

# Karol Lutkowski

---

## Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy

---

International Journal of Management and Economics 29, 7-22

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Karol Lutkowski

*Katedra Finansów Międzynarodowych SGH*

## **Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy**

### **Przejawy globalnej nierównowagi i jej geograficzny rozkład**

Od wielu już lat, zwłaszcza od połowy minionej dekady 2001–2010, wielkim problemem międzynarodowych stosunków finansowych i ogólnoeconomicznych stała się głęboka, długotrwała nierównowaga płatnicza na głównych kierunkach przepływów gospodarczych. Jej wyrazem są permanentne nadwyżki w bilansach obrotów bieżących jednej grupy krajów i odpowiadające im, równie chroniczne, deficyty obrotów bieżących innej grupy krajów. Sprawą zagadkową jest przy tym zwłaszcza rola, skala i kierunek strumieni kapitałowych, jakie towarzyszą tej nierównowadze. Potoki kapitałów (w ujęciu netto) płyną mianowicie od krajów słabiej rozwiniętych, a więc uboższych i potrzebujących doinwestowania, do wyżej rozwiniętych i bogatszych, czyli zasobniejszych także w zainwestowany już kapitał.

Do krajów chronicznie wykazujących nadwyżkę bilansu obrotów bieżących (a więc także eksportujących netto kapitał) należą przede wszystkim Chiny, których produkt na głowę mieszkańca, mimo olbrzymich postępów, jakie kraj ten obecnie czyni, stanowi wciąż jeszcze zaledwie 1/20 analogicznego wskaźnika dla Stanów Zjednoczonych. Chiny posiadły jednak na skutek tego największe w tej chwili rezerwy dewizowe na świecie (ponad 2,5 biliona USD), stając się ostatnio również największym eksporterem świata. Do grupy państw nadwyżkowych w tym rejonie świata należy też od dawna Japonia, a co najmniej od czasu kryzysu z lat 2007–2008 także kilka innych państw regionu wschodniej i południowo-wschodniej Azji. Wysokimi nadwyżkami legitymują się ponadto kraje naftowe obszaru Bliskiego Wschodu, w Europie zaś – w szczególności Niemcy. Wśród krajów deficytowych natomiast pierwsze miejsce zajmują bezapelacyjnie Stany Zjednoczone. Problem stałych niedoborów ma jednak także Wielka Brytania, podobnie jak inne kraje anglojęzyczne.

Warto tu napomknąć, że z problemem deficytu w bilansie obrotów bieżących boryka się również wiele krajów strefy euro. Jednak nierównowaga wewnątrz strefy euro uwarunkowana jest w decydującej mierze specyfiką tego szczególnego rozwiązania systemowego, jakim jest unia walutowa, i niekompletnym spełnieniem przez kraje członkowskie wszystkich rygorystycznych warunków gładkiego funkcjonowania jej mechanizmu

(uwzględniając fakt, że nie można już w jej ramach korzystać z tego sposobu doraźnego rozładowania napięć w indywidualnych bilansach, jakim w innych okolicznościach mogłyby być korekty kursów walutowych). Dlatego nierównowaga wewnętrzna stanowi odrębny problem, który nie będzie tu rozpatrywany. W tym opracowaniu uwaga autora koncentruje się tylko na nierównowadze globalnej, a zwłaszcza na jej centralnym i szczególnie reprezentatywnym fragmencie, jakim niewątpliwie jest wielki brak równowagi obrotów na linii Chiny i Stany Zjednoczone.

## Spór o naturę i źródła obecnej nierównowagi w świecie

Na tym tle trwa już od kilku lat ożywiona i kontrowersyjna debata, w trakcie której wysunięte zostały różne hipotezy, mające wyjaśnić naturę i źródła objawiającego się w ten sposób problemu. Dyskusja weszła teraz w nowy etap w związku z dającym o sobie nadal znać kryzysem finansowym i gospodarczym. Stawiane są pytania o możliwy związek przyczynowy między jednym a drugim zjawiskiem, zwłaszcza o to, czy i w jakim zakresie wspomniany brak równowagi nie powiększa groźby pograżenia się świata w kolejne załamanie gospodarcze (gdyby np. doszło do „wojny” walutowej i handlowej na skutek wzajemnego „podrzucania” sobie deficytów przez poszczególne państwa przy próbach przyspieszenia wyjścia z recesji).

Wszystko zdaje się świadczyć – jak dotąd – o swoistym paraliżu mechanizmów dostosowawczych systemu światowej gospodarki. Mechanizmów, które – jak można by sądzić – już dawno powinny były się włączyć i zadziałać na rzecz „normalizacji” kierunku przepływów i ich wewnętrzznego zrównoważenia. Wskazuje się więc na wiele możliwych przyczyn niezrównoważonego stanu bilansów obrotów bieżących i obrotów kapitałowych. Podkreśla się w tym kontekście możliwą sprawczą rolę takich zwłaszcza faktów, jak przedstawiono poniżej.

### Po stronie krajów nadwyżkowych:

1. Znaczne przyrosty rezerw dolarowych w krajach produkujących ropę naftową, takich jak państwa Bliskiego Wschodu. Permanentne ich nadwyżki wynikają zarówno z notowanych w niedawnym czasie wzrostów cen tego surowca, jak też ze względnie ograniczonej zdolności albo małej skłonności tych krajów do importu. Brak możliwości natychmiastowego wykorzystania kumulujących się w związku z tym płynnych zasobów w sposób konsumpcyjny lub produkcyjny, skłania te państwa do plasowania ich w krajach wysoko rozwiniętych (zwłaszcza w Ameryce), czego wyrazem są wspomniane strumienie kapitałowe.
2. Świadome dążenie gospodarek „wschodzących”, szczególnie państw Azji wschodniej i południowo-wschodniej, dotkliwie porażonych kryzysem finansowo-walutowym lat 1997–1998, do zbudowania „buforu” rezerw dewizowych na tyle dużego, aby zabezpieczyć się przed ewentualną powtórką tego typu zakłóceń, a zwłaszcza uniknąć

ponownej konieczności sięgania po pomoc MFW. Kraje te nader boleśnie zapamiętały zaaplikowane im wtedy recepty: wymogi Funduszu w ich części makroekonomicznej sprowadzały się do drastycznego zacieśnienia polityki monetarnej i finansowej, skutkującej głębokim spadkiem produkcji i zatrudnienia, choć bezpośrednim detonatorem kryzysu były przede wszystkim (najpierw) gwałtowne przyprływy, a potem odpływy zagranicznych kapitałów<sup>1</sup>.

Mimo że wyciągnięto wnioski z doświadczeń i Fundusz stał się bardziej elastyczny, to jednak – jako źródło pomocy – instytucja ta pozostaje nadal adresem bardzo niepopularnym. Opory krajów członkowskich MFW przed korzystaniem z jego pomocy – z racji „stygmatu”, jaki się z tym wiąże – nawet w sytuacjach dramatycznych stały się wielkim utrudnieniem w przezwycięzeniu problemu międzynarodowej nierównowagi płatniczej. Bo w zasadzie Fundusz z jego potrojonym (po londyńskim spotkaniu G-20) potencjałem finansowym istotnie zmienił już swoje podejście w tej kwestii. Można więc sądzić, że mógłby być w tym zakresie bardzo pomocny, gdyby kraje potrzebujące chciały przestać już od niego tak bardzo stronić. Chęć asekurowania się, przez kumulowanie własnych, możliwie wysokich rezerw dewizowych, a więc najlepiej bez udziału Funduszu, od wstrząsów wywoływanych nagłymi odpływami stała się potężnym motywem dążenia do nadwyżek płatniczych.

3. Realizowany od dłuższego czasu w Azji Wschodniej i Południowo-wschodniej typ strategii wzrostu, charakteryzujący się kluczową rolą eksportu jako siły napędowej tego procesu. Charakterystycznymi przykładami energicznej realizacji takiego wzorca były w minionych dekadach przede wszystkim Japonia i Korea Płd., ale przypadkiem szczególnie spektakularnym i ważnym stały się w ostatnich kilkunastu latach właśnie Chiny. Wskutek rekordowo wysokiej stopy inwestycji (pochłaniających tam ponad połowę PKB) i dzięki ofensywie eksportowej wspartej zaniżonym kursem RMB, chiński produkt krajowy zwiększył się dziesięciokrotnie od połowy lat siedemdziesiątych (tj. od początku reform Teng Hsiao Pinga), a pęczniejące rezerwy dolarowe uczyniły ten kraj największym wierzycielem Stanów Zjednoczonych. Kiedy w przypadku ważnego, dużego kraju dochodzi do połączenia się obu motywów – proeksportowego nastawienia strategii gospodarczej i chęci samoasekuracji przez wysokie rezerwy – jak to ma miejsce w Chinach, wtedy zwichnięcie międzynarodowej równowagi finansowej staje się rzeczywiście problemem poważnym i niemal nieuchronnym.
4. Wyjątkowo wysoka skłonność do oszczędzania społeczeństw dalekowschodnich, mogąca mieć po części korzenie kulturowe. Jest ona jednak w wielu wypadkach uwarunkowana przede wszystkim brakiem w tych państwach wystarczającego systemu zabezpieczenia społecznego, w tym także należycie rozwiniętego systemu emerytalnego. Wytwarza to wśród ludzi poczucie niepokoju o przyszłość, skłaniające do rezygnacji z niekoniecznej konsumpcji i do odkładania znacznej części nawet skromnych dochodów. Także przedsiębiorstwa, szczególnie te działające jeszcze w obszarach cen

odgórnie reglamentowanych (włącznie z formalnie lub nieformalnie reglamentowanym kredytem), cechują się skłonnością do trzymania wysokiej akumulacji finansowej i na nie przypada niekiedy *gros* ogólnospołecznej kwoty oszczędności.

5. Słabo rozwinięty sektor i daleki od wolnokonkurencyjnego wzorca rynek finansowy stwarzają wysoką barierę w dostępie do kredytu oraz możliwości ubezpieczania różnego rodzaju ryzyka. Uważa się to także za istotny powód do relatywnie dalej posuniętej rezygnacji z wydawania pieniędzy (przez gospodarstwa domowe i przez przedsiębiorstwa) oraz do trzymania w to miejsce odpowiednio większych zasobów w postaci płynnej – zarówno w imię przewidywanych przez podmioty gospodarcze potrzeb wydatkowania w przyszłości, jak i ze względu na ogólną niepewność co do możliwości sfinansowania tych wydatków<sup>2</sup>.
6. Ograniczony wachlarz instrumentów lokacyjnych stwarza przy tym presję na oszczędzających (przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, w których oszczędności osiadają) do kierowania tych środków raczej w lokaty zagraniczne. To umacnia predyspozycję gospodarki do generowania nadwyżek eksportowych i skłania państwo do prowadzenia takiej polityki kursowej, która ułatwia osiągnięcie tego celu. Tym bardziej że w tym kierunku oddziałuje także pragnienie władz chińskich zapewnienia spokoju społecznego przez zagwarantowanie możliwie dużej części ludności dochodów z pracy.

**Po stronie krajów deficytowych** to niska (przed kryzysem) stopa oszczędności sektora gospodarstw domowych oraz dodatkowy czynnik o szczególnym znaczeniu, który potęgował ekspansywny efekt społecznej nadkonsumpcji, zwłaszcza w zamożnych państwach anglosaskich (Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii), a mianowicie – ogólnie rozluźniona polityka makroekonomiczna władz w ciągu lat 90. i w trakcie pierwszej dekady obecnego stulecia. Objawiała się ona przede wszystkim w sferze polityki pieniężnej w postaci bezprecedensowo niskich stóp procentowych amerykańskiego FED. Okres wyjątkowo rozluźnionej polityki pieniężnej na początku nowego stulecia trwał aż do połowy 2004 r. (mowa o okresie przedkryzysowym – po wybuchu kryzysu politykę pieniężną poluzowano znowu i to jeszcze bardziej niż w pierwszych latach obecnego stulecia).

## Strategia gospodarcza USA jako możliwy czynnik sprawczy nierównowagi

Wspomniana ekspansywna strategia gospodarcza w krajach wysoko rozwiniętych nastawiona była najpierw na zdecydowane wspieranie pełnego wykorzystania potencjału wzrostowego, jaki niósł ze sobą postęp naukowo-techniczny, zwłaszcza „rewolucja” informatyczna i telekomunikacyjna przełomu wieków XX i XXI. Szczególnie w Stanach Zjednoczonych, gdzie zasilanie systemu bankowego w pieniądź rezerwową uległo doraźnemu wzmocnieniu po ataku na Nowy Jork z dnia 11 września 2001 r., a potem – jeszcze radykalniej – po załamaniu się „boomu” internetowego na początku 2002 r. Urzędowa stopa

procentowa została wtedy na dłuższy czas obniżona do nienotowanego do tego momentu poziomu 1 %<sup>3</sup>.

W tym samym czasie następowała zasadnicza zmiana sytuacji w sferze amerykańskiej polityki fiskalnej. Po krótkotrwałej fazie nadwyżki dochodów nad wydatkami w czasie kadencji W.J. Clintona, saldo amerykańskiego budżetu zmieniło znak na ujemny, wchodząc w okres pogłębiających się już odtąd deficytów. W ten sposób do rozluźnionej polityki pieniężnej FED doszło jeszcze ekspansywne oddziaływanie coraz bardziej rozluźniającej się amerykańskiej polityki fiskalnej.

Na takiej podstawie, w miejsce spekulacyjnej „bańki” cen spółek internetowych (dot. com bubble), rozwinęła się teraz bańka cen nieruchomości, tworząc złudne poczucie szybkiego bogacenia się wśród szerokich kręgów posiadaczy domów. Podtrzymało to nacisk na import i na saldo amerykańskiego bilansu obrotów bieżących, aż w roku 2006 jego deficyt osiągnął rekordową wielkość (-)6,5 % PKB. Było rzeczą nieuchronną, że niedobór w bilansie obrotów bieżących USA, pogłębiający się w miarę nasilania się wspomnianych trendów w sferze pieniądza i budżetu, zostanie uznany przez (co najmniej) duży odłam ekspertów za rezultat tego długotrwałego rozluźnienia polityki makroekonomicznej w jej obu głównych obszarach równocześnie. Tak się też stało i odtąd niektórzy eksperci w tym właśnie dopatrują się najważniejszego źródła nierównowagi, o jakiej tu jest mowa. To stanowisko zostało skwapliwie podchwyczone przez władze większości krajów nadwyżkowych. Żarliwym jego wyznawcą stał się w szczególności rząd Chin (i podtrzymuje ten punkt widzenia konsekwentnie do chwili obecnej).

Sporne wśród ekspertów pozostawało początkowo tylko zagadnienie, czy winę za ten stan rzeczy ponosiła głównie polityka pieniężna FED, czy też raczej polityka budżetowa republikańskiej administracji, skutkująca (formalnie niezamierzonym, jednak faktycznym) powiększaniem się deficytu budżetowego. Amerykański FED, kierowany wtedy od lat kilkunastu przez A. Greenspana, stał początkowo poza zasięgiem wszelkiej krytyki. W USA i wśród znacznej części świata cieszył się nawet szczególną renomą jako instytucja, która zdołała wygasić sekularną inflację i równocześnie umożliwić najważniejszej gospodarce świata stosunkowo wysoki, równomierny i długotrwały wzrost gospodarczy.

## **Ewolucja polityki finansowej USA i kwestia jej światowych reperkusji**

Wielce charakterystyczna jest ewolucja poglądu głównego nurtu opinii publicznej USA w ostatnich latach. Jeszcze niedawno powszechnie sądzono, że FED trafnie odczytywał specyficzne potrzeby epoki globalizacji, czasu przyspieszonego postępu technologicznego i wzrostu wydajności pracy, odpowiadając na nie tak, jak należało – tj. właściwie dozowanym rozluźnieniem „hamulców” monetarnych, bez zakłócania stabilnego funkcjonowania i ufności rynków.

Świadczyć o tym miały, jak wierzono, dające się wtedy obserwować niebywale niskie marże ryzyka wliczane w bezprecedensowo niskie, długoterminowe stopy procentowe – stan określany wówczas mianem „Great Moderation”, o którym na podstawie teorii racjonalności oczekiwań rynku sądzono, że będzie trwać, jeśli nie zawsze, to w każdym razie długo. W krajach wysoko rozwiniętych rozpowszechniło się takie poczucie, jakby bankowość centralna – po długim szukaniu i błędzeniu – natrafiła wreszcie na jedynie właściwą receptę i weszła na szlak gwarantujący długotrwały, stabilny wzrost gospodarczy, zgodny z efektywnym wykorzystaniem istniejącego potencjału wytwórczego.

Optymizm nie był całkiem niezmacony. To właśnie utrzymujący się, a nawet rosnący deficyt obrotów bieżących był głównym źródłem narastających obaw. Jego „produktem” był kumulujący się zewnętrzny dług Stanów Zjednoczonych, na skutek czego ten kraj, który jeszcze w połowie lat dziewięćdziesiątych był pierwszym wierzycielem świata, stał się teraz jego największym dłużnikiem. Narastały obawy, że coraz realniejsza staje się możliwość odmowy dalszego finansowania amerykańskiego deficytu w bilansie obrotów bieżących przez świat zewnętrzny wskutek coraz bardziej prawdopodobnego – jak sądzono – załamania się zaufania do amerykańskich papierów skarbowych i do dolara. Musiałoby to oznaczać drastyczny skok wwyż długoterminowej stopy procentowej oraz równoczesny ostry spadek kursu dolara, ze wszystkimi tego destruktywnymi skutkami, najpierw dla samej Ameryki, a potem i dla reszty świata. Wizja ta była określana w debatach jako scenariusz „twardego lądowania” – katastroficzna wersja nieuchronnego (jak wielu zaczynało się obawiać) wcześniej albo później dostosowania się gospodarki światowej do wymogu międzynarodowej równowagi.

Od początku nie ulegało wątpliwości, że deficyt amerykańskiego bilansu obrotów bieżących jest w istotnej mierze wyrazem niskiej ogólnospołecznej stopy oszczędzania, która w pewnym momencie – około 2006 r. – przez kilkanaście miesięcy była nawet ujemna. Złożyły się na tę drastycznie niską stopę oszczędzania nie tylko szczególna skłonność konsumpcyjna amerykańskiego społeczeństwa (tradycyjnie nader chętnie korzystającego z kredytu), lecz także i przede wszystkim deficyt budżetu federalnego. Słowa „przede wszystkim” są w tym kontekście uzasadnione, dlatego że w odróżnieniu od czynnika indywidualnej konsumpcji, ten drugi czynnik (deficyt budżetowy) jest wielkością w zasadzie bezpośrednio zależną od władzy państwowej. Rozgorzał więc najpierw spór o to, w jakim stopniu to właśnie amerykańska polityka budżetowa była winna zaistniałego stanu rzeczy i czy nie należało jej zasadniczo zmienić, jeżeli chciało się zażegnać zarysowujące się niebezpieczeństwo kryzysu. Krajowi opozycjoniści rządu chętnie przyjęli taką właśnie tezę. Podchwycili ją także krytycy zewnętrzni polityki amerykańskiej we wszystkich jej płaszczyznach, w tym zwłaszcza kraje mające nadwyżki w obrotach handlowych ze Stanami Zjednoczonymi. Dotyczyło to w pierwszym rzędzie Chin – kraju, którego dodatnie saldo w handlu na tym kierunku było i pozostaje największe.

Chiny reagowały w ten sposób na twierdzenia Waszyngtonu, że świadomie utrzymują zaniżony, sztywny kurs swojej waluty w stosunku do dolara, prowadząc merkantylistyczną, w istocie, politykę systematycznych nadwyżek eksportowych jako kluczowego elementu całej ich strategii rozwojowej<sup>4</sup>. Na tym tle czynniki oficjalne USA zaczęły wywierać stałą presję na Chiny, by skłonić je do rewaluacji (albo „upłynnienia” kursu) ich waluty. Teza o decydującej roli amerykańskiej polityki fiskalnej jako przyczyny *twin deficits*, to jest zarówno deficytu budżetowego, jak i – za jego pośrednictwem – deficytu w obrotach bieżących z zagranicą, kierowała oskarżeniem w przeciwnym kierunku, czyniąc Amerykę odpowiedzialną za napięcie we wzajemnych stosunkach gospodarczych i tym samym służyła osłabieniu wspomnianej presji na zmianę kursu chińskiej waluty.

Przedstawiciele strony amerykańskiej wskazywali jednak, że gdyby deficytowy budżet USA rzeczywiście odgrywał główną rolę jako czynnik sprawczy zewnętrznej nierównowagi, to należałoby oczekiwać, że w warunkach niskiej puli rozporządzalnych oszczędności krajowych i wysokiego jeszcze stopnia wykorzystania amerykańskich mocy wytwórczych (jak to było w pierwszych latach nowego stulecia), jego oddziaływanie powinno się przejawiać na rynku finansowym pod postacią zwykłego nacisku na rynkowe stopy procentowe. Tymczasem stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych zachowywały się odwrotnie – wykazywały długotrwałą tendencję zniżkową. To podsuwało i wydawało się uwiarygodniać hipotezę, że deficyt amerykańskiego bilansu obrotów bieżących jest nie tyle efektem „wsysania” funduszy przez deficyt budżetowy, ile rezultatem ich „wpychania” do wewnątrz tej gospodarki przez zewnętrznych inwestorów – głównie inwestorów oficjalnych typu państwowe fundusze rezerw (*sovereign wealth funds*), poszukujących bezpiecznych i w miarę możliwości opłacalnych lokat dla uplasowania w nich nagromadzonych sum dolarów.

## Teoria nadobfitości oszczędności jako „urzędowe” stanowisko FED

Nie oznaczało to, iż deficyt budżetowy był i jest w tym kontekście bez znaczenia, bo przecież zawsze stanowi czynnik w jakimś stopniu zwiększający import *via* efekt dochodowy publicznych wydatków, ale sugerowało, że to jego proimportowe oddziaływanie miało i ma znaczenie drugorzędne. Wszystko wskazywało raczej na to, że efekt ten przyćmiewał przyływ kapitału. Postawiono tezę, która szybko zyskała powszechne wzięcie, że przyływ ten miał swe źródło we względnej „nadobfitości” oszczędności (w stosunku do wewnętrznych inwestycji) w krajach nadwyżkowych, czyli w tym, co w ślad za B. Bernanke przyjęło się w literaturze światowej określać terminem *savings glut*.

Właśnie teoria *savings glut*, sformułowana przez późniejszego szefa FED, *de facto* oficjalnie później wyznawana i propagowana przez sam FED, a w ślad za nim głoszona



także przez wielu znanych ekonomistów jako także ich osobiste stanowisko, stała się na pewien czas standardowym, powszechnie akceptowanym wyjaśnieniem obserwowanej globalnej nierównowagi obrotów transgranicznych. Przytoczone tu poprzednio fakty, dowodzące istnienia w krajach wschodzących strukturalnych powodów „nienormalnie” wysokiej puli nadwyżkowych oszczędności, nadawały temu zapatrywaniu wydźwięk szczególnej wiarygodności.

Trudno zresztą zaprzeczać, iż teoria *savings glut* zachowuje określoną wartość poznawczą w takim zakresie, w jakim tłumaczy, jak kurs waluty danego kraju do dolara, będąc giętki, może obniżyć się (a dolar będzie szedł w górę), indukując zwiększony eksport do USA, albo – jeżeli został raz ustawiony na zaniżonej wysokości – wytwarzać strukturalne odkształcenie transgranicznych relacji cenowych, generujące taki sam efekt (nadwyżkę eksportową kraju o niedoszacowanej walucie). Zarazem hipoteza ta zdawała się zadowalająco wyjaśniać niską tendencję stóp procentowych zarówno w Stanach Zjednoczonych, dokąd oszczędności płynęły, jak i w samych krajach nadwyżkowych, w których systemy bankowe napełniały się płynnością wytworzoną w trakcie interwencyjnych zakupów dolarów przez ich banki centralne.

Równocześnie wyjaśnienie to w dużym stopniu uwalniało FED od podejrzeń, że to jego świadomie przyjęta rozluźniona polityka monetarna, czyniąca jego szefów postaciami tak popularnymi (*vide*: prasowy przydomek A. Greenspana – „Maestro”), mogła mieć decydujące znaczenie dla wytworzenia na rynku amerykańskim (a nawet bardziej generalnie – właściwie na całym świecie) nadmiaru płynności, która mogła zasilać następnie *boom* spekulacyjny na rynku aktywów rzeczowych i finansowych, tworząc przesłanki kryzysu, jaki obecnie obserwujemy.

Znalazło to odbicie w zagadkowo niskich stopach procentowych. Nie tylko w niskiej stopie krótkoterminowej (*policy rate*), ale także w niezwykle niskiej stopie długoterminowej, w której FED chciał widzieć przede wszystkim potwierdzenie własnego sukcesu, polegającego na zdławieniu sekularnej inflacji. I nie tylko tego, ale także czegoś jeszcze ważniejszego. Mianowicie FED był zdania – zresztą szeroko podzielanego wtedy w bieżących publikacjach ekonomicznych – że w tej niskiej stopie długoterminowej odzwierciedla się przede wszystkim powszechna antycypacja także niskiej inflacji w przyszłości, a ponadto optymistyczna ocena ogólnogospodarczego ryzyka. Świadczył o tym niski narzut z tytułu tego ryzyka zawarty w stopie. Ponieważ panowała niezmaczona wiara w racjonalność oczekiwań rynkowych i efektywność jego wycen, w tym także ufność w trafność wyceny ryzyka przez rynki finansowe, brano to za wiarygodny sygnał, iż polityka gospodarcza, z piętą na czele, posuwa się po torze optymalnym i właśnie za to otrzymuje tę uznaną „premię” od rynku. Nie widziano więc potrzeby jej zmieniania.

W perspektywie takiego stanowiska polityka pieniężna FED – po pierwsze – nie mogła być bardziej restryktywna niż była, skoro płynne fundusze były pompowane do systemu z zewnątrz na podstawie kursu usztywnionego przez inne kraje na zaniżonym

poziomie. Globalizacja – mówiono – ogranicza teraz możliwości swobodnego działania nawet tak ważnego banku centralnego jak amerykański FED. Minęły czasy, kiedy mógł on dyktować jej kierunek, a inne banki centralne nie miały innego wyboru, jak podążać tym samym torem. Teraz kierunek wywierania wpływu często się odwraca i to była właśnie tego stanu rzeczy dobitna ilustracja. Po drugie – ogólnie ekspansywna polityka makroekonomiczna USA, której częścią jest polityka pieniężna, jawiła się przy tym wszystkim jako tylko kompensująca recesyjny, antyzatrudnieniowy efekt dużego deficytu handlowego. Sugerowano, że należało z tego wyciągnąć wnioski, iż polityka ta nie mogła i nie powinna być inna, niż była.

Owszem, przyznawano, że miało to niekorzystny skutek w postaci narastania amerykańskiego zadłużenia, głównie publicznego, ale wskazywano – *primo* – że było ono i tak o wiele mniejsze niż w innych krajach wysoko rozwiniętych (np. w Europie, nie mówiąc o Japonii). *Secundo* zaś zwracano uwagę, że amerykańskie zadłużenie było w całości wyrażone w krajowej walucie, co czyniło je jakościowo czymś zupełnie odmiennym niż zadłużenie innych krajów, wystawionych pod tym względem na ryzyko kursowe (a więc będących w sytuacji, którą R. Hausman określił kiedyś terminem *original sin*, tj. pojęciem finansowego „grzechu pierworodnego”).

Jest bardzo istotna różnica między położeniem kraju korzystającego z przywileju, jakim jest możliwość zadłużania się we własnej walucie, a sytuacją kraju, który we własnej walucie zadłużać się nie może. Istota tej różnicy polega na tym, że gdyby finansowa wiarygodność kraju zadłużonego w swoim własnym pieniądzu zachwiała się wskutek przekroczenia bezpiecznego poziomu zadłużenia i kurs jego pieniądza szedł w dół, to realna wartość długu tego kraju, wyrażona w innych jednostkach pieniężnych, skurczyłaby się, a nie wzrosła (jak to dzieje się w przypadku tych państw, które mogą się zadłużać tylko w obcych walutach). Do korzyści tej dochodziłyby jeszcze pożytki z proekspansyjnego i antyimportowego efektu samego spadku kursu.

Zresztą, nawet całkiem niedawno nie brakowało opinii wyrażających wątpliwość, czy aby na pewno Stany Zjednoczone już stały się dłużnikiem netto względem reszty świata (i czy przypadkiem nie są nadal *de facto*, jak dotąd, wierzycielem)<sup>5</sup>. Wyrazem takiego stanowiska stała się popularna wtedy w niektórych kołach eksperckich Ameryki teoria „czarnej materii” (*black matter*)<sup>6</sup>. Ujmując rzecz w skrócie, sprowadzała się ona do twierdzenia, że prawdziwa wartość aktywów posiadanych przez Stany Zjednoczone za granicą jest prawdopodobnie o wiele większa niż się powszechnie sądzi. Miała o tym świadczyć duża dodatnia pozycja w bilansie płatniczym tego kraju, obrazująca napływ dywidend i odsetek z zagranicznych inwestycji. Ten tak okazały dochód miał dowodzić, że wartość amerykańskiego majątku za granicą jest w rzeczywistości dużo większa niż sugerują oficjalne dane, gubiące jakościowy aspekt inwestycji i oparte na historycznych cenach, w dodatku wziętych z innego rynku niż rynek umiejscowienia tych inwestycji.

## Polityka pieniężna Stanów Zjednoczonych a nierównowaga zewnętrzna

Jak to jednak nieco później wykazało wielu ekonomistów, m.in. M. Obstfeld i K. Rogoff, a na trochę inny sposób także J. Taylor, z wyjaśnianiem globalnej nierównowagi głównie w kategoriach „nadobftości oszczędności” (*savings glut*) są pewne problemy. We wczesnej fazie narastania amerykańskiego deficytu trudno bowiem znaleźć faktograficzną podstawę dla tezy o pierwszoplanowym już wtedy znaczeniu napływu chińskiego kapitału dla wytworzenia tej nierównowagi. Dlatego opowiedzieli się oni za inną hipotezą, która – w świetle późniejszego biegu wydarzeń – okazuje się być bardziej przekonująca niż tamta, ponieważ stoi w większej zgodzie z mocniej już w tej chwili potwierdzonymi faktami.

Według tego nowszego stanowiska, to jednak polityka pieniężna FED, a nie *savings glut* gospodarek wschodzących i naftowych, była w końcu lat 90. i w pierwszych latach nowego stulecia główną sprawczynią międzynarodowej nierównowagi płatniczej, o jakiej tu mowa. Doszło do jej powstania głównie przez to, że polityka pieniężna FED w tym okresie (zwłaszcza w pierwszej połowie pierwszej dekady dwudziestego pierwszego wieku) polegała na utrzymywaniu zbyt długo zbyt niskiej urzędowej stopy procentowej.

Wskutek tego także – zdaniem reprezentantów przytoczonego tu teraz stanowiska – polityka ta przyczyniła się równocześnie do stworzenia podłoża, na którym stał się możliwy obecny, najcięższy od czasu depresji z lat 1929–1933 kryzys finansowo-gospodarczy. Szczególna doniosłość tego wyjaśnienia polega na tym, że nie tylko rzuca ono pełniejsze światło na te zaszłości w aspekcie historycznym, ale także przekonująco przestrzega przed możliwym poślizgiem gospodarki światowej w kolejny cykl kryzysowy. A czyni to z tego powodu, że – lapidarnie rzecz ujmując – walcząc z obecnym kryzysem, polityka gospodarcza, z monetarną na czele, w zasadzie nie znalazła jeszcze innej metody działania niż aplikowanie recepty: „więcej tego samego”. I trzyma się tej drogi do tej pory, jako że główną płaszczyzną działań antykryzysowych w największej gospodarce świata (i wielu pomniejszych) jest ponownie rozluźniona (tym razem w sposób skrajny) polityka monetarna i nienotowana dotąd skala interwencyjnych wydatków publicznych.

Taki wydzźwięk ma w każdym razie obserwowane obecnie obniżenie stóp urzędowych prawie do zera, jeszcze większy niż przedtem deficyt budżetowy, zarówno dla skompensowania niedoboru popytu, jak i dla pokrycia strat sektora finansowego i jego dokapitalizowania, a przez to – jeszcze większy dług publiczny niż w pierwszych latach obecnego wieku, ze wszystkimi tego niebezpieczeństwami na przyszłość. Cały problem tkwi – zdaniem zaniepokojonych tym stanem rzeczy ekspertów – właśnie w tym, że wprawdzie nie bardzo widać, jak w zaistniałej sytuacji można było postąpić inaczej (bo zgodzić się trzeba z poglądem, że poślizg w nową wielką depresję, której widmo stało się nagle nader realne, należało przeciąć za wszelką cenę), ale też nie sposób jest uchronić się od obawy, że linia postępowania obrona przez kraje wysoko rozwinięte ze Stanami Zjednoczonymi na czele, w przypadku zbyt długiego oraz/albo niezręcznego jej

kontynuowania, może skończyć się właśnie tym, czego wszyscy chcą za wszelką cenę uniknąć – kolejnym poważnym kryzysem, być może jeszcze gorszym niż obecny. Z tego bynajmniej nie wynika wniosek, że już teraz należałoby realizowaną dotąd strategię po prostu jak najprędzej przerwać i odwrócić. Jednak bez jej wsparcia zakrojonymi na dłuższą metę działaniami w zakresie reform strukturalnych oraz instytucjonalno-systemowych – i to koordynowanymi w skali międzynarodowej – prowadzone działania natkną się najprawdopodobniej na barierę ponownie pogłębiającej się globalnej nierównowagi, rosnącego zadłużenia (krajowego i międzynarodowego) oraz konfliktu interesów w obrotach kapitałowych i handlowych.

Nasuwa się jednak w tym miejscu refleksja, że gdyby bez zastrzeżeń uznać, iż główną winę za nierównowagę międzynarodową oraz kryzys finansowo-gospodarczy w świecie ponosi amerykańska polityka pieniężna ostatnich kilkunastu lat, znaczyłyby to podpisanie się pod poglądem, że narastająca w okresie przedkryzysowym nierównowaga nie była przyczyną, albo jedną z przyczyn kryzysu, lecz raczej skutkiem postępowania Systemu Rezerwy Federalnej (tak jak skutkiem jego postępowania byłby w tym ujęciu także sam kryzys). Niejasna stałaby się rola nierównowagi, nie tylko gdy chodzi o wyjaśnienie genezy kryzysu, ale także zrozumienie jej znaczenia jako możliwej przeszkody w wychodzeniu z kryzysu.

Otóż wnikliwa analiza empiryczna Obstfelda i Rogoffa (*vide*: bibliografia) sugeruje, że rozumienie wzajemnej relacji nierównowagi i kryzysu jako dwóch odrębnych skutków tej samej przyczyny ma podstawę w faktach tylko do 2004 r. Od połowy owego roku natomiast transfer funduszy do USA (a więc nacisk zewnętrznego *savings glut*) zaczyna wyraźnie dominować jako determinanta nierównowagi amerykańskiego bilansu obrotów bieżących. Co zresztą nie stoi wcale w zasadniczej sprzeczności z drugoplanowym wpływem tego pierwszego, nadal także aktywnego czynnika.

## **Podłoże i bezpośrednie przyczyny obecnego kryzysu finansowego**

Bezpośrednim „detonatorem” wciąż jeszcze trwającego kryzysu finansowego i ogólnogospodarczego było załamanie się długo postępującego i z wpływem czasu coraz wyraźniej spekulacyjnego wzrostu cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, który był finansowany coraz bardziej rozdymającym się wolumenem kredytu.

Najwcześniejszymi objawami załamania się boomu były: nagły spadek mocno zawyżonych cen nieruchomości i występujący zaraz potem krach rynku „podstandardowych” kredytów hipotecznych – *subprime credit market* (na pozór trzeciorzędny co do znaczenia segmentu rynku kredytowego w ogólności). Zaraz potem nastąpiło uderzenie w ten segment rynku obligacji, gdzie obracane były papiery zabezpieczone „koktajlem” kredytów hipotecznych, w którym zawarte były m.in. transze kredytów bezpośrednio

porażonych tym krachem. Z upływem czasu ciągły spadek cen nieruchomości czynił nieściągalnymi coraz szerszy zakres kredytów hipotecznych i innych, także tych traktowanych dotąd jako pewne. Równoległe ze spadkiem cen nieruchomości i notowań wspomnianego typu walorów miało miejsce nieustanne pogarszanie się jakości bilansów instytucji finansowych, trzymających te „toksyczne” aktywa.

Nad międzybankowym rynkiem pieniężnym zawisła nagle i poczęła się zagęszczać atmosfera nieufności, biorąca się z niepewności co do wypłacalności banków w ich stosunkach wzajemnych. A trzeba pamiętać, że „hurtowe” finansowanie i refinansowanie operacji bankowych pożyczkami właśnie z tego rynku – w odróżnieniu od polegania na depozytach klienteli – zyskiwało dotąd stale na znaczeniu jako podstawa ekspansji kredytowej całego sektora finansowego.

Wybuch wzajemnej podejrzliwości spowodował nagły wzrost „preferencji płynności” banków i niemal kompletne zablokowanie na pewien czas tego „serca” sektora finansowego, jakim jest międzybankowy rynek pieniężny. Jego instrumenty straciły cechę płynności i sam rynek stał się niepłynny. Tendencja do kurczowego trzymania możliwie wysokiego zasobu w pieniądzu rezerwowym odbiła się zaraz potem na obrocie kredytowym z klientelą. Tym bardziej że część klientów, słysząc i widząc co się dzieje, uległa panice, wycofując wkłady – fenomen, jakiego np. londyńskie City nie widziało od ponad 120 lat. Zacieśnienie podaży kredytu, równocześnie z olbrzymimi stratami majątkowymi związanymi ze spadkowym trendem wartości aktywów realnych i finansowych, rosnący ciężar obsługi zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, odziedziczonego z przeszłości, i wywołana tym fala niewypłacalności przyniosły w efekcie skurczenie popytu rynkowego, uruchamiając spiralę pogłębiającej się recesji i rosnącego bezrobocia.

Najgłębszy od 80 lat kryzys dotkliwie dotknął najpierw Stany Zjednoczone, a potem rozprzestrzenił się w świecie przez sieć powiązań między rynkami oraz instytucjami finansowymi, jak również kanałami handlu międzynarodowego – przeniósł się do innych wyżej rozwiniętych regionów, w tym zwłaszcza do Europy, niwecząc nadzieje na możliwe *de-coupling* tych regionów od USA.

Kryzys targnął z niebywałą siłą podstawami struktury instytucjonalnej sektorów finansowych gospodarek, wywołując w ostatnim kwartale 2008 r. nawet widmo całkowitego załamania mechanizmu międzynarodowego systemu finansowego. Radykalnie zmienił instytucjonalną strukturę systemu bankowego Stanów Zjednoczonych, dewastując w szczególności sektor bankowości inwestycyjnej. Proces „łańcuchowego” upadku tych instytucji, uruchomiony bankructwem Lehmana w połowie września 2008 r., sprawił, że nie ostał się ani jeden samodzielny podmiot tego typu (jako tzw. *stand-alone investment bank*). Zostały one przejęte przez inne, finansowo mocniejsze instytucje finansowe. Dwie ostatnie z grupy tych firm – Goldman-Sachs oraz Morgan Stanley – zdołały się uratować tylko przez przeobrażenie się w holdingi bankowe, dzięki czemu uzyskały prawo do korzystania z pomocy FED i weszły pod osłonę „parasola” federalnego ubezpieczenia depozytów klienteli.

Seria dramatycznych, na wielką skalę prowadzonych i kosztownych (dopiero później w większości zrefundowanych) akcji ratunkowych ze strony federalnego rządu i FED na rzecz największych instytucji finansowych – takich jak zażywające specjalnej protekcji Fannie Mae oraz Freddie Mac albo koncern ubezpieczeniowy AIG (nadszarpnięty wystawieniem gigantycznej sumy CDS, które stały się wymagalne), podobnie jak *bailout* kilku wielkich banków komercyjnych, z największym spośród nich Citibankiem na czele – jasno odzwierciedlały siłę przetaczającego się wtedy przez amerykańską gospodarkę „trzęsienia ziemi”. Kataklizm był tak potężny, iż specjalnej uwagi nie ściągnął na siebie nawet fakt dużej liczby bankructw drobnych banków (spośród kilku tysięcy tam istniejących), których nie ratowano z racji niezakwalifikowania ich do grupy instytucji „*too big to fail*”.

Wkrótce wyszło na jaw, że także duża liczba europejskich instytucji finansowych była na wielką skalę zaangażowana w zakup amerykańskich „toksycznych” aktywów (papierów takich jak np. MBS – Mortgage Backed Securities z zabezpieczeniem w postaci kredytów *subprime*, albo CDO – Collateralized Debt Obligations, także doprawionych tego typu toksycznymi domieszkami)<sup>7</sup>. Ten sam paraliż rynku pieniężnego i niepłynność jego instrumentów dotknęły również strefę euro, dlatego że wiele znanych banków europejskich zakupiło te instrumenty i stanęło wskutek tego na krawędzi bankructwa. Zostały one uratowane tylko przez hojne subwencje bezzwrotne i zwrotne z budżetów państw, gwarancje wypłacalności w stosunku do deponentów i kontrahentów (czyli tzw. *counterparties* – czasem na skalę nieograniczoną), a przede wszystkim przez bezprecedensowe ułatwienia, jeśli chodzi o korzystanie z „pogotowia pożyczkowego” udostępnionego w Europejskim Banku Centralnym.

Wynikające stąd skurczenie się podaży kredytu, powszechny wzrost skłonności do oszczędzania i trzymania podwyższonego zasobu płynnych rezerw kasowych oraz redukcja zadłużenia (tzw. *deleveraging*) przez banki i nie banki, a więc przedsiębiorstwa produkcyjno-usługowe i gospodarstwa domowe, prędko zaowocowały głębokim spadkiem rynkowego popytu, produkcji i zatrudnienia. Dało się to zaobserwować najpierw w Stanach Zjednoczonych, a wkrótce potem także w Europie.

Wejście w ostrą fazę kryzysu, które nastąpiło bezpośrednio po upadku banku inwestycyjnego braci Lehman we wrześniu 2008 r., zaznaczyło się też szczególnie raptownym zmniejszeniem się strumieni handlu międzynarodowego. Były one hamowane w pierwszym rzędzie przez nieoczekiwane utrudnienia w finansowaniu transakcji (*vide*: ówczesna nagminna niechęć banków do otwierania akredytyw, co odbiło się nawet mocnym echem na posiedzeniach pierwszego szczytu G-20 w Londynie).

Ostatecznie rozwinęła się z tego powodu typowa dla takich sytuacji spirala kryzysu, w trakcie której spadek produkcji i zatrudnienia powodował zwiększone straty firm i pogarszał bilanse banków. Ich reakcja w formie jeszcze mocniejszego przykręcenia „kurków” podaży kredytu skutkowałą dalszymi zwolnieniami z pracy, jeszcze głębszym ograniczeniem produkcji i jeszcze większymi trudnościami w spłacie kredytów.

## Przypisy

<sup>1</sup> Recept tych sam Fundusz obecnie poniekąd żałuje, uważając je retrospektywnie za niefortunne. Stąd, uruchomiona później *contingency credit line*, z której – bez szczególnych, odrębnie negocjowanych programów dostosowawczych – korzystać teraz mogą kraje prowadzące generalnie zdrową politykę makroekonomiczną, ale cierpiące z powodu niezawinionych przez nie zakłóceń, jakie czasem płyną z zewnątrz. *Nota bene*, z otrzymanej na tej zasadzie promesy kredytowej, wziętej na wszelki wypadek, korzysta aktualnie m.in. Polska ze względu na niebezpieczeństwa związane z obecnym, światowym kryzysem finansowo-gospodarczym. Niemniej, skuteczne posłużenie się przez Fundusz tym narzędziem jest nadal w praktyce ogromnie utrudnione, bo korzystanie z pomocy Funduszu jest w wielu obszarach świata odczuwane jako coś, co ściąga na kraj rodzaj piętna. Nadal nie chce się z niej „za żadną cenę” korzystać, pomimo tego, że Fundusz próbuje teraz być dla swych członków znacznie bardziej wyrozumiały niż dawniej.

<sup>2</sup> Wprawdzie rozwinięty rynek finansowy dostarcza podniet raczej do zwiększenia, a nie zmniejszenia, łącznej puli oszczędzania, jednak skoro równocześnie otwiera on dla oszczędności wewnętrzne kanały ujęcia w formie efektywnych gospodarczo inwestycji, to tym samym recyркуluje zaoszczędzone środki do obiegu, z czego wynika następnie wzrost produktu i zwiększone wchłanianie importu. Nie powstaje przeto „nawis”, oszczędności, który skazuje gospodarkę na generowanie nadwyżek eksportowych, jeśli chce się utrzymać jej wewnętrzną równowagę, nie zmniejszone tempo wzrostu i spokój społeczny.

<sup>3</sup> Charakterystyczne, że walcząc z aktualnym kryzysem FED był zmuszony obniżyć swoją urzędową stopę procentową ponownie, tym razem do poziomu bliskiego 0% i na okres wyjątkowo długi, nie uzyskując zresztą tym sposobem żadnego szczególnego efektu pobudzającego. Poza tym skłoniło go to do sięgnięcia po niekonwencjonalne sposoby działania, jak tzw. *quantitative easing*, oddziałujące bezpośrednio na długoterminową stopę rynkową w drodze zakupu wieloletnich obligacji skarbowych, przemysłowych, a także obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (*mortgage-back bonds*) – jak dotąd – ze skutkiem także słabo odczuwalnym przez gospodarkę.

<sup>4</sup> Wielu amerykańskich obserwatorów zwracało uwagę na podobieństwo, jakie nosiła ta strategia w stosunku do polityki handlowej krajów Europy zachodniej w ciągu dwóch kolejnych dekad po drugiej wojnie światowej, kiedy zaniżone kursy walut europejskich względem dolara (zresztą – przyjęte wtedy jako takie za zgodą USA) pozwoliły wykorzystać chłonność amerykańskiego rynku zbytu jako koła zamachowego odbudowy i ekspansji gospodarczej Europy. Dopatrywano się w związku z tym w tej strategii chęci Chin restauracji systemu podobnego do systemu z Bretton Woods („Bretton Woods II”), choć niewspartego, tak jak tamten, systemem formalnych uzgodnień i sojuszy. W związku z tym pojawiła się też teza, dość szeroko w pewnym czasie wyznawana, że gospodarczy konflikt amerykańsko-chiński na tle nierównowagi obrotów jest w gruncie rzeczy pozorem, pod którym kryje się oficjalnie niedostrzegana, ale głęboka i realna symbioza organizmów gospodarczych Chin i Stanów Zjednoczonych (co pozwalało mniemać, że – wbrew uproszczonym opiniom – stan rzeczy w omawianym zakresie nie jest – ściśle biorąc – nierównowagą rozumianą jako coś przejściowego, ale nosi wszelkie cechy trwałości i nie grozi żadnym „twardym lądowaniem”).

<sup>5</sup> Próbowano nawet zakwestionować fakt dotąd bezsporny, że Amerykanie oszczędzali relatywnie mało. Niektórzy ekonomiści twierdzili bowiem, że pojęcie oszczędności trzeba zredefiniować w taki sposób, by zawrzeć w nim także część zysków kapitałowych na zwykłych aktywach społeczeństwa – wyraz ówczesnej wiary w trwałe charakter zwykłego kursu notowań giełdowych; fantazja, którą unicestwiło późniejsze pęknięcie bąbla spekulacyjnego.

<sup>6</sup> Termin zastosowany w teorii ekonomii na podstawie analogii do pewnej teorii kosmologicznej, próbującej przewyżczyć pewne niespójności w przyjętych wyobrażeniach o strukturze wszechświata.

<sup>7</sup> Obligacje CDO były jeszcze bardziej skomplikowane i mniej przejrzyste niż ich proste poprzedniczki typu MBS (wspomniane wcześniej CDS – Credit Default Swaps – zrodziły także nowe, bardziej złożone ich mutacje).

## Bibliografia

- Brender A., F. Pisani, Globalised Finance and its Collapse, Dexia 2010, [www.dexia-am.com/globalisedfinance](http://www.dexia-am.com/globalisedfinance)
- Broda C., P. Ghezzi, E. Levy-Yeyati, The New Global Balance: Financial de-globalization, savings drain and the US Dollar, VOX, 22.05.2009, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)
- Broda C., P. Ghezzi, E. Levy-Yeyati, The New Global Balance – Higher Rates rather than Weaker Dollar in 2009, VOX, 16.09.2009, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)
- Chinn M.D., Evidence on Financial Globalisation and Crisis – Global Imbalances, University of Wisconsin 2010
- Dooley M., D. Folkerts-Landau, P. Garber, An Essay on the Revised Bretton Woods System, „Working Paper”, NBER nr 9971
- Dunaway S., Global Imbalances and the Financial Crisis, Council on Foreign Relations, Washington D.C., 2009
- Enhancing Monetary Analysis, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2010
- Future Development of Global Imbalances, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, 2010
- Greenspan A., The Age of Turbulence, The Penguin Press, 2008
- Kose A., E. Prasad, K. Rogoff, S.J. Wei, Financial Globalization. A Reappraisal, „Working Paper”, IMF nr 06/189
- Suominen K., Did Global Imbalances Cause the Crisis?, VOX, 14.06.2010, <http://www.voxeu.org>
- Lachman D., Payment Imbalances and Global Economic Peril, American Enterprise Institute, International Economic Outlook, 2010/3
- Obstfeld M., K. Rogoff, Global Imbalances and the Financial Crisis – Products of Common Causes, University of California, Berkeley 2009
- Taylor J., Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm?, Case Network Studies and Analysis nr 402
- Truman E.M., The International Monetary System and Global Imbalances, Peterson Institute for International Economics, 2010/styczeń
- Wolf M., Currencies Clash in New Age of Beggar-my-neighbour, „Financial Times”, 28.09.2010
- Wolf M., How to Fight Currency Wars with Stubborn China, „Financial Times”, 05.10.2010
- Wolf M., Why America is Going to Win the Global Currency Battle, „Financial Times”, 12.10.2010
- Wallison P., The Dodd – Frank Act: Creative Destruction Destroyed, „Wall Street Journal”, 31 sierpnia 2010
- Wooldridge P., The Changing Composition of Official Reserves, „Quarterly Review”, Bank for International Settlements, 2006

## Global imbalance of payments and the current financial crisis

### Summary

Economic debate on the nature of the most pressing issues facing the world economy in the first decade of the XXI century has been predominantly focused upon two problems. The first of them is the persistence and progressive growth of disequilibria in capital and trade accounts of the leading world economies (economic regions); while the second one concerns the sources and effects of the global financial crisis, which ensued



in the wake of bursting of the credit bubble. The shake-up to the financial structure of the world economy in the aftermath of the crisis ultimately led to recession of unparalleled proportions, at least since the end of the Great Depression (1929–33). The effects of those developments are likely to linger for quite some time yet.

An intriguing question arises, therefore, whether the two phenomena could have been interlinked in the sense that the period of growing disequilibria preceding the crisis could have created the conditions propitious to unleashing the forces, which brought about the meltdown. The problem remains even though this was certainly not the only important factor responsible for triggering the disaster. Having reviewed the most popular hypothesis advanced to explain the causes of the disequilibria, their merits and demerits, as well as the circumstances which led to the outbreak of the financial crisis, this article attempts to demonstrate that the disequilibria in question - and, in particular, the way of financing them - have indeed importantly contributed to the enhancement of the fragility of the world economy to destabilizing shocks, even though a number of other factors were also at play.

In particular, with the benefit of hindsight, it may be argued persuasively that a prolonged period of excessively relaxed monetary policy in the USA at the turn of the century contributed decisively both to the emergence of the payments disequilibria and to the swelling of the asset market bubble. Nevertheless, reserves accumulating in the surplus countries were subsequently recycled back to the United States, thus fuelling the bubble even more.

In any case, even though relative importance of disequilibria in originating the crisis may be disputed, one thing is certain, namely – that reducing the imbalances in international payments undoubtedly remains one of the crucial preconditions of replacing the world economy on the path to sustainable growth, while keeping open the channels of free trade and unfettered long-term capital flows.