

EUGENIUSZ NAJLEPSZY*

Eskalacja nierównowagi zewnętrznej krajów zadłużonych w warunkach globalnej mobilności kapitału

Wstęp

Na podstawie obserwacji i analizy ostatnich wydarzeń można wyciągnąć wniosek, że przejściu do nowego etapu globalizacji towarzyszą rosnące perturbacje w całym układzie globalnej równowagi płatniczej. Wydarzenia na międzynarodowych rynkach finansowych stają się coraz bardziej zaskakujące i mniej przewidywalne. Działania podejmowane w ramach krajowej polityki makroekonomicznej w poszczególnych regionach świata coraz częściej przynoszą rezultaty, których nie daje się w całości określić wskutek nieoczekiwanych reakcji społeczeństwa i dynamiki procesów gospodarczych. W dobie globalnej mobilności kapitału trudno jest przewidzieć charakter i nowe kierunki akcji ogromnej rzeszy inwestorów międzynarodowych na lokalnych rynkach finansowych. Złożoność wielokierunkowego oddziaływania na międzynarodowe przepływy kapitału wynika z odległości, różnorodności i potencjału indywidualnych graczy inwestycyjnych działających w skali globalnej.

W niniejszym artykule analizujemy trzy makroekonomiczne czynniki, które (obok krytycznych deficytów obrotów bieżących) przyczyniają się do wzrostu nierównowagi zewnętrznej w gospodarce krajów zadłużonych¹. Są to w kolejności: kryzysy zadłużenia, rosnąca intensywność wahań przepływów kapitałowych i malejąca predyktywność międzynarodowej wypłacalności. Pokażemy także, że badanie czynników eskalacji nierównowagi zewnętrznej może być wykorzystane już we wczesnej fazie monitorowania niestabilności makroekonomicznej krajów w zakresie ich wiarygodności kredytowej na rynku globalnym.

* Prof. dr hab. Eugeniusz Najlepszy – Katedra Finansów Międzynarodowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: e.najlepszy@ue.poznan.pl

¹ Rolę krytycznego deficytu płatniczego w procesie eskalacji nierównowagi zewnętrznej autor szerzej analizuje w: Najlepszy (2010).

Uważamy ponadto, że żaden ze wskazanych powyżej czynników nie może sam wytłumaczyć przyczyn eskalacji nierównowagi zewnętrznej. Dopiero badanie w ich interaktywnym związku może pozwolić na dokładniejsze poznanie działania mechanizmów prowadzących do pogłębiania skali nierównowagi zewnętrznej gospodarek krajów zadłużonych. Znajomość tych mechanizmów staje się istotna w kontekście losowej nieuchronności wyrównania sald rachunku bilansu płatniczego w nieodległej perspektywie. Na ogół dokonuje się to w drodze nagłej, spontanicznej kontrakcji rynków finansowych oraz kosztownego dostosowania struktury gospodarki. Obserwacja sposobu oddziaływania czynników pogłębiających nierównowagę zewnętrzną może jednak zwiększyć szanse na wcześniejsze podjęcie środków zaradczych. W takim przypadku konieczne dostosowanie głównych makroekonomicznych relacji (stóp inwestycji, konsumpcji, czy wydatków publicznych) mogłoby przebiegać wolniej, nie musiałyby być tak głębokie, a zatem nie prowadziłyby do gwałtownego hamowania wzrostu gospodarczego czy głębszej recesji.

1. Wpływ kryzysu zadłużenia na wzrost nierównowagi zewnętrznej

Eskalacja nierównowagi globalnej, połączona z wysoką zmiennością przepływów kapitałowych, uderzyła przede wszystkim w finansowanie budżetów krajów już silnie zadłużonych, balansujących na krawędzi utraty zaufania rynków finansowych w rezultacie dalszego pogarszania się ich fundamentów gospodarczych. Od połowy pierwszej dekady XXI w. bilanse najważniejszych banków komercyjnych zarówno w Ameryce Północnej, jak i w Europie Zachodniej pełne były kredytów i pożyczek zaciąganych nie tylko przez podmioty sektora prywatnego, lecz także przez rządy oraz inne podmioty sektora publicznego. Przyczyniła się do tego ekspansja fiskalna poprzez kolejne emisje obligacji skarbowych i udzielane licznie subsydia rządowe i gwarancje bankowe, wspierające programy socjalne. Banki centralne i organy nadzoru finansowego, będące instytucjami „ostatniej szansy” wobec dużych banków komercyjnych, nie działały jednocześnie z należyłą starannością w obszarze egzekwowania wysokich standardów ostrożnościowych dotyczących wymagań kapitałowych (wdrażania i kontroli dyrektyw adekwatności kapitałowej).

Banki komercyjne korzystające z wysokiej dźwigni finansowej tolerowały z kolei struktury bilansów o nienotowanym dotychczas poziomie lewarowania, ponieważ w ten sposób mogły stale zwiększać swoje zyski i wskaźniki zwrotu. Wdrażanie kolejnych Porozumień Bazylejskich (Basel I, Basel II), a także wspólnych uzgodnień rządów państw grupy G10/20, formalnie nadających im moc prawa wewnętrznego, niewiele zmieniło w nastawieniu głównych banków komercyjnych w USA i w krajach Unii Europejskiej przy podejmowaniu decyzji o wysokości niezbędnego kapitału własnego. Pomimo ciągłego zwiększania sum bilansowych

i niemożności stworzenia niezbędnych rezerw na rosnące trudne kredyty, większość banków krajów Unii Europejskiej, akceptując formalne porozumienia bazylijskie, nie podjęła jednakże działań w kierunku wyeliminowania operacji prowadzących do wzrostu ryzyka niewypłacalności. W efekcie niekontrolowana i słabo poddająca się regulacjom ekspansja kredytowa banków (wysokie limity kredytowe, maksymalne dopuszczalne okresy zapadalności i nowe produkty inżynierii finansowej) wygenerowała szybko przestrzeń dla globalnego ryzyka systemowego.

Institucje nadzoru finansowego i agencje ratingowe nie dostrzegały gwałtownie rosnącej ekspansji kredytowej licznych banków komercyjnych i pogarszającej się coraz szybciej wiarygodności. Międzynarodowe rynki finansowe równocześnie funkcjonowały w przekonaniu, że duże i kluczowe instytucje finansowe nie mogą zbankrutować ponieważ wszystkie objęte są „parasolem ochronnym” kredytodawcy ostatniej instancji. Bez względu na ewentualne poniesione straty mogły być w ten sposób chronione przed skutkami pogorszenia oceny ich ratingu ogłaszanego przez instytucje ratingowe.

Agresywna działalność banków komercyjnych oraz innych instytucji finansowych, opierająca się na niespotykanej dotąd ekspansji kredytowej, musiała zachęcić także rządy państw znajdujących się pod presją zwiększania wydatków publicznych do skorzystania ze zgromadzonych w tych podmiotach kapitałów pożyczkowych. Utrzymywanie deficytów budżetowych i dalszy ich wzrost był zatem możliwy, ponieważ działające na globalnym rynku finansowym podmioty (banki, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe) były gotowe nabywać dowolne ilości emitowanych przez rządy skarbowych papierów wartościowych. Umożliwiało to finansowanie nawet znacznych wzrostów wydatków publicznych ponad dochody podatkowe (Krawczyk 2009). Trwałe i szybko powiększające się niedobory budżetowe, skutkujące wzrostem długu publicznego w relacji do PKB, wymagały jednak akceptowania dodatkowych kosztów obsługi rosnącego zadłużenia.

W celu zachęcenia uczestników rynków finansowych do zakupów skarbowych papierów wartościowych zadłużające się państwa musiały zastosować stopy procentowe wyższe od tych, jakie mogłyby przed emisją długu osiągnąć na rynkach podobnych aktywów finansowych. W takiej sytuacji podmioty sektora prywatnego (przedsiębiorstwa, inwestorzy prywatni i banki) są zmuszone konkurować z państwem o krajowe oszczędności prywatne. Przy spadającym poziomie oszczędności krajowych może dochodzić do wypchnięcia części wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego (przedsiębiorstw i ludności) przez rosnące wydatki publiczne finansowane przez nową emisję papierów skarbowych (*crowding out effect*).

Pewna część deficytu budżetowego może być jednak łatwiej sfinansowana z oszczędności zagranicznych, co w dużym stopniu neutralizuje wpływ zwiększających się niedoborów budżetowych na krótkoterminowe stopy procentowe i redukuje efekt wypychania (Krawczyk 2009).

Ekspansywna i opierająca się w coraz większej mierze na zewnętrznym lewarowaniu (długiem zagranicznym) polityka fiskalna, absorbująca rosnący napływ kapitałów zagranicznych, wpływa jednakże na spadek oszczędności krajowych, a za

jego pośrednictwem na wzrost stóp dochodowości krajowych aktywów finansowych. Intensywność napływu kapitałów najczęściej prowadzi do aprecjacji kursów walutowych. W rezultacie z jednej strony przyczynia się do zahamowania inwestycji w sektorze produkcyjnym, z drugiej zaś do wzrostu popytu krajowego na dobra importowane, stymulowanego wzrostem kursu waluty krajowej, co pogarsza saldo płatności w obrotach bieżących. Powstaje więc sytuacja, w której zmniejszające się oszczędności prywatne i rosnący deficyt budżetowy kraju nie mogą pokrywać wydatków inwestycyjnych i lukę tę zaczyna wypełniać import zagraniczny (Lutkowski 2006). Mechanizm tej zależności próbuje wyjaśnić m.in. hipoteza bliźniaczych deficytów, stanowiąca przedmiot licznych badań empirycznych w związku z dynamicznym wzrostem nierównowagi zewnętrznej krajów zadłużonych w ostatnich latach (Khalid, Guan 1999; Kumhof, Laxton 2009, Misztal 2010). Hipoteza bliźniaczych deficytów utrzymuje, że ekspansywna polityka fiskalna wywołująca dynamiczny deficyt budżetowy istotnie oddziałuje na wyniki rachunku obrotów bieżących, ponieważ deficyty budżetowe idą coraz częściej w parze z deficytami bilansu obrotów bieżących finansowanymi z rachunku kapitałowego bilansu płatniczego.

Jeszcze w ciągu ubiegłej dekady hipoteza bliźniaczych deficytów budziła liczne kontrowersje teoretyczne i była przedmiotem poważnej krytyki większości ekonomistów, którzy kwestionowali jednokierunkowy związek przyczynowo-skutkowy między deficytem budżetowym i deficytem obrotów bieżących (Misztal 2011; Rybiński 2007). Odrzucano zwłaszcza sugestię, że konsolidacja finansów publicznych mogłaby prowadzić do znacznej poprawy salda obrotów bieżących kraju (Gotz-Kozierkiewicz 2006). W tym okresie obserwowano jednak bezprecedensową i dość ciekawą reakcję międzynarodowych rynków finansowych na prowadzoną przez Stany Zjednoczone i kraje Unii Europejskiej politykę fiskalną. Im bardziej władze fiskalne tych krajów drenowały z rynku kapitały, tym obficiej napływały do nich kapitały zagraniczne, wywołując stopniową zwyżkę kursów walutowych i pogarszanie się bilansu obrotów bieżących. Ponieważ równocześnie średnio- i długoterminowe stopy procentowe (jak należało oczekiwać) nie objawiły tendencji wzrostowej (a nawet wręcz przeciwnie), nie można było dostrzec nawet śladu efektów wypierania wydatków inwestycyjnych przez rosnące deficyty budżetowe. Doświadczenia wielu krajów uprzemysłowionych (głównie Stanów Zjednoczonych i krajów europejskich) w latach 2003–2008 wskazywały bez wątpienia, że państwa mogą zadłużać się, nie wywierając znaczącej presji na stopy procentowe i wzrost kursu waluty krajowej.

Deficyty budżetowe nie powodowały zwiększania stóp procentowych i kursów walutowych ponieważ równoległe wzrastał popyt inwestorów zagranicznych na dużą część tzw. handlowanego długu państwa (*marketable debt*), oferowanego na rynkach finansowych w formie emitowanych papierów skarbowych². W konsekwencji spadek oszczędności krajowych (wbrew hipotezie ekwiwalentności Ricar-

² Jak podaje M. Krawczyk, połowa (ok. 53%) tzw. długu handlowanego USA w 2008 r. była w posiadaniu inwestorów zagranicznych (Krawczyk 2009, s. 556).

da) i wzrost wydatków publicznych związany z rosnącym deficytem budżetowym nie prowadził do równoległego powiększania deficytów w bilansie obrotów bieżących. Rosnące deficyty budżetowe, zwiększające potrzeby pożyczkowe rządów w tym samym okresie, nie musiały więc ograniczać wydatków konsumpcyjnych ludności i kredytowania inwestycji przedsiębiorstw, a zatem nie hamowały również popytu krajowego.

W procesie eskalacji nierównowagi zewnętrznej wyróżniają się trzy wyjściowe zmienne pozostające w ścisłej interakcji z ekspansją fiskalną i rosnącym zadłużeniem krajów. Są to w kolejności: luzowanie polityki fiskalnej, wahania przepływów kapitałowych oraz oczekiwania i prognozy rynku globalnego. Rozpoznając ich oddziaływanie na proces pogłębiania nierównowagi zewnętrznej, trudno analizować je w izolacji od siebie, ponieważ wyniki uzyskuje się poprzez mechanizm interakcji. Jednakże ze względu na potrzeby graficznej prezentacji dokonamy ich rozdziału w sposób ukazany na rysunku 1. Przedstawiony diagram może być interpretowany w trojaki sposób.

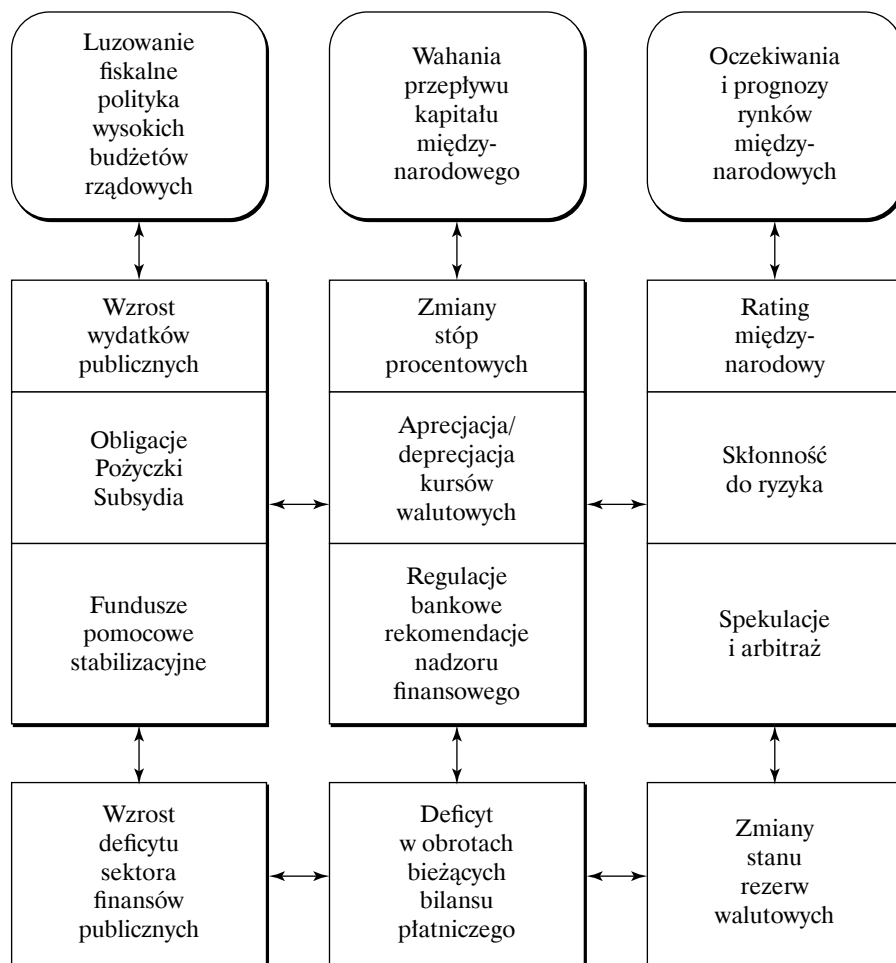
Z punktu widzenia polityki budżetowej jest to proces osiągnięcia celów fiskalnych i mechanizm adaptacyjnego uczenia się w warunkach powiększającej się nierównowagi finansów publicznych. Jeśli chodzi o rolę przepływów kapitałowych w ekspansji fiskalnej, ukształtowanie się sald obrotów bieżących i kapitałowych, oddziałuje na zmiany parametrów monetarnych (stopy procentowe i kursy walutowe) i powoduje regulacje lub szokowe korekty rachunków bilansu płatniczego. Biorąc pod uwagę racjonalność oczekiwań i prognoz uczestników rynków międzynarodowych, jest to proces transmisji skłonności do ryzyka inwestorów zagranicznych, ich aspiracji efektywnościowych, wspierany formalnym autorytetem agencji ratingowych, pogłębiający stochastyczny charakter eskalacji nierównowagi zewnętrznej.

Diagram ujmuje proces ekspansji fiskalnej, przez który realizuje się coraz wyższy poziom deficytu budżetu sektora publicznego, będący efektem wewnętrznych nacisków wywieranych na rządy oraz presji wywieranej przez zmienne zewnętrzne oddziałujące ze strony rynku globalnego. W stanie krytycznego zadłużenia kraju układ zmiennych zewnętrznych (wahania przepływów kapitałowych oraz oczekiwania i prognozy rynku globalnego) dopasowuje strategię fiskalnej ekspansji kraju, poprzez zagrożenie szokową korektą rachunków bilansu płatniczego, do poziomu budżetu akceptowanego przez rynki międzynarodowe.

Modyfikację ekspansywnej polityki fiskalnej i dostosowanie celów budżetowych kraju do nowych warunków zapewnia formułowanie nowych oczekiwań i prognoz uczestników rynków finansowych. Te z kolei opierają się na interakcji behawioralnych atrybutów inwestorów międzynarodowych, tj. skłonności do ryzyka, ratingu wiarygodności kredytowej oraz możliwej skali arbitrażu i spekulacji. Obydwa procesy, kształtowane przez stochastyczny układ zmiennych zewnętrznych, pozwalają do pewnego stopnia zwiększać dług publiczny i podtrzymywać ekspansję fiskalną w celu osiągnięcia wysokiego poziomu budżetu krajowego.

Wejście gospodarki światowej w nową fazę cyklu koniunkturalnego, charakteryzującą się znacznym spowolnieniem gospodarczym w Stanach Zjednoczonych

Rysunek 1
Ekspansja fiskalna i wzrost nierównowagi zewnętrznej



Źródło: Opracowanie własne.

i Unii Europejskiej, a także w wielu krajach azjatyckich, doprowadziło do gwałtownego zwiększenia skali aktywności fiskalnej rządów w celu przeciwstawienia się tendencjom spadkowym PKB. Luzowanie polityki fiskalnej w formie zwiększania wydatków publicznych, dzięki wsparciu finansowemu udzielanemu przez międzynarodowych inwestorów (w tym również banki centralne), dokonywało się początkowo przy niewielkim wzroście międzynarodowych stóp procentowych. Finansowanie zewnętrzne miało jednak główny udział w rozkręcaniu lokalnych i międzynarodowych boomów giełdowych i hossy cen na rynku nieruchomości. Płynność rynków finansowych, podtrzymywana przez ciągły napływ zagranicznych kapitałów z funduszy spekulacyjnych, windowała ceny aktywów majątkowych, kreując efekt poczucia wzrastającego bogactwa wśród inwestorów i ludności. Do jej załamania doszło

jednak w chwili pęknięcia „baniek” spekulacyjnych w kolejnych segmentach rynków kapitałowych (kryzys *subprime*, kryzys na rynkach nieruchomości, głębokie spadki na giełdach) i ucieczki kapitałów spekulacyjnych z rynków lokalnych. Niemożność zbilansowania wartości pasywów przez kurczące się wartości aktywów w bilansach banków komercyjnych, wobec ich niskich rezerw gotówkowych, musiała uderzyć w stabilność krajowego systemu finansowego, grożąc recesją gospodarczą. Konieczność ratowania bilansów banków komercyjnych odpowiedzialnych za funkcjonowanie systemu finansowego gospodarki zmusza zatem rządy do ekstremalnej akcji fiskalnej w formie specjalnych pakietów stymulacyjnych w celu utrzymania wypłacalności krajowych podmiotów i pobudzenia ożywienia ekonomicznego. W Unii Europejskiej szczególnie trudnym wyzwaniem dla ekspansywnej polityki fiskalnej staje się stworzenie wspólnotowego mechanizmu automatycznego transferu środków do najbardziej zadłużonych krajów strefy euro, który ma działać stabilizująco na zachowania podmiotów gospodarczych, a zwłaszcza na działanie instytucji finansowych (banków, towarzystw inwestycyjnych i ubezpieczeniowych).

Do tej pory rządy większości krajów europejskich podejmujące decyzje fiskalne, wobec całkowitego zaskoczenia skalą „rozlewającego” się kryzysu finansowego, opierały się w polityce fiskalnej raczej na działaniu automatycznych stabilizatorów koniunktury. Wobec zawodności automatycznych stabilizatorów w warunkach kryzysu finansowego i postępującej recesji otworzyła się jednak przestrzeń dla dyskrecjonalnych decyzji władz fiskalnych, dowolnie zwiększających skalę ekspansji fiskalnej. Gospodarki krajów rozwiniętych mają szczególną łatwość finansowania deficytów budżetowych i zdolność do zadłużania się ze względu na zaufanie rynków finansowych i wysoki napływ kapitałów zagranicznych. Dlatego rządy tych krajów mogły być zawsze przekonane, że wysoki rating i reputacja umożliwiają wystarczającą kontrakcję fiskalną (skompensowanie nadmiernego deficytu i zbilansowanie budżetów). Mogły także – co szczególnie istotne – liczyć na relatywnie niskie stopy procentowe emitowanych obligacji, tolerując co najwyżej wyższą zmienność kursów walut i wahania rentowności aktywów krajowych.

Niestety, efektywność finansowania wydatków krajowych z długu zagranicznego zaczyna gwałtownie spadać po przekroczeniu określonego progu nadmiernego deficytu budżetowego. Objawia się to wraz z pojawieniem się nagłej fali niepewności i wątpliwości inwestorów międzynarodowych co do możliwości ograniczenia i zlikwidowania wysokiego i rosnącego zadłużenia finansów publicznych. Implikacje zwrotnego sprzężenia nadmiernego deficytu budżetowego i nierównowagi bilansu obrotów bieżących oddziałują tym razem silnie destabilizująco na układ całej równowagi makroekonomicznej zadłużonych krajów.

Słabnąca aktywność gospodarcza podmiotów krajowych i poważna erozja zaufania do wiarygodności polityki makroekonomicznej uniemożliwia w tej sytuacji zastosowanie tradycyjnych działań dostosowawczych (użycie sprawdzonych dotąd instrumentów polityki fiskalnej i pieniężnej). Rządy i banki nie potrafią obecnie przełamać nastrojów pesymizmu i wykreować oczekiwane i pożądane zachowania podmiotów gospodarczych dla zahamowania pogłębiającej się recesji. Spadająca wiarygodność prowadzonej polityki fiskalnej i pieniężnej wywołuje jednocześnie

niebezpieczną ucieczkę przedsiębiorstw, instytucji finansowych i ludności w najbardziej płynne środki (depozyty i inne płynne aktywa), które zapewniają wysokie bieżące stopy dochodowości lub odwrót w najbardziej bezpieczne papiery wartościowe.

Dalszy wzrost deficytów budżetowych i zadłużenia publicznego jest równoznaczny z koniecznością kolejnych nowych emisji skarbowych papierów wartościowych, których rentowność jest uzależniona od nastrojów i spekulacyjnych zachowań inwestorów międzynarodowych działających na rynkach globalnych i nie poddaje się łatwo kontroli rządów. Trwający w dłuższym okresie dryf niezrównoważonych budżetów w kierunku poziomu granicznego zadłużenia finansów krajowych musi prowadzić do spadku płynności w systemie bankowym, który z kolei stwarza zagrożenie dla długoterminowej wypłacalności kraju. Zachwianie krótkoterminowej płynności w sektorze finansów publicznych, wyrażające się w niezdolności do bezwłocznego zaspokojenia roszczeń zagranicznych posiadaczy skarbowych papierów wartościowych (czy obligacji samorządowych), musi ostatecznie prowadzić do kryzysu zadłużeniowego państwa.

Kryzys zadłużeniowy, zapoczątkowany w jednym kraju i rozszerzający się stopniowo na inne kraje regionu, wywołuje nieoczekiwane, różnokierunkowe, spontaniczne reakcje globalnych inwestorów i wzmożone zachowania stadne dużej części pozostałych uczestników gry rynkowej. Niepewność i wzrastająca zmienność oczekiwań w odniesieniu do przyszłych dochodów inwestycyjnych, wymaganej rentowności aktywów i trudności w oszacowaniu ryzyka podnoszą intensywność i amplitudę wahań przepływów kapitałowych, pobudzając inwestorów do nowych operacji spekulacyjnych.

Niezrównoważone budżety finansów publicznych jako źródło ekstremalnie wysokich długów krajowych, przechodzących w kryzysy finansowe w najbardziej zadłużonych gospodarkach, wyzwalają działanie specyficznego (destrukcyjnego) mechanizmu, przyspieszającego narastanie problemów płatniczych poszczególnych krajów. Wyrażają się one głównie w niezdolności do obsługi długu zagranicznego, pogłębiającej nierównowagę w wymiarze globalnym. Z jednej strony bowiem osłabiają wolę rządów najbardziej zadłużonych państw do ścisłego kontrolowania wzrostu podaży pieniądza krajowego, co w okresie dekoniunktury i recesji ekonomicznej powoduje ucieczkę podmiotów krajowych w operacje spekulacyjne. Z drugiej natomiast eliminują lub ograniczają działanie autonomicznych stabilizatorów, co doprowadza do poszerzania skali uznaniowości w polityce fiskalnej. Wycofanie się rządów z utrzymywania polityki fiskalnej opartej na regule zrównoważonego budżetu i odrzucenie praktycznych implikacji hipotezy bliźniaczych deficytów musiało jednak wpływać nie tylko na szybkie pogarszanie się równowagi bilansów obrotów bieżących w wielu krajach uprzemysłowionych i rozwijających się. Nastąpiło także wyraźne spowolnienie tempa procesu globalizacji na skutek powiększającej się asymetrii międzynarodowych pozycji inwestycyjnych między gospodarkami finansującymi się z długu zagranicznego a gospodarkami utrzymującymi równowagę finansów publicznych. Przejawem tej sytuacji są rosnące nadwyżki na rachunkach obro-

tów bieżących i stany rezerw w bilansach płatniczych (głównie we wiodących gospodarkach Azji Południowo-Wschodniej i krajach eksportujących surowce energetyczne).

2. Intensywność wahań transgranicznych przepływów kapitałowych

Burzliwość (turbulencje) przepływów kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych oznacza występowanie chaotycznych i przypadkowych zmian kierunku i szybkości strumieni kapitałowych; przejawia się to w zmianach napływu i odpływu głównych kategorii aktywów finansowych takich, jak inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, pochodne instrumenty finansowe oraz pozostałe inwestycje (kredyty, pożyczki). Turbulencje w transgranicznych przepływach kapitałowych powstają wskutek silnego zróżnicowania poziomu ryzyka w sąsiadujących ze sobą krajach i regionach gospodarczych świata. Wzrost turbulencji przepływu kapitału międzynarodowego obserwuje się szczególnie w ostatniej fazie globalizacji gospodarki światowej, zwłaszcza na rynkach finansowych krajów najbardziej zadłużonych.

Szybkie i nieuporządkowane przepływy aktywów międzynarodowych z trudnością poddają się ocenie na podstawie rachunku statystycznego. Problemem jest mierzenie intensywności transgranicznych przepływów kapitału, których wahania w dłuższym okresie oscylują wokół średnich wartości trendu. Punktem wyjścia badań turbulencji mogą być np. różnice pomiędzy intensywnością chwilowych wahań przepływów w krótkich przedziałach czasu i wartością intensywności wahań odzwierciedlanych w trendzie długookresowym. Proste równanie bieżącej (chwilowej) intensywności wahań przepływów dla okresu T można więc zapisać w postaci:

$$\Delta V_t = V_t - \bar{V}_T, \quad (1)$$

gdzie:

V_t – intensywność chwilowa w przedziale czasowym t ,

\bar{V}_T – średnia wartość intensywności wahań chwilowych dla okresu T .

W takim przypadku ilościową miarą turbulencji przepływów kapitałowych jest ogólny model intensywności pulsacji strumieni przepływających między rynkami finansowymi krajów (lub regionów gospodarczych), który może być wyrażony formułą:

$$TUR_t = \sqrt{\frac{(\Delta \bar{V}_T)^2}{\bar{V}_T}}, \quad (2)$$

gdzie:

$(\Delta \bar{V}_T)^2$ – średnia wartość kwadratu intensywności wahań chwilowych,

\bar{V}_T – średnia wartość intensywności wahań w okresie T .

Stochastyczne ruchy wahadłowe przepływających kapitałów zagranicznych powodują szybkie przemieszczanie się strumieni aktywów finansowych na sąsied-

nie regiony (kraje) i kolejne zawirowania na lokalnych rynkach (poprzez wzrost transakcji hedgingowych i spekulacyjnych). Jednocześnie poprzez mechanizm arbitrażu finansowego następuje okresowe wyrównywanie się struktury międzynarodowej pozycji inwestycyjnej najbardziej zadłużonych krajów (regionów), umożliwiając powrót do względnie stabilnego trendu intensywności wahań przepływów kapitałowych. Intensywność wahań przepływów kapitałowych staje się jednym z czynników decydujących o stanie krytycznego zadłużenia krajów, co wywołuje nieantycypowane reakcje władz gospodarczych na słabnące zaufanie międzynarodowych rynków finansowych. Jednocześnie gwałtownie skraca się czas potrzebny do podejmowania działań umożliwiających powrót do równowagi zewnętrznej i zachowanie stabilnej pozycji finansowej gospodarek tych krajów.

Wcześniejsze zacieśnienie polityki fiskalnej, powstrzymujące spadek akcji kredytowej i kurczenie się płynności międzynarodowej, staje się naczelną dyrektywą polityki makroekonomicznej rządów krajów najbardziej zadłużonych. W ciągu pierwszej dekady XXI w. powszechnie stosowane środki makroekonomicznej polityki dostosowawczej okazały się niewystarczające. Zarówno gospodarki krajów rozwiniętych, jak i gospodarki rynków wschodzących potrzebowały dużo więcej czasu na podjęcie właściwych decyzji ograniczających wpływ szoków zewnętrznych w warunkach spadającego poziomu wiedzy o zmianach kierunku przepływów kapitału na rynkach globalnych. Wskutek eskalacji turbulencji w otoczeniu globalnym coraz mniej dostępne są informacje niezbędne dla wdrożenia bardziej skutecznych instrumentów polityki fiskalnej i pieniężnej. W przypadku zaskoczenia rządy nie są w stanie reagować adekwatnie do gwałtownie zachodzących zmian w różnych segmentach międzynarodowych rynków finansowych. Wobec narastających zaburzeń najbardziej zadłużone kraje (regiony) znajdują się w szczególnym trudnym położeniu, z uwagi na niemożność realizacji wyprzedzających działań obronnych w bardzo krótkim czasie. Tym bardziej że posiadana dotychczas wiedza i umiejętności okazują się niedostosowane do obecnego przebiegu dynamicznych zmian na rynkach finansowych.

Nowe trendy prowadzące do osłabienia przewidywalności procesu globalizacji z jednej strony wymusiły znacznie szybsze bieżące działania rządów usiłujących powstrzymać rosnące nierównowagi w bilansie obrotów bieżących. Z drugiej jednak strony wpłynęły negatywnie na proces kumulowania wiedzy i mechanizm adaptacyjnego uczenia się w średniej perspektywie (Lucarelli 2011). Sprawdzone historycznie narzędzia makroekonomicznej polityki dostosowawczej mogły działać tylko wtedy, gdy efekty ich zastosowania mogły być wcześniej z dużym prawdopodobieństwem oszacowane. Doświadczenia obecnej fazy globalizacji gospodarki wskazują, że ocena i przewidywanie rezultatów turbulencji finansowych są możliwe, jeśli gwałtowne zmiany intensywności międzynarodowych przepływów kapitału są w porę zauważone i skonfrontowane natychmiast z rachunkami bilansu płatniczego i założeniami polityki monetarnej kraju. Tylko wtedy realne staje się przygotowanie i wdrożenie alternatywnych scenariuszy polityki dostosowawczej, uwzględniających przyszłą skalę odpływu

kapitałów międzynarodowych, spowodowanego falą globalnej spekulacji i arbitrażu stóp procentowych.

Właściwie dopiero w ostatnich latach rządy krajów zadłużonych i organizacje międzynarodowe zaczęły pospieszenie opracowywać bardziej nowatorskie rozwiązania w zakresie globalnego nadzoru i regulacji dotyczących międzynarodowych operacji finansowych i kapitałowych w celu stabilizacji rynków globalnych. Zakłada się obecnie, że znaczące ulepszenie systemu regulacji finansowej (zwłaszcza nadzoru nad bankami prywatnym) w skali globalnej i regionalnej pozwoli rządów krajów najbardziej zadłużonych efektywniej reagować na słabe sygnały zaburzeń przepływów kapitałowych nadchodzące z rynków finansowych, które dotąd były niewykrywalne lub nierozpoznane ze względu na aktualny stan wiedzy i niewystarczające kompetencje administracji gospodarczej. Na przykład w wielu krajach Unii Europejskiej, a zwłaszcza w najbardziej zadłużonych gospodarkach strefy euro, moment realnego odczucia turbulencji finansowych przesunął się już daleko poza granice obecnego stanu wiedzy i kompetencji rządów w zakresie strategicznego zarządzania kryzysowego. W efekcie dotychczasowe reakcje na pogłębiający się kryzys fiskalny w tych krajach, wobec stopnia zaskoczenia nieprzyjawnym zachowaniem się rynków finansowych, okazały się daleko niewystarczające i spóźnione. Wskutek rosnącej intensywności wahań przepływów kapitałowych i nieoczekiwanych wydarzeń globalnych rządy tych krajów zostały zmuszone do szybkiego znalezienia i użycia nowych, bardziej radykalnych środków (mechanizmy stabilności finansowej, unia bankowa, pakt fiskalny, zasady nadzoru bankowego) dla uniknięcia bankructwa gospodarek zadłużonych i wydobycia ich z kryzysu finansowego. W przypadku postępującej eskalacji nierównowagi zewnętrznej kraje te mogą wziąć pod uwagę koncepcję wyprzedzającego sygnalizowania zbliżania się do stanu krytycznego deficytu obrotów bieżących (Najlepszy 2010). Wymaga to jednak umiejętności estymacji granic finansowania rosnących deficytów obrotów bieżących, czyli wczesnego rozpoznania krytycznego deficytu płatniczego danego kraju. Zdolności antycypacyjne, umożliwiające przeciwdziałanie krytycznym deficytom w obrotach bieżących, są jednak związane ze stanem skumulowanej wiedzy, na podstawie której realnie staje się opracowanie programu działań neutralizujących destabilizujący wpływ kapitałowej gry inwestorów międzynarodowych na rynkach finansowych, zaburzających równowagę zewnętrzną krajów zadłużonych.

W procesie ewolucji globalizacji finansowej obserwuje się wyraźną cykliczność wahań bieżących przepływów kapitałowych. W początkowym okresie tego procesu widoczne są tylko naturalne i umiarkowane zmiany, dlatego ich oddziaływanie nie wywołuje zaniepokojenia rządów poszczególnych krajów ani inwestorów międzynarodowych. Prognozowanie ekstrapolacyjne jest w stanie dostarczyć potrzebnych informacji dotyczących możliwych zmian intensywności wahań przepływających kapitałów. W rezultacie uzyskuje się czas pozwalający na skuteczne przeciwdziałanie tendencjom do pogarszania się struktury rachunku bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

Na obecnym etapie globalizacji finansowej intensywność wahań przepływów kapitałowych silnie wzrasta i nie udaje się już łatwo ekstrapolować skutków zaburzeń dla równowagi bilansu płatniczego. Dostępny czas dla odpowiedzi na sygnały z rynków finansowych staje się dla władz gospodarczych zbyt krótki. Możliwości ekstrapolacyjne przestają być wystarczające dla odpowiednio wczesnego rozpoznawania stanów krytycznych deficytów obrotów bieżących. Procesy równowagi zewnętrznej w grupie krajów najbardziej zadłużonych weszły w fazę stopniowej destabilizacji systemów finansowych, co wyraża się także w zmniejszaniu stanu rezerw walutowych i spadku wiarygodności kredytowej. W związku z tym rządy tych krajów zaczynają poszukiwać nowych sposobów monitorowania i prognozowania zaburzeń procesu bilansowania obrotów bieżących, opartych m.in. na możliwości wykorzystania rachunków symulacyjnych i analizach szans i zagrożeń.

Szczególnym wyzwaniem dla rządów staje się projekcja przyszłej polityki makroekonomicznej w warunkach nagłej, nieantycypowanej korekty salda bilansu towarów i usług oraz dochodów i wydatków kapitałowych czy też wielkości transferów zagranicznych. Chodzi tutaj zwłaszcza o możliwość zidentyfikowania i ekstrapolacji kluczowych czynników (grupy estymowanych zmiennych) przydatnych w analizie prawdopodobieństwa wystąpienia szokowych dostosowań (korekt) w strukturach sald bilansu płatniczego³. Nowe metody i techniki przewidywania rozwoju wydarzeń zakłócających równowagę zewnętrzną opierają się na rozpoznawaniu czynników trudno wymiernych, w części często behawioralnych, a także na szerokiej analizie zbiorów innych, mniej dokładnych informacji rynkowych (naciski polityczne, działania ośrodków lobbujących, trendy ekologiczne). Gdy przebadana zostanie dokładniej charakter zaburzeń równowagi wewnętrznej różnych krajów zadłużonych, to widać, jak istotna staje się adaptacja nowych metod predykcji w okresach wysokiej intensywności wahań przepływów kapitałowych.

Nowy cykl głębokich wahań przepływów kapitałowych pojawił się w chwili, gdy gospodarka światowa (a zwłaszcza Stany Zjednoczone i kraje Unii Europejskiej) weszły w fazę postępującego spadku tempa wzrostu gospodarczego, którego nie mogły zatrzymać kolejne działania interwencyjne administracji rządowej. Główną odpowiedzią na pogarszanie się koniunktury gospodarczej stały się bardziej intensywne sposoby pobudzania krajowego popytu efektywnego. Działania takie stały się możliwe dzięki praktycznie niekontrolowanej ekspansji kredytowej banków komercyjnych, akceptowanej i wspieranej przez władze monetarne (banki centralne) poszczególnych krajów. Stymulowanie kredytowe wzmocnione zostało dzięki otwieraniu się gospodarek narodowych, liberalizacji przepływów finansowych i deregulacji rynków kapitałowych, inwazji elektronicznych technologii czy wreszcie wskutek nacisków ośrodków politycznych.

³ Zwraca na to szczególną uwagę K. Sobański w uzasadnieniu nowych metod oceny ryzyka szokowej korekty sald rachunków bilansu płatniczego krajów rozwijających się (Najlepszy, Sobański 2010, s. 178–229).

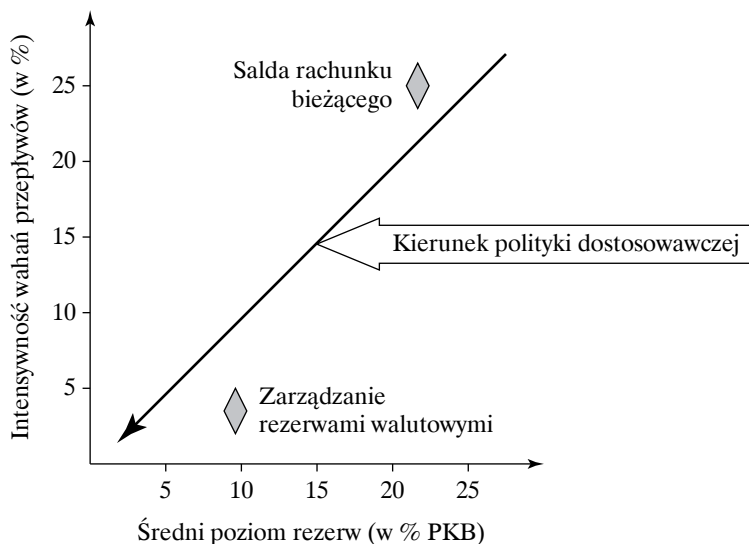
Gdy jednak oddziaływanie przez bodźce kredytowe przestało być skuteczne, a rządy kolejnych krajów rozwiniętych zaczęły ujawniać publicznie rzeczywistą skalę zadłużenia kraju, nastąpiło gwałtowne załamanie się stabilności finansowej w skali globalnej. Wahania przepływów kapitałów w układzie regionalnym i globalnym stały się niezwykle chaotyczne i nieprzewidywalne oraz ograniczyły finansowanie zewnętrzne w krajach najbardziej zadłużonych. W efekcie ujawniły się skutki transmisji finansowej niestabilności, przejawiające się w szybkiej kondensacji strumieni płynnych kapitałów, wyciekających z krajów zagrożonych recesją w warunkach rosnącego długu publicznego. Destabilizujący lokalne rynki finansowe wyciek kapitałów oraz ich angażowanie w ryzykowne obroty spekulacyjne na sąsiednich rynkach uruchamiało mechanizm walutowego recyklingu, stanowiącego źródło taniego kredytu finansującego konsumpcję w krajach deficytowych (Lucarelli 2011; Wade 2009). Załamanie się mechanizmu recyklingu w USA i w grupie peryferyjnych krajów strefy euro doprowadziło do rekordowo wysokiego długu publicznego, który w najbliższej perspektywie może być tylko kompensowany w drodze ograniczania prywatnego popytu krajowego. Rosnący odsetek niespłaconych kredytów, który wymusza w krajach zadłużonych głębokie redukcje poziomu zaangażowania kredytowego banków komercyjnych, jest obecnie postrzegany jako największe źródło systemowego ryzyka finansowego i spadającej wiarygodności. Strach przed bankructwem i niewypłacalnością najbardziej zadłużonych gospodarek Unii Europejskiej (perspektywa niewypłacalności największych banków krajowych) doprowadził do rozlania się kryzysu wiarygodności kredytowej w skali międzynarodowej i wzrostu napięć społeczno-politycznych.

Drogą wiodącą obecnie rządy krajów pogrążonych w kryzysie wiarygodności do bieżącej poprawy sytuacji staje się bezpieczeństwo finansowe podmiotów krajowych tworzących lokalny rynek finansowy. Ze względu na paniczne zachowania inwestorów międzynarodowych wymaga to jednak prowadzenia rozważnej polityki podtrzymywania wypłacalności międzynarodowej (proporcjonalnego wzrostu kapitału rezerwowego w stosunku do długu zagranicznego) i tworzenia nowej infrastruktury regulacyjnej (kompetencji nadzoru bankowego) w porozumieniu z instytucjami międzynarodowymi odpowiadającymi za regulację globalnych rynków finansowych. Nadrzędnym celem rządów krajów zadłużonych staje się więc pobudzenie koniunktury gospodarczej i przywrócenie konkurencyjności sektorów eksportowych, w związku z ryzykiem utraty płynności międzynarodowej oraz wiarygodności kredytowej.

W celach poglądowych można przedstawić prosty model graficzny (rys. 2), opisujący relacje pomiędzy rosnącą intensywnością wahań przepływów kapitałowych a zmianą stanu rezerw oficjalnych w bilansie płatniczym, oddziałujące na postrzeganie wiarygodności kredytowej zadłużonej gospodarki z perspektywy międzynarodowych rynków finansowych. Kraj, który w kolejnych okresach wykazuje rosnącą intensywność wahań przepływów kapitałowych, w celu utrzymania stabilności płynności międzynarodowej musi zapewnić odpowiednio wyższy stan aktywów rezerwowych.

Rysunek 2

Ryzyko wiarygodności kredytowej a stan rezerw oficjalnych w bilansie płatniczym



Źródło: Opracowanie własne.

3. Słabnąca przewidywalność międzynarodowej wypłacalności kraju

Każda zmiana stanu równowagi zewnętrznej przechodzi określoną ewolucję, dostarczając dodatkowej wiedzy, która może być wykorzystana do prognozowania struktury bilansu płatniczego krajów rozwiniętych i gospodarek wschodzących. Na wczesnym etapie globalizacji finansowej możliwe jest jedynie ogólne rozpoznanie pojawienia się symptomów zagrożeń dla równowagi zewnętrznej, które mogą zapowiadać trudności w utrzymaniu płynności finansowej przed wybuchem kryzysu płatniczego. Znaczenie przewidywania równowagi zewnętrznej lub jej braku zależy od siły i kierunku oddziaływania rynku globalnego oraz czasu potrzebnego rządowi poszczególnych krajów, aby mogły podjąć odpowiednie działania dostosowawcze. Jeśli skala zmian w intensywności przepływów kapitałów jest niewielka, a reakcje rządów w miarę szybkie, przewidywanie tych procesów nie odgrywa większej roli z punktu widzenia wypłacalności zewnętrznej kraju. Reakcja musi jednak nastąpić w chwili zdiagnozowania szybko przybliżającego się zagrożenia utraty płynności finansowej w obrocie międzynarodowym. Jest to częsty przypadek w odniesieniu do krajów poważnie zadłużonych, napotykających pogorszone nastroje rynków finansowych i negatywną postawę międzynarodowych agencji ratingowych. W takiej sytuacji ze względu na czas wymagany dla przygotowania się

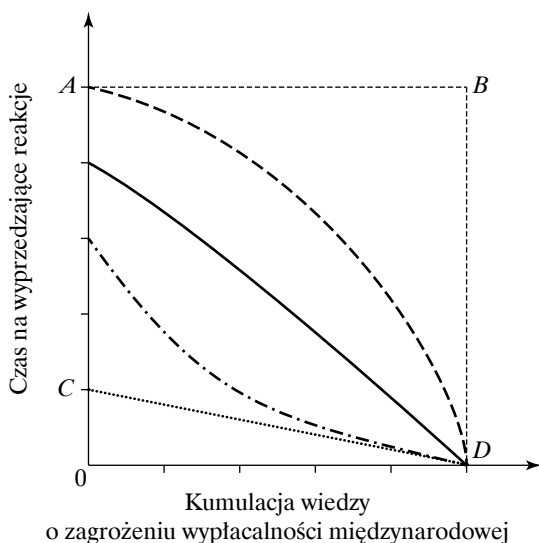
do wyprzedzających działań dostosowawczych, możliwość predykcji ma kluczowe znaczenie.

Przewidywalność zmian intensywności przepływów kapitałowych, określającą czas reakcji na sygnalizowane zagrożenia dla wypłacalności międzynarodowej, można przedstawić graficznie (rys. 3), jako hipotetyczną funkcję przewidywalności zaburzeń w równowadze bilansu płatniczego. Linia wysokiej przewidywalności (*AB*) charakteryzuje na wykresie zwykle (przeciętne) fluktuacje przepływów kapitału międzynarodowego, nieodbiegające od obserwowanych w przeszłości cyklicznych zaburzeń w układzie równowagi globalnej. Przypadkiem krańcowym jest natomiast linia *CD*, przedstawiająca praktycznie słabo rozpoznawalne lub w ogóle nie dostrzegane zmiany, generujące gwałtowne turbulencje na rynkach finansowych. Zmiany takie wykluczają w istocie potencjalne reakcje i działania antycypacyjne, wyprzedzające ich skutki dla struktury bilansu płatniczego i międzynarodowej wypłacalności. Ponieważ ujawniają się nieoczekiwanie, stanowią dla rządów wielu krajów pełne zaskoczenie, niezależnie od podejmowanych prób monitorowania rynków finansowych i kierunku przepływów kapitałowych.

Najnowszym przykładem zaskakujących zmian w zachowaniu się międzynarodowych rynków finansowych w ostatnim dwudziestolecu były kolejne kryzysy walutowe: w systemie ERM w 1992 r., meksykańskiego peso w latach 1994–1995, w krajach Azji Południowo-Wschodniej i w Rosji w latach 1997–1998. Na rysunku 3 linie krzywe zawarte w polu czworoboku *ABCD* przedstawiają ewolucję skali turbulencji przepływów kapitału na rynkach finansowych, począwszy od upadku systemu z Bretton Woods i rozpowszechniania się w gospodarce światowej floatingu. Linie te demonstrują postępujące skracanie się czasu potrzebnego dla wcześniejszego rozpoznania nieuchronnej, szokowej korekty sald bilansu płatniczego, zagrażającej spadkiem płynności międzynarodowej i wiarygodności kredytowej. Ponieważ rosnąca intensywność wahań przepływów kapitałowych coraz częściej jest wynikiem falowania bieżących nastrojów i sentymentów inwestorów na rynkach międzynarodowych, coraz trudniej jest przewidzieć skalę rzeczywistych zaburzeń płynności finansowej i jej skutki dla wypłacalności międzynarodowej kraju. Takim przypadkiem jest aktualnie utrata międzynarodowej wypłacalności Grecji, głęboki kryzys fiskalny w USA oraz rosnące zadłużenie sektora publicznego w wielu europejskich krajów strefy euro.

Zmiany nachylenia trzech linii ciągłych na rysunku 3 wskazują, że na kolejnych etapach globalizacji skala turbulencji na rynkach finansowych pozostawia coraz mniej czasu na wyprzedzające działania dostosowawcze rządów, które mogłyby zahamować proces destabilizacji równowagi zewnętrznej. W miarę jak ewolucja stanu bilansów płatniczych dokonuje się pod coraz większym wpływem wahań przepływów kapitału i innych czynników egzogenicznych usytuowanych poza granicami krajów, coraz trudniej rozpoznawać powstawanie turbulencji, jej kierunki i przyszłe skutki. Do takich przypadków niewątpliwie należał wybuch kryzysu zadłużeniowego, który spowodował wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego w skali globalnej, a w sferze euro doprowadził do recesji.

Rysunek 3
Przewidywalność destabilizacji równowagi płatniczej i niewypłacalności międzynarodowej



- Upadek systemu z Bretton Woods
- Liberalizacja i deregulacja międzynarodowych rynków finansowych
- · - · - · Wzrost intensywności wahań przepływów kapitału
- Nieantycypowane reakcje spowodowane zaskoczeniem

Źródło: Opracowanie własne.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej, wraz z początkiem liberalizacji i deregulacji międzynarodowych rynków finansowych, pojawiły się powszechne oczekiwania na istotny przełom w transformacji gospodarczej, w związku z perspektywą wejścia do Unii Europejskiej. Integracja z rynkami Unii Europejskiej była tym obszarem narodowej polityki makroekonomicznej, który należało szczególnie monitorować oraz gdzie w związku z wymaganiami konwergencji trzeba było dokonać największego postępu. W okresie przedakcesyjnym dla rządów krajów kandydujących do członkostwa w Unii stawało się coraz bardziej naturalne i oczywiste, że źródłem przełomu w procesie dotychczasowego rozwoju będzie pełna liberalizacja rynków narodowych, a w szczególności niekontrolowana swoboda przepływów kapitałowych.

Dopiero jednak po faktycznym wejściu do Unii Europejskiej, w połowie pierwszej dekady obecnego wieku, znaczenie i skutki tego przełomu nabrały realnej mocy: ujawniły skrywaną dotąd lukę konkurencyjną i ogromne potrzeby kapitałowe związane z jej szybką likwidacją. W miarę stopniowego osvajania się z procesami wdrażania polityki makroekonomicznej, w warunkach panujących na obszarze Unii Europejskiej swobód rynkowych, jej skutki zaczynały być lepiej

rozumiane i stopniowo akceptowane. Jednocześnie coraz bardziej możliwe stało się identyfikowanie i diagnozowanie nowych uwarunkowań i efektów procesów liberalizacyjnych, zwłaszcza na obszarze wymiany handlowej i przepływu kapitałów.

W sektorach publicznym i prywatnym (zwłaszcza w przemyśle i usługach) pojawiło się rosnące zainteresowanie i działanie w kierunku wsparcia trwałej orientacji na wzrost konsumpcji krajowej. Pojawiły się równocześnie próby blokowania „szkodliwej” konkurencji zewnętrznej i przeciwstawiania się rosnącej ekspansji kapitału międzynarodowego⁴. Efekty procesu ustrojowej transformacji, wyrażające się w akceptacji rosnącej intensywności napływu kapitału, pobudzanej uruchomianymi programami konwergencji Unii Europejskiej, stawały się coraz bardziej widoczne także w rachunkach bilansów płatniczych większości krajów członkowskich. Ale wszelkie pierwotne analizy i szacunki ekspansji przepływów finansowych i kapitałowych były dokonywane w warunkach niedostatecznej wiedzy i niepewności. Opierały się generalnie na uproszczonych rachunkach krótkoterminowych i wątpliwych prognozach statystycznych.

Na etapie zaawansowanej transformacji niektóre wschodnioeuropejskie kraje członkowskie Unii Europejskiej zwiększyły swoje zainteresowanie unią monetarną (akcesją do strefy euro), która dzięki wspólnej walucie znacznie ogranicza rosnącą niepewność rozwoju ekonomicznego krajów członkowskich (a zwłaszcza ich wrażliwość na zmiany trendów walutowych na rynkach globalnych). Kraje wschodnioeuropejskie zaczęły bowiem doświadczać groźnych szoków zewnętrznych wywoływanych asymetrią i zmiennością przepływów kapitałowych z międzynarodowych rynków finansowych. Ich efektem było postępujące zwiększanie się deficytów obrotów bieżących, destabilizujących równowagę bilansu płatniczego, i rosnący dług zagraniczny. Jednocześnie kraje spoza sfery euro osiągnęły nowy stan wiedzy, który wskazuje na potrzebę bardziej skoordynowanych działań stabilizacyjnych dla utrzymania równowagi zewnętrznej w ramach całej unii monetarnej.

Turbulencje globalne zmuszają rządy tych krajów do przyspieszenia reform strukturalnych, powrotu do równowagi finansów publicznych i przygotowania się do wprowadzenia usztywnionego kursu walutowego w systemie ERM2. Dla krajów strefy euro oznaczają natomiast głębokie reformy systemu fiskalnego i redukcję długu publicznego, co musi prowadzić do przejściowego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dynamiczne wahania intensywności przepływów kapitałowych w warunkach globalnej nierównowagi płatniczej wydłużają jednakże okres koniecznych dostosowań strukturalnych dla zakończenia procesu konwergencji krajów wschodnioeuropejskich, założonej w ramach Unii Europejskiej. Dla niektórych krajów stwarzać to będzie szanse ustabilizowania równowagi zewnętrznej,

⁴ Trendy protekcyjnistyczne, przejawiające się w różnych formach i kierunkach polityki fiskalnej i monetarnej, ożywiły się zwłaszcza w warunkach obecnego kryzysu finansowego. W Unii Europejskiej szczególnym przypadkiem takiej orientacji jest gospodarka Węgier i narodowa polityka ekonomiczna rządu V. Orbana, mająca na celu zablokowanie destrukcyjnego wpływu światowych rynków kapitałowych i międzynarodowych instytucji finansowych na równowagę makroekonomiczną kraju.

ale dla innych może oznaczać permanentne pogarszanie się sytuacji płatniczej jeszcze przed wstąpieniem do unii monetarnej.

W tabeli 1 uogólniony został przypadek gospodarek krajów zadłużonych, który charakteryzuje ewolucję stanu wiedzy o zmianach równowagi płatniczej w powiązaniu z rosnącymi zaburzeniami przepływów globalnych. Kumulacja wiedzy w tym zakresie umożliwia wczesne rozpoznanie możliwości wystąpienia niekorzystnych zmian w strukturze bilansu płatniczego i groźby ewentualnej, szokowej korekty deficytu obrotów bieżących, przywracającej równowagę płatniczą kraju.

Tabela 1
Kumulacja wiedzy o zagrożeniach dla równowagi płatniczej kraju

Aktualny poziom wiedzy Działania i reakcje władzy gospodarczej	Percepcja symptomów zagrożenia	Rozpoznanie źródła zakłóceń	Ocena siły i kierunku oddziaływania	Oszacowanie potencjalnych efektów	Pełna wiedza o realnych skutkach
Ciągła obserwacja sald rachunków bilansu płatniczego					
Wdrożenie technik monitoringu zaburzeń stabilności finansowej w obrocie międzynarodowym					
Predykcja hipotetycznych scenariuszy oddziaływania wahań międzynarodowych przepływów kapitału					
Rozważenie wyprzedzających działań ograniczających (eliminujących) wystąpienie negatywnych skutków zaburzeń płynności międzynarodowej					
Zweryfikowane, rzeczywiste efekty zaburzeń przepływów kapitałowych w warunkach antycypacji natychmiastowej reakcji władzy gospodarczej					

Pola zacienione oznaczają bieżący stan wiedzy.

Źródło: Opracowanie własne.

W kolumnach tabeli ujęto proces kumulacji wiedzy w miarę postępu globalizacji finansowej, natomiast w wierszach – wynikające ze stanu tej wiedzy możliwości działania i reakcje rządów krajów monitorujących zmiany równowagi zewnętrznej. Ewolucyjne ujęcie zmiany poziomu wiedzy o zaburzeniach przepływów kapitałowych w powiązaniu ze sposobem reakcji rządu nadaje praktyczny wymiar (sens) koncepcji stabilności zewnętrznej.

Chociaż odpowiednie reakcje i zachowania rządów krajów zadłużonych pojawiają się stopniowo, w miarę pozyskiwania nowej wiedzy o zagrożeniach równowagi zewnętrznej (opis w kolumnach), efektywność ich działania może być znacznie zróżnicowana. Szybkość podejmowania decyzji przez rządy zależy od możliwości osiągnięcia nowych, kolejnych poziomów wiedzy. Miarą szybkości reakcji rządów na potencjalne zagrożenia sytuacji płatniczej kraju jest czas, jaki pozostaje na wyprzedzające działanie, odsuwające realną groźbę zaburzeń równowagi zewnętrznej.

Zakończenie

Jak wskazują dotychczasowe rozważania, wskutek oddziaływania kryzysów zadłużenia, dużej intensywności wahań przepływów kapitałowych i niskich przewidywalności, eskalacja nierównowagi zewnętrznej (niestabilności) w krajach zadłużonych osiągnęła poziom zagrażający wystąpieniem szokowych korekt sald obrotów bieżących i pogłębieniem recesji. Dla wielu zadłużonych krajów szansa na doprowadzenie do wyrównania bilansów i stabilizacji przepływów kapitałowych w krótkim okresie istnieje tylko pod warunkiem, że eskalacja nierównowagi zewnętrznej zostanie dostrzeżona odpowiednio wcześniej, zanim będą one zmuszone do podjęcia ratunkowych działań dostosowawczych.

Dopiero jednak w warunkach głębokiego kryzysu zaczęto przywiązywać należyłą wagę do monitoringu rachunku obrotów bieżących i badania stabilności równowagi zewnętrznej, w kontekście presji rynków finansowych zagrażającej kryzysem zadłużeniowym, a w konsekwencji utratą międzynarodowej wypłacalności. Doskonalone są także metody prognozowania i szacowania ryzyka kryzysu płynności międzynarodowej i kryzysu wypłacalności ze względu na duży udział finansowania zagranicznego wewnętrznych potrzeb pożyczkowych zadłużonych krajów. Wynikiem tych działań mogą być bieżące programy restrukturyzacji („mapy drogowe”), które zawierałyby konkretne scenariusze niezbędnych interwencji finansowych i działań regulacyjnych, z terminami wprowadzenia poszczególnych dyrektyw służących wychodzeniu z nadmiernego deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego i długu zagranicznego.

Z kolei w ramach długofalowej strategii rządu krajów zadłużonych musiałyby konsekwentnie dążyć przynajmniej do odbudowania wyjściowej pozycji konkurencyjnej, poprzez przestrzeganie co najmniej czterech fundamentalnych zasad polityki makroekonomicznej:

- a) pobudzenie oszczędności prywatnych i redukcję wydatków budżetowych niezwiązanych z inwestycjami krajowymi,
- b) popieranie wzrostu płac realnych zgodnego z tempem wydajności pracy,
- c) łagodzenie polityki pieniężnej i ewentualne dopuszczanie do okresowego wzrostu inflacji,
- d) zwiększanie dyscypliny budżetowej i obniżanie poziomu długu publicznego w relacji do PKB w warunkach stabilizacji i spadku bezrobocia.

W ostatnich latach pojawiły się nowe inicjatywy międzynarodowe stwarzające warunki do podejmowania niekonwencjonalnych i bardziej nowatorskich działań i środków, za pomocą których kraje członkowskie Unii Europejskiej starają się powstrzymać obecny kryzys obszaru euro i narastanie deficytów w bilansach płatniczych krajów najbardziej zadłużonych (Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Włoch).

Wiodącą strategią staje się „uporządkowana finansowa restrukturyzacja” ich zobowiązań międzynarodowych w warunkach gwałtownego ograniczenia zdolności do finansowania deficytu finansów publicznych i wysokiej relacji długu do PKB. Z perspektywy równowagi globalnej, zastosowana skala regulacyjnych działań i finansowego wsparcia w ramach tzw. *quantitative easing* (czyli monetyzacji długów publicznych) musiałaby jednak być o wiele większa. Szacuje się obecnie, że w strefie euro restrukturyzacja zobowiązań międzynarodowych krajów PIIGS z tytułu obsługi długu publicznego musiałaby sięgnąć kwoty ok. 1,2 biliona euro.

Główną trudnością natomiast pozostaje zadanie redukcji asymetrii w przepływach międzynarodowych kapitałów w skali regionalnej (nadwyżki w obrotach bieżących Niemiec, Austrii, Holandii) i globalnej (ekspansja eksportu Chin, Japonii, Korei Południowej i krajów naftowych). W rezultacie wysokie salda nierównowagi zewnętrznej w gospodarce zarówno Stanów Zjednoczonych, jak i w wielu krajach europejskich nie wykazują spadkowych tendencji, pomimo reformatorskich działań takich organizacji międzynarodowych, jak GATT w handlu światowym, Banku Światowego czy MFW nadzorującego globalne przepływy finansowe i stabilność istniejącego systemu płatności międzynarodowych.

Bibliografia

- Ferri P., *Macroeconomics of Growth Cycles and Financial Instability*, Edward Elgar, Cheltenham 2011.
- Gotz-Kozierekiewicz D., *Polityka fiskalna z perspektywy członkostwa w Unii Europejskiej*, „Ekonomista” 2004, nr 6.
- Hagen J. von, Siedeschlag I., *Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe*, w: *Managing Capital Flows*, red. M. Kawai, M. Lamberte, Edward Elgar, Cheltenham 2010.
- Khalid A.M., Guan T.W., *Causality Tests of Budget and Current Account Deficits: Cross-Country Comparisons*, „Empirical Economics” 1999, nr 24.
- Krawczyk M., *Deficyt budżetu państwa a aktywność gospodarcza*, „Ekonomista” 2009, nr 57.

- Kumhof M., Laxton D., *Fiscal Deficits and Current Account Deficits*, „International Monetary Fund Working Papers” 2009, nr 9/237.
- Lucarelli B., *The Economics of Financial Turbulence. Alternative Theories of Money and Finance*, Edward Elgar, Cheltenham 2011.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Miształ P., *Współzależność między deficytem budżetowym i deficytem bilansu obrotów bieżących w Polsce w latach 1999–2009*, „Ekonomista” 2011, nr 2.
- Najlepszy E., Sobański K., *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa 2010.
- Najlepszy E., *The Structure of Funding and Critical Deficit in the Emerging Countries*, w: *The Mechanism of Functioning of EMU, Euro-Zone, the Enlargement – The New Members Perspective*, red. J. Bilski, E. Fedor-Sempach, „Folia Oeconomica” nr 239, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Rainhart C., Rogoff K., *From Financial Crash to Debt Crisis*, Working Papers 15795, National Bureau Economic Research, Cambridge 2010.
- Roubini N., Mihm S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Allan Lane, London 2010.
- Rybiński K., Sowa M., *Global Resources Management*, „Ekonomista” 2007, nr 4.
- Schadler S., *Managing Large Capital Inflows: Taking Stock of International Experiences*, w: *Managing Capital Flows*, red. M. Kawai, M. Lamberte, Edward Elgar, Cheltenham 2010.
- Sławiński A., *Lessons from the Euro Experiences of the CEE Entrance*, „Argumenta Oeconomica” 2010, nr 1(24).
- The Financial Crisis and Developing Countries. A Global Multidisciplinary Perspective*, red. P.A.G. van Bergeijk, A. de Haan, R. van der Hoeven, Edward Elgar, Cheltenham 2011.
- Wade R., *From global imbalances to global reorganizations*, „Cambridge Journal of Economics” 2009, nr 33 (4).
- Żyżyński J., *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista” 2009, nr 2.

ESCALATION OF THE EXTERNAL DISEQUILIBRIUM OF INDEBTED COUNTRIES UNDER GLOBAL CAPITAL MOBILITY

Summary

The paper includes an analysis of some factors conducing to the rise in the external disequilibrium of domestic economy, such as: debt crisis, fluctuation in capital flows, and the decreasing predictability of international solvency. None of these factors considered separately can explain well the causes of the rising external indebtedness. Only an integrated analysis of all those interdependent factors allows to better understand the escalation of external imbalance in individual countries. The knowledge of these processes is the condition of the effectiveness of the adjustment attempts aimed at stabilizing capital flows and hampering the increase in external disequilibrium.

On the basis of theoretical analysis, the author describes the processes and dependencies underlying fiscal expansion that lead to the emergence of budget deficits and to the increase of indebtedness. The author explains the interaction between the major instruments of expansionary fiscal policy that result in the increase in current deficits and in the weakening of external balance. A separate part the analysis is devoted to the description of behavioral factors shaping the attitudes and sentiments of the participants of financial markets, which determine their investment activity. The mechanism of the influence of behavioral factors is hidden, strongly stochastic, and its effects are difficult to be observed and foreseen. However, the experience of CEE countries suggests that this mechanism generates multiple signals indicating the appearance of a shock correction to the balance of payments as result of the increasing budgetary deficit and of the critical size of public debts.

Key words: fiscal expansion ♦ debt crisis ♦ volatility of capital flows ♦ disequilibrium balance of payments ♦ predictability international solvency

УСИЛЕНИЕ ВНЕШНЕГО НЕРАВНОВЕСИЯ СТРАН-ДОЛЖНИКОВ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ МОБИЛЬНОСТИ КАПИТАЛА

Резюме

Статья содержит анализ факторов, которые способствуют росту внешнего неравновесия отечественной экономики, таких как: кризис задолженности, колебания изменчивости финансовых потоков и уменьшающаяся надежность международной платежеспособности. Ни один из этих факторов, анализируемый отдельно, не объясняет причин усиления внешнего неравновесия, и только их исследование в интегральной связи позволяет лучше понять процессы эскалации внешнего неравновесия в отдельных странах. Познание этих процессов является условием эффективности предпринимаемых действий по адаптации, нацеленных на стабилизацию потоков капитала и сдерживание роста внешнего неравновесия.

На основе теоретического анализа были описаны процессы и взаимозависимости, лежащие в основе фискальной экспансии, ведущие к появлению бюджетных дефицитов и росту задолженности отечественной экономики. Одновременно была дана характеристика связей (интеракций) и способа воздействия главных инструментов экспансивной фискальной политики на ход международных операций, результатом которых является увеличение текущих дефицитов и ослабление внешнего равновесия.

Отдельной частью анализа является описание поведенческих факторов, формирующих поведение и настроение участников финансовых рынков, определяющих их инвестиционную активность. Механизм воздействия поведенческих факторов является скрытым, сильно стохастическим, в результате чего наблюдать и предугадать его эффекты. Опыт стран центральной и восточной Европы указывает однако, что он дает многочисленные сигналы, извещающие о появлении шоковой корректировки платежного баланса в ответ на растущее неравновесие бюджета и критическую задолженность публичных финансов.

Ключевые слова: фискальная экспансия ♦ кризис задолженности ♦ поток капиталов ♦ неравновесие платежных балансов ♦ международная платежеспособность