie powstania i utrzymywania się globalnych międzynarodowych nierównowag finansowych, nadwyżki połączonej ze strukturalnie wysokim poziomem oszczędności w Japonii i w Niemczech, stanowi jednocześnie alternatywną próbę wyjaśnienia deficytu rachunku obrotów bieżących w USA. Zgodnie z głównymi założeniami tej hipotezy, strukturalnie duża nadwyżka oszczędności za granicą przyczyniła się do wzrostu cen aktywów na giełdach w USA, a w ślad za tym także szybkiego i istotnego wzrostu cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. 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 dekady⁷. Istotną rolę w tym mechanizmie odgrywa także tradycyjnie duża atrakcyjność inwestycyjna Stanów Zjednoczonych.

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, że współczesne globalne nierównowagi są produktem, negatywnym i nieuniknionym skutkiem ubocznym wyłącznie postępów procesu globalizacji w gospodarce światowej. Rozważenia wymaga zatem także kwestia ewentualnych, potencjalnych zagrożeń o charakterze kryzysogennym dla krajowych systemów finansowych i monetarnych, jakie wiążą się z powstaniem i utrzymywaniem się w gospodarce globalnych nierównowag. Czy globalne nierównowagi w ich obecnym kształcie oznaczają dla systemów finansowych, szczególnie w odniesieniu do gospodarek o systemach mniej odpornych na szoki zewnętrzne, ewentualnie wewnętrznie niezrównoważonych, trwałą i nieuchronną presję destabilizacyjną?

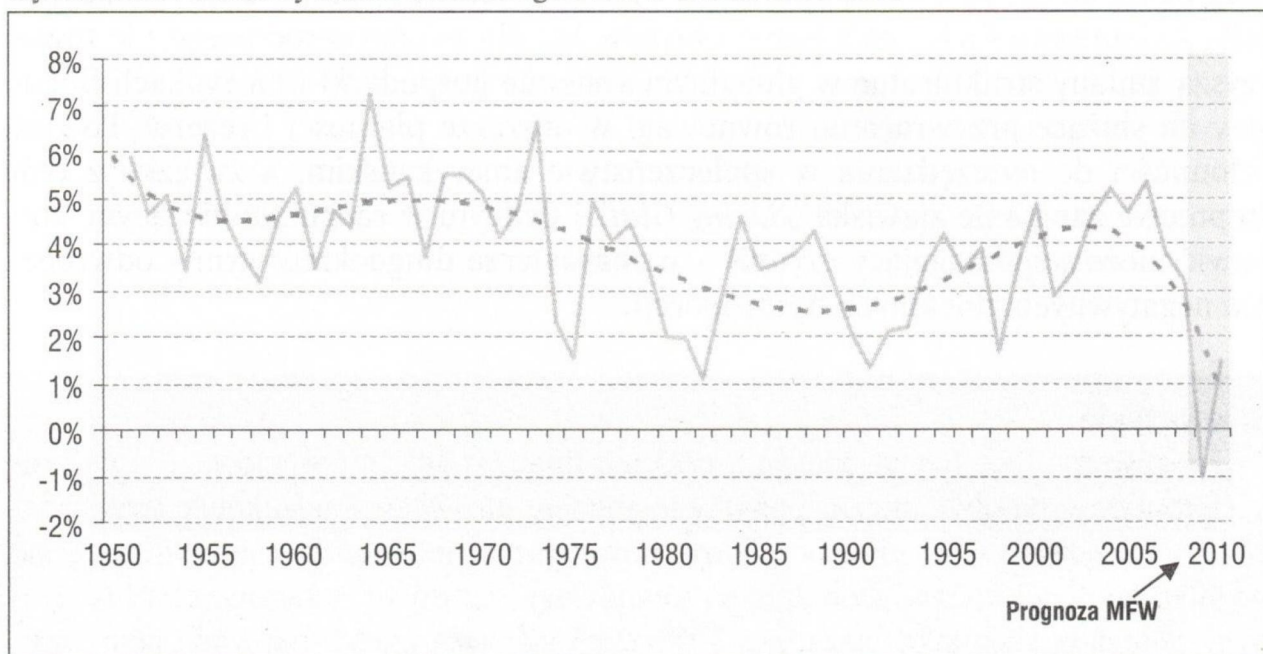
Istotę globalnych nierównowag rozważać należy w aspekcie czynników, rozmiarów i kierunków zmian salda rachunku obrotów bieżących największych gospodarek świata oraz relacji między oszczędnościami i inwestycjami w tych krajach. Powyższe dwie płaszczyzny analizy zjawiska globalnych nierównowag są, w istocie, dwiema stronami tej samej kwestii: kraje, których relacje z zagranicą wykazują deficyt w zakresie rachunku obrotów bieżących, absorbują wolne, skumulowane oszczędności z zagranicy. Dlatego 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. 805 mld USD. Kwota ta stanowiła ok. 6,4% PKB w USA, co w odniesieniu do każdej gospodarki traktowane jest jako osiągnięcie wysokiego, alarmującego poziomu nierównowagi zewnętrznej. Warto dodać, że przeciwwagę dla amerykańskiego deficytu 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 wschodzących⁸.

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. Od 2005 r. dynamika światowego PKB ulega stopniowo spowolnieniu, zaś dla lat 2009-2010, po raz pierwszy w okresie powojennym gospodarkę światową dotknie recesja (rysunek 2.5).

Od lata 2007 r. narastające wstrząsy destabilizacyjne na światowych rynkach finansowych uzupełniają zakres celów banków centralnych o wypracowanie nowych reguł zarządzania ryzykiem [Financial Stability Review, 2008]; przeprowadzenia analizy zalet i wad dotychczasowego systemu transferu ryzyka *originate-to-distribute*, przyjętego przed wystąpieniem wstrząsów na rynkach finansowych i niedoborem płynności w niektórych sektorach systemu bankowego; wprowadzenia większej przejrzystości w odniesieniu do wszystkich podmiotów – uczestników rynku finansowego i nowych produktów inżynierii finansowej, szczególnie tzw. instrumentów pozabilansowych, sekurytyzowanych [Financial Stability Review, 2008].

Rysunek 2.5. Trend dynamiki światowego PKB w latach 1950-2010



Źródło: Opracowanie własne, na podstawie IMF Global Economic Policies and Prospects, March 13-14, 2009.

W dobie globalizacji rynków finansowych sekurytyzacja kredytów hipotecznych staje się głównym kanałem „zarażania się” kryzysem kredytowym przez podmioty i instytucje poza sektorem MIF (monetarnych instytucji finansowych), szczególnie w sytuacji przyjęcia błędnych przesłanek zarządzania ryzykiem, przewartościowania zabezpieczeń i przeszacowań ratingu. Banki komercyjne, które oprócz transz *senior* skupiły także część bardziej ryzykownych transz CDO (*mezzanine*, a nawet *equity*), poniosły straty⁹, zwiększały odpisy rezerwowe, zaś na rynku międzybankowym szybko rosła niepewność, a w ślad za tym niedobór płynności. Wstrząsy i zaburzenia, m.in. w obszarze płynności, przeniosły się jesienią 2007 r. na rynki pieniężne i kredytowe, zaś nasilenie nastąpiło jesienią 2008 r. po bankructwie banku Lehman Brothers w USA.

Banki centralne, w ramach tzw. programów stabilizacyjnych antykryzysowych, zasilają rynki finansowe i bezpośrednio podmioty sfery realnej ogromnymi, sięgającymi setki miliardów USD, zastrzykami środków finansowych. Całkowita wartość środków finansowych, przeznaczonych przez władze amerykańskie na ustabilizowanie gospo-

darki, poprawę płynności rynków finansowych i wykup „toksycznych aktywów”, czyli tzw. *Bailout* (4,6 bln USD), przekroczyła w 2008 r. poziom łącznych kwot wyasygnowanych przez USA w ramach wszystkich dotychczasowych przedsięwzięć tego rodzaju (3,9 bln USD).

* * *

W warunkach wstrząsów kryzysowych globalne nierównowagi finansowe ulegają dalszemu pogłębieniu, zaś rosnący deficyt finansów publicznych w USA (w 2009 r. szacuje się jego wielkość, według Departamentu Skarbu USA [Bloomberg.com], na ok. 20% PKB, co stanowi ok. 5% światowego PKB). Obniżeniu dynamiki światowego PKB i załamaniu obrotów handlu międzynarodowego nie towarzyszą zmiany strukturalne w globalnym systemie gospodarki i na rynkach finansowych służące przywracaniu równowagi w obszarze płatności i rezerw. Powrót skłonności do oszczędzania w społeczeństwie amerykańskim, a związku z tym stopniowe zanikanie zjawiska „*Saving Glut*” i deficytu w rachunku bieżącym, stanowić może wspomagający czynnik – o charakterze długookresowym – odwrócenia negatywnych globalnych dysproporcji.

Streszczenie

Kryzysom na międzynarodowych rynkach finansowych, nierównowagom na rynkach towarowych (dynamiczny popyt w segmencie surowców i nośników energii zgłaszany przez kraje Azji, głównie Chiny) towarzyszyło jednocześnie utrzymujące się od kilku lat zjawisko tzw. globalnej nierównowagi finansowej generowanej chronicznym deficytem rachunku bieżącego USA, czyli zjawiska zidentyfikowane jako chroniczny, strukturalny czynnik globalnej destabilizacji.

Brak przejrzystości jest konsekwencją asymetrii informacyjnej w obszarze globalizujących się rynków finansowych i tworzy ryzyko powstawania i utrzymywania się tzw. „bąbli spekulacyjnych”. Innym zagrożeniem, jakie potencjalnie niesie ze sobą globalizacja, jest niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysów walutowych i kryzysów bankowych w gospodarkach i strukturach rynkowo-finansowych, w których liberalizacja finansowa redukuje liczbę instrumentów regulacji systemu bankowo-finansowego.

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”, Drugie zjawisko, także trudne do wyjaśnienia na gruncie dorobku światowej nauki ekonomii w dziedzinie międzynarodowych stosunków ekonomicznych, zaobserwował R. Lucas, gdy na gruncie tradycyjnego systemu poglądów ekonomicznych, w warunkach globalizacji i integracji rynków finansowych podstawowy strumień funduszy i środków kapitało-

wych powinien przepływać z rynków krajów rozwiniętych do gospodarek rozwijających się. Dane i fakty wskazały, że tak się nie dzieje.

Także sformułowana hipoteza Bretton Woods II wskazuje na ukształtowanie się pod koniec lat 90. systemu reguł i instrumentów monetarno-kursowych, także w zakresie rozliczeń międzynarodowych, w którym opłaca się krajom eksportującym ropę naftową i niektórym krajom azjatyckim finansować deficyt rachunku obrotów bieżących w USA, gdyż w ostatecznym rachunku mogą dzięki temu zwiększyć eksport na ten rynek.

W warunkach kryzysu na globalnych rynkach finansowych powyższe dysproporcje ulegają utrwaleniu, a nawet pogłębieniu.

Summary

GLOBAL FINANCIAL IMBALANCES AND CRISIS – TWO CHALLENGES TO STABILITY OF THE CONTEMPORARY WORLD ECONOMY

With crisis on international financial market and imbalances on commodity markets is still dynamic demand of countries in Asia, especially China, on the raw materials and energy connected, caused by the deficit of current account in USA. Lack on transparency in the world economy is partly determined by asymmetry in information on global financial markets and could be like main risk in forming of „speculative bubbles” considered, and the point of view, that the choices countries have made with respect to the trilemma during the post Bretton-Woods period. A threat of appearing currency crisis and banks’ crisis (lack on liquidity) is with liberalization of supervision in global economy connected.

There are two curious occurrences in global capital market, so called „paradoxes”, in opposition to point of view of traditional economic theory, that try to explain some important global structural changes in globalised economy. First of them, „the riddle of Feldstein-Horioka” deals with paradox, that with increasing openness of foreign financial sources, the investments are in increasing part financed by domestic savings. The second, called „Lucas’ Paradox”, deals with explaining: why the main stream of capital amounts flows during last two decades from „emerging economies” to some of developed economies.

According to Bretton Woods II – Hypothesis, in its last assumption, net capital inflows to the USA did not cause the last financial crisis, but the rules existing in the international monetary system still operates by the rules of the Bretton Woods II framework. Failure to properly identify the causes and consequences of the current crisis risks a rise in protection in the world trade that could prolong the decline in economic activity in the global world economy.

Przypisy

- ¹ Pod pojęciem rynków finansowych rozumiemy: a) rynki pieniężne; b) rynki kapitałowe; c) rynki instrumentów pochodnych; d) rynki walutowe [Sławiński, 2006, s. 16-19].
- ² Bilans obrotów bieżących strefy euro wykazał w tym czasie deficyt rzędu 36 mld USD, czyli ok. 0,4% PKB, jakkolwiek bilans obrotów bieżących gospodarki niemieckiej zamknął się nadwyżką 116 mld USD, czyli ok. 4% PKB [World Economic Outlook, 2006].
- ³ Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. BIS, Basel 2005.
- ⁴ Około 67% światowych rezerw walutowych stanowią aktywa denominowane w dolarach USA.
- ⁵ W przypadku gospodarki amerykańskiej mamy do czynienia od kilku lat ze zjawiskiem tzw. „Twin Deficits”, czyli „bliźniaczych deficytów”. Sytuacja taka oznacza, że deficytowi rachunku obrotów bieżących towarzyszy rosnący deficyt finansów publicznych. O ile jeszcze w 1999 r. budżet USA wykazywał 1% nadwyżkę w relacji do PKB, to saldo deficytu budżetowego dla 2005 r. było już ujemne (ok. 4% PKB).
- ⁶ Niezależnie od tego, rezerwy walutowe Chin nadal rosną i według ocen BIS i MFW osiągną one w tym roku poziom 1 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 kursu juana.
- ⁷ 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.
- ⁸ Bilans obrotów bieżących strefy euro wykazał w tym czasie deficyt rzędu 36 mld USD, czyli ok. 0,4% PKB, jakkolwiek bilans obrotów bieżących gospodarki niemieckiej zamknął się nadwyżką 116 mld USD, czyli ok. 4% PKB [World Economic Outlook, 2006].
- ⁹ Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacował początkowo łączne straty banków i innych MIF na ok. 945 mld USD [Global Financial Stability Report, 2008, s. 86 – 117]; dzisiaj kwota ta przekracza 3,5 bln USD.

Bibliografia

- Bernanke B. (2005), *The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit*. Homer Jones Lecture, St. Louis, 11 March 2005.
- Dooley M., Folkerts-Landau, Garber P., *Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System*. NBER, Working Paper 14731, February 2009, <http://www.nber.org/papers/w14731>
- Financial Stability Review* (2008), ECB, April.
- Feldstein M., Horioka C. (1980), *Domestic Savings and International Capital Flows*. „Economic Journal”, no. 6.
- Global Economic Policies and Prospects* (2009), IMF, March 13-14.
- Global Financial Stability Report* (2009), IMF, April 2009.
- Lucas L. (1990), *Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?* „American Economic Review”, no. 80.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2000), *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause*. NBER Working Papers, no. 7777, Cambridge MA.
- Remsperger H. (2006), *Globale Ersparnisströme, Bretton Woods II und dunkle Materie*. Vortrag auf der ACI Mitgliederversammlung am 1. April, Bremen.

Sławiński A. (2006), *Rynki finansowe*. PWE, Warszawa.

Weber A. (2008a), *Aktuelle Finanzmarktfragen*, Deutsche Bundesbank, 7. April.

Weber A. (2008b), *Finanzmaerkte und Wirtschaftsausblick*, Deutsche Bundesbank, 21. April.

World Economic Outlook (2009), IMF, October 2007, April.