

PIOTR CIŻKOWICZ\*,  
ANDRZEJ RZOŃCA\*\*

---

# **Międzynarodowy system monetarny a globalny kryzys finansowy: wnioski dla polityki makroekonomicznej w krajach rozwijających się<sup>1</sup>**

## **Wstęp**

Dużą część przyczyn ostatniego globalnego kryzysu finansowego wymienianych w literaturze, w tym dwie zasadnicze: niskie stopy procentowe w głównych krajach wysoko rozwiniętych utrzymywane przez zbyt długi czas oraz nadwyżkowe oszczędności w krajach rozwijających się można wiązać ze słabościami międzynarodowego systemu walutowego. W niniejszym artykule pokazujemy ten związek. Ponadto dokonujemy w nim oceny wpływu słabości międzynarodowego systemu monetarnego na politykę makroekonomiczną po wybuchu kryzysu w głównych krajach wysoko rozwiniętych oraz w krajach rozwijających się. Przedstawiamy możliwe negatywne skutki tej polityki. Na tym tle zarysowujemy zalecenia dla polityki makroekonomicznej w krajach rozwijających się.

Przez międzynarodowy system monetarny (dalej MSM) rozumiemy zbiór reguł i instytucji, które ograniczają lub przynajmniej oddziałują na wybory rządzących i relacje monetarne między krajami lub grupami krajów (Bénassy-Quéré i Pisani-Ferry 2011; McKinnon 1993)<sup>2</sup>. Dotyczą one zarządzania przepływami kapitało-

---

\* Piotr Ciżkowicz – Katedra Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: pcizko@sggwaw.pl

\*\* Andrzej Rzońca – Katedra Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Narodowy Bank Polski, e-mail: andrzej.rzonca@wp.pl

<sup>1</sup> Składamy wyrazy podziękowania prof. L. Balcerowiczowi oraz prof. A. Sławińskiemu za dyskusje, które pomogły nam w przygotowaniu tego artykułu. Dziękujemy również A. Greli, W. Grostalowi, B. Honek, J. Jakubikowi, E. Rzeszutek oraz P. Sameckiemu za pomoc w zebraniu danych i materiałów na potrzeby tego artykułu. Pragniemy jednocześnie zaznaczyć, że wymowa artykułu odzwierciedla wyłącznie nasze poglądy, jak również tylko my odpowiadamy za wszelkie ewentualne słabości tekstu.

<sup>2</sup> Nie jest to oczywiście jedyny możliwy sposób zdefiniowania MSM (por. np. Angeloni i in. (2011)).

wymi, reżimu kursowego, dostarczania międzynarodowej płynności w warunkach napięć oraz współpracy monetarnej.

Do krajów rozwijających się zaliczamy kraje o umiarkowanym lub niskim poziomie dochodu na mieszkańca, otwarte na międzynarodową wymianę handlową, a w rezultacie – przynajmniej częściowo – także na międzynarodowe przepływy kapitału. Otwartość ta uzależnia warunki makroekonomiczne w tych gospodarkach od polityki makroekonomicznej prowadzonej przez główne kraje wysoko rozwinięte, za które uznajemy kraje, których waluty odgrywają zasadniczą rolę w MSM. Grupa ta obejmuje przede wszystkim Stany Zjednoczone oraz w dalszej kolejności strefę euro i w znacznie mniejszym stopniu Japonię i Wielką Brytanię.

Dalsza część artykułu składa się z pięciu punktów. W punkcie pierwszym opisujemy te przyczyny ostatniego globalnego kryzysu finansowego, które można wiązać z ułomnościami MSM. W punkcie drugim dokonujemy oceny znaczenia tych ułomności po wybuchu kryzysu. Służy nam ona do zarysowania prawdopodobnego kształtu polityki makroekonomicznej w głównych krajach wysoko rozwiniętych oraz w krajach rozwijających się. W punkcie trzecim analizujemy koszty polityki makroekonomicznej prowadzonej przez główne kraje wysoko rozwinięte dla gospodarek tychże krajów. Koncentrujemy się na analizie skutków tej polityki dla restrukturyzacji, którą uznajemy za proces o kluczowym znaczeniu dla przywrócenia tempa wzrostu do poziomów sprzed kryzysu. W punkcie czwartym przedstawiamy zagrożenia dla krajów rozwijających się wynikające z polityki prowadzonej przez główne banki centralne. Na tej podstawie formułujemy zalecenia dla polityki makroekonomicznej w krajach rozwijających się.

## **1. Słabości MSM a globalny kryzys finansowy**

MSM ma następujące cechy istotne z punktu widzenia analizy przyczyn wybuchu ostatniego globalnego kryzysu finansowego oraz przewidywań odnośnie do kształtu polityki makroekonomicznej w głównych krajach wysoko rozwiniętych oraz krajach rozwijających się (por. Angeloni i in. 2011; Bénassy-Quéré i Pisani-Ferry 2011; Bénassy-Quéré, Pisani-Ferry i Yongding 2011). Po pierwsze, mimo powołania wielu ciał mających zapewnić międzynarodową współpracę w zakresie polityki makroekonomicznej (MFW, BIS, FSF, G-7, G-20, G-33, G-22 itp.), nie ma mechanizmu, dzięki któremu główne kraje wysoko rozwinięte uwzględniałyby przy kształtowaniu tej polityki jej skutki dla krajów rozwijających się. Po drugie, MSM cechuje się wysoką mobilnością kapitału. Występuje ona nie tylko w ramach krajów wysoko rozwiniętych, ale również między tymi krajami a krajami rozwijającymi się. Duża mobilność kapitału zwiększa znaczenie polityki makroekonomicznej prowadzonej przez główne kraje wysoko rozwinięte dla gospodarek rozwijających się lub – inaczej mówiąc – ogranicza swobodę krajów rozwijających się w kształtowaniu własnej polityki makroekonomicznej. Po trzecie, pomimo istnienia wielu zewnętrznych względem poszczególnych krajów mechanizmów

dostarczania międzynarodowej płynności w warunkach napięć, wiele krajów rozwijających się samodzielnie zapewnia sobie dostęp do międzynarodowej płynności, gromadząc duże rezerwy walutowe. Po czwarte, płynny kurs walutowy dominuje jedynie w krajach wysoko rozwiniętych. W krajach rozwijających się występuje wiele usztywnień w dostosowaniach kursu walutowego, których efektem ubocznym są zmiany rezerw dewizowych.

Podstawową słabością MSM jest pierwsza z jego cech. Wydaje się ona wynikać z dominacji jednej waluty (dolara amerykańskiego) w MSM przy jednoczesnej dużej mobilności kapitału. Na dolara amerykańskiego przypada 42,4% obrotów na rynku walutowym (BIS 2010), 45,8% międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych, 53,8% międzynarodowych pożyczek bankowych (Bénassy-Quéré i Pisani-Ferry 2011) i 61,7% tej części rezerw walutowych, których struktura walutowa została ujawniona MFW<sup>3</sup> (baza danych COFER). Z dolarem są związane *de facto* sztywnym kursem waluty krajów, na które przypada połowa światowej wymiany międzynarodowej (Bracke i Bunda 2011). Na skutek dużej mobilności kapitału polityka makroekonomiczna, w tym zwłaszcza polityka pieniężna pozostałych głównych krajów wysoko rozwiniętych pozostaje pod silnym wpływem polityki prowadzonej w Stanach Zjednoczonych (zob. np. Taylor 2009). Z kolei brak dużych różnic w polityce makroekonomicznej między głównymi krajami wysoko rozwiniętymi oznacza brak istotnej presji konkurencyjnej na dolara, co konserwuje jego dominację w MSM<sup>4</sup>.

Za słabość MSM można uznać również konsekwencję trzeciej i czwartej jego cechy, tzn. gromadzenie dużych rezerw walutowych przez kraje rozwijające się. Olbrzymia skala rezerw akumulowanych przez kraje rozwijające się jest jednak, co staramy się wykazać poniżej, głównie pochodną pierwszej słabości MSM.

Z wymienionymi słabościami MSM można wiązać wiele z przyczyn ostatniego globalnego kryzysu walutowego wskazywanych przez ekonomistów, w tym dwie zasadnicze, tzn. zarówno zbyt niskie stopy procentowe utrzymywane przez zbyt długi czas w głównych krajach wysoko rozwiniętych (zob. np. Taylor 2009 lub Diamond i Rajan 2009a i b), jak i nadwyżkowe oszczędności w krajach rozwijających się (zob. np. Bernanke 2005 lub Warnock i Warnock 2009).

Ze względu na brak wystarczających bodźców dla głównych krajów wysoko rozwiniętych do uwzględniania przy kształtowaniu polityki makroekonomicznej

<sup>3</sup> Na rezerwy, których struktura walutowa została ujawniona MFW, przypada 53,2% ogółu rezerw walutowych. Na podstawie porównania odsetka krajów rozwijających się raportujących strukturę walutową rezerw do MFW oraz ich udziału w rezerwach ogółem można wnioskować, że najważniejszym bankiem centralnym, który nie ujawnia struktury walutowej swoich rezerw, jest bank centralny Chin. Na podstawie relacji między Chinami a Stanami Zjednoczonymi można przypuszczać, że dominacja dolara w rezerwach walutowych jest jeszcze większa, niż wynikałoby z danych przytoczonych powyżej.

<sup>4</sup> Nie oznacza to, że w ostatnich latach nie wystąpiły żadne zmiany znaczenia poszczególnych walut w MSM. Większe zmiany w udziałach dolara i euro w rezerwach walutowych obserwowano w latach 2002–2004, kiedy polityka pieniężna Fed była jeszcze bardziej ekspansywna niż polityka pieniężna EBC. Od wybuchu globalnego kryzysu finansowego rośnie z kolei odsetek rezerw walutowych przypadający na waluty takich krajów jak Australia, Nowa Zelandia czy Kanada, w których stopy procentowe są wyraźnie wyższe niż w głównych krajach rozwiniętych (baza COFER).

jej skutków dla innych krajów, polityka makroekonomiczna w tych krajach była nakierowana wyłącznie na stabilność wewnętrzną. To następstwo tej ułomności MSM było przed ostatnim globalnym kryzysem finansowym potęgowane przez pogląd dominujący wśród osób odpowiedzialnych za politykę pieniężną, a także w środowiskach akademickich, wedle którego banki centralne nie powinny przekłuiwać baniek spekulacyjnych, ponieważ nie potrafią ich bezbłędnie identyfikować, a jednocześnie mają zdolność do zapobiegania negatywnym następstwom ich pęknięcia (zob. Greenspan 2002)<sup>5</sup>. W konsekwencji główne kraje wysoko rozwinięte prowadziły przed kryzysem politykę makroekonomiczną, która była zbyt luźna nie tylko z perspektywy międzynarodowej, ale też z punktu widzenia ich wewnętrznej stabilności. W Stanach Zjednoczonych, gospodarce mającej kluczowe znaczenie dla funkcjonowania MSM, stopy procentowe w latach 2002–2006 były przeciętnie o ok. 2,5 pkt proc. Niższe, niż wynikałoby z reguły Taylora (zob. np. MFW 2009b)<sup>6</sup>. W strefie euro to odchylenie było o około połowę mniejsze, ale nadal znaczące (por. np. Nechio 2011). W Japonii wynosiło ono 0,5 pkt proc. Tylko w Wielkiej Brytanii było zbliżone do zera (MFW 2009b). We wszystkich głównych krajach wysoko rozwiniętych utrzymywał się istotny deficyt strukturalny w finansach publicznych. W Stanach Zjednoczonych w latach 2002–2006 wyniósł on przeciętnie 3,7% PKB, w strefie euro 2,5% PKB, w Japonii 5,2% PKB, a w Wielkiej Brytanii 3,5% PKB (MFW 2012).



Luźna polityka makroekonomiczna w głównych krajach wysoko rozwiniętych wpływała nie tylko na nie, ale też na inne kraje. Dla krajów rozwijających się szczególnym problemem były niskie stopy procentowe utrzymywane przez główne banki centralne. Waga tego problemu wynikała z dwóch cech tych gospodarek. Ich wysokie tempo wzrostu implikowało wysoką naturalną stopę procentową. Z kolei duża otwartość na przepływy kapitału w części z nich rodziła ryzyko substytucji kredytu w walucie krajowej kredytem w walutach obcych oraz dużego deficytu obrotów bieżących.

Odpowiedzią na luźną politykę makroekonomiczną w głównych krajach wysoko rozwiniętych było przyspieszenie akumulacji rezerw walutowych przez kraje rozwijające się. W literaturze wskazuje się, że przyspieszenie to zostało zapoczątkowane po kryzysie azjatyckim, a jego motywem była chęć zapewnienia sobie dostępu do międzynarodowej płynności w przypadku napięć finansowych, nieobwarowanego warunkami narzucanymi z zewnątrz (zob. np. Bernanke 2005). Tempo wzrostu rezerw nie przekroczyło jednak do 2001 r. dynamiki importu. Rezerwy walutowe w relacji do importu zaczęły rosnąć – systematycznie i bardzo szybko –

---

<sup>5</sup> Poza tym, według niektórych ekonomistów bańki spekulacyjne mogą sprzyjać szybszemu wzrostowi gospodarki, jako że zachęcają do podejmowania produktywnych inwestycji, które ze względu na inne zaburzenia nie zostałyby zrealizowane (zob. np. Olivier 2000). Inne argumenty przeciwko przeciwdziałaniu powstawaniu baniek na rynku aktywów przy użyciu polityki pieniężnej można znaleźć np. w: Bernanke i Gertler (2001), Dale (2009), MFW (2010) lub Walsh (2009).

<sup>6</sup> Niektórzy ekonomiści (np. Bernanke 2010) zwracają uwagę, że stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych po 2002 r. nie były zbyt niskie, jeśli w regule Taylora uwzględnia się nie faktyczne realizacje inflacji i luki popytowej, lecz ich prognozy dostępne w okresach podejmowania decyzji.

dopiero po 2001 r., gdy Fed zaczął walczyć z widmem deflacji. Dopiero w 2007 r. ich wartość przekroczyła rozmiary zadłużenia zagranicznego krajów rozwijających się.

Niskie stopy procentowe w głównych krajach wysoko rozwiniętych przyczyniały się do wzrostu napływu kapitału krótkoterminowego do krajów rozwijających się. Napływ ten wzmacniał presję aprecjacyjną na waluty tych krajów. W efekcie wiele krajów rozwijających się zdecydowało się na interwencje walutowe, które miały zapobiec utracie konkurencyjności cenowej. Ich odzwierciedleniem był szybki wzrost sumy bilansowej banków centralnych. W największych gospodarkach rozwijających się przekroczyła ona 40% PKB, tj. sięgnęła prawie dwukrotnie wyższego poziomu niż w Japonii, Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii po podjęciu przez banki centralne tych państw niekonwencjonalnych działań (Hannoun 2012). Ponadto banki centralne w krajach rozwijających się utrzymywały stopy procentowe na znacznie niższym poziomie niż w przeszłości. O ile w latach 90. kraje rozwijające się starały się utrzymywać stopy procentowe na poziomie zapobiegającym osłabieniu kursu ich walut (Calvo, Reinhart 2002), o tyle w następnej dekadzie próbowały hamować jego umacnianie. W 2002 r. stopy procentowe były tam po raz ostatni zbliżony w ujęciu realnym do dynamiki PKB (Hannoun 2012). Poziom stóp procentowych w głównych krajach rozwiniętych gospodarczo był jednak tak niski, że ich zmiany w krajach rozwijających się okazały się niewystarczające do zatrzymania presji na aprecjację.

Rezerwy walutowe akumulowane w wyniku interwencji były przez kraje rozwijające się inwestowane w przeważającej części w skarbowe papiery wartościowe (SPW) głównych państw wysoko rozwiniętych, w tym zwłaszcza Stanów Zjednoczonych<sup>7</sup>. Masowe zakupy SPW przez kraje rozwijające się podnosiły ich ceny, wypłaszczając krzywą dochodowości w głównych krajach wysoko rozwiniętych<sup>8</sup>, co wypychało z tego rynku innych inwestorów (por. np. Caballero, Krishnamurthy 2009). W poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu kierowali się oni do krajów rozwijających się lub na rynki innych aktywów. Na rynkach rozwijających się zapewniała im je ograniczona podaż aktywów finansowych – ponad dwuipółkrotnie mniejsza

<sup>7</sup> Napływ publicznego kapitału z krajów rozwijających się do krajów wysoko rozwiniętych był jeszcze większy niż przyrost rezerw walutowych krajów rozwijających się, gdyż część krajów rozwijających się nie uwzględnia aktywów zagranicznych państwowych funduszy majątkowych w rezerwach walutowych (Gagnon 2012). Wielu ekonomistów argumentowało, że zakupy te były zjawiskiem generalnie pozytywnym i nie do uniknięcia w związku z niedorozwojem sektora finansowego w krajach rozwijających się. Przegląd wybranych badań na ten temat można znaleźć np. w: Obstfeld i Rogoff (2009).

<sup>8</sup> To oddziaływanie na długoterminowe stopy procentowe skłania niektórych ekonomistów do wniosku, że za powstanie bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów w wielu krajach wysoko rozwiniętych, w tym w szczególności w Stanach Zjednoczonych, odpowiadają głównie nadwyżkowe oszczędności w krajach rozwijających się, zwłaszcza w krajach azjatyckich i u eksporterów ropy (zob. np. Bernanke 2005 lub Warnock, Warnock 2009). Pomijają oni jednak wpływ polityki makroekonomicznej w głównych gospodarkach wysoko rozwiniętych na nadwyżkowe oszczędności w gospodarkach rozwijających się. Inni ekonomiści wykazują, że choć nadwyżkowe oszczędności w krajach rozwijających się przyczyniły się do wzrostu cen aktywów w krajach wysoko rozwiniętych, to za gwałtowność tego wzrostu odpowiadała przede wszystkim polityka pieniężna głównych banków centralnych (zob. np. Bracke, Fidora 2008).



w relacji do PKB niż w pozostałych krajach (Chen, Imam 2012). Do zwiększenia zaangażowania w bardziej ryzykowne aktywa zachęcało inwestorów przekonanie, że w przypadku realizacji negatywnego scenariusza zyskają wsparcie głównych banków centralnych (zob. np. Borio, Zhu 2007 lub Diamond, Rajan 2009b). Wzrost cen bezpiecznych aktywów w krajach wysoko rozwiniętych stanowił jednocześnie zachętę do zwiększania ich podaży, co dokonywało się poprzez sekurytyzację należności o zróżnicowanym poziomie ryzyka (zob. np. Coval, Jurek, Stafford 2009).

## **2. Słabości MSM po wybuchu globalnego kryzysu finansowego**

Globalny kryzys finansowy raczej osłabił niż wzmocnił bodźce działające na główne gospodarki wysoko rozwinięte do uwzględniania skutków prowadzonej w nich polityki makroekonomicznej przy jej kształtowaniu. W czasie ostrej fazy kryzysu główne banki centralne dostarczyły co prawda gospodarce światowej międzynarodową płynność w wystarczającej skali, ale prowadzona przez nie polityka pozostała skoncentrowana na wewnętrznej stabilności. Wszystkie główne banki centralne, a także zdecydowana większość pozostałych banków centralnych w krajach wysoko rozwiniętych (z wyjątkiem Australii, Korei Południowej oraz Nowej Zelandii), obniżyły stopy procentowe prawie do zera. Za stopy procentowe bliskie zera uważamy stopy niższe od 2%. Jest to wysokość, poniżej której do czasu ostatniego kryzysu nie spadły one w Wielkiej Brytanii, dla której jest dostępny szereg czasowy sięgający XVII wieku (zob. np. Bullard 2010). W Stanach Zjednoczonych, tj. w kraju mającym kluczowe znaczenie dla funkcjonowania MSM, najpierw ogłoszono, że stopy procentowe pozostaną na praktycznie zerowym poziomie przez wydłużony okres, a w 2011 r. zapowiedziano, że nie wzrosną one co najmniej do połowy 2013 r., później wydłużając ten okres do 2014 r. Część banków centralnych, w tym wszystkie główne, zdecydowała się też na niekonwencjonalne działania. W ich wyniku suma bilansowa banku centralnego zwiększyła się od września 2008 r. do lutego 2012 r. o 201,9% w Stanach Zjednoczonych (tj. o 12,6% PKB), 75,8% w strefie euro (11,9% PKB), 37,3% w Japonii (8,0% PKB) i 201,5% w Wielkiej Brytanii (13% PKB).

Niemającym precedensu poluzowaniu polityki pieniężnej towarzyszyło poważne poluzowanie polityki fiskalnej. Na skutek programów stymulacji fiskalnej i działania automatycznych stabilizatorów deficyt sektora finansów publicznych w latach 2007–2009 wzrósł z 2,7% PKB do 13,0% PKB w Stanach Zjednoczonych, z 0,7% PKB do 6,4% PKB w strefie euro, z 2,1% PKB do 8,3% PKB w Japonii i z 2,7% PKB do 10,4% w Wielkiej Brytanii. W dwóch kolejnych latach istotne działania konsolidacyjne podjęto jedynie w Wielkiej Brytanii, mającej niewielkie znaczenie dla MSM. Jednak nawet tam były one niewspółmierne do skali nierównowagi fiskalnej.

Luźna polityka makroekonomiczna w głównych krajach wysoko rozwiniętych jest odpowiedzią na wysokie bezrobocie i niską dynamikę PKB. Nie jest jednak jasne, w jakim stopniu rozczarowujące wyniki gospodarcze są rezultatem niedostatku łącznego popytu po jego załamaniu na skutek wybuchu globalnego kryzysu finansowego, a w jakim mają trwały charakter, którego zmiana wymagałaby zmian strukturalnych. Różnice w oszacowaniu luki popytowej przy wykorzystaniu różnych metod są obecnie znacznie większe niż w przeszłości, przy czym niepewny jest nie tylko rozmiar luki popytowej, ale nawet jej znak. Powracamy do tego problemu w następnym punkcie i argumentujemy, że polityka makroekonomiczna prowadzona przez główne kraje rozwinięte może obniżać dynamikę PKB potencjalnego.

Olbrzymia skala problemów wewnętrznych (do których – obok wspomnianego wyżej wysokiego bezrobocia i niskiej dynamiki PKB – należy również słabość sektora finansowego i nadmierne – zarówno w stosunku do aktywów, jak i w coraz większym stopniu w stosunku do dochodów – zadłużenie niemal wszystkich sektorów instytucjonalnych) pozwala oczekiwać utrzymania luźnej polityki makroekonomicznej w głównych krajach wysoko rozwiniętych w perspektywie co najmniej kilku lat (por. np. Magud, Reinhart, Vesperoni 2012).

Główne banki centralne podtrzymały swoje wcześniejsze asymetryczne podejście do boomów i recesji. O ile w odpowiedzi na recesję po wybuchu globalnego kryzysu finansowego zdecydowały się na niekonwencjonalne działania, o tyle odejście od tych działań ma być – wedle ich zapowiedzi – tak zaprojektowane, aby nie wpłynęło na gospodarkę (zob. np. Hannoun 2012).

Deficyt w finansach publicznych ma w horyzoncie trzech lat zmniejszyć się o 4,6% PKB w Stanach Zjednoczonych, 2,4% PKB w strefie euro, 2,2% PKB w Japonii i 3,6% PKB w Wielkiej Brytanii. Taka skala redukcji deficytu nie wystarczy, z wyjątkiem strefy euro<sup>9</sup>, do zatrzymania narastania długu publicznego w relacji do PKB w tym okresie (MFW 2012).

Globalny kryzys finansowy raczej wzmocnił niż osłabił bodźce gospodarek rozwijających się do akumulowania rezerw walutowych.

W 2008 r. napływ netto kapitału prywatnego do krajów rozwijających się zmniejszył się o 29%, a w 2009 r. o kolejne 26%. Łącznie spadek ten sięgnął równowartości 4,3% PKB. Przyczynił się on do silnego ograniczenia handlu międzynarodowego (ponieważ znaczna część krótkoterminowego finansowania jest związana z wymianą międzynarodową<sup>10</sup>), istotnego spowolnienia dynamiki PKB oraz skokowych dostosowań na rachunku obrotów bieżących. Ponad 20 krajów rozwijających się sięgnęło po wsparcie MFW. Napływ netto kapitału z międzynarodowych instytucji finansowych do krajów rozwijających się wzrósł

<sup>9</sup> Przewidywany powolny spadek relacji długu publicznego do PKB w strefie euro począwszy od 2014 r. nie oznacza, że we wszystkich krajach strefy euro ta relacja będzie się obniżać. Na przykład wśród krajów PIIGS po 2014 r. ma nadal ona rosnąć w Hiszpanii (MFW 2012).

<sup>10</sup> Niektórzy ekonomiści wskazują jednak, że przyczynowość przebiegała raczej od handlu międzynarodowego do krótkoterminowego finansowania (zob. Levechenko, Lewis, Tesar, 2010; por. Bank Światowy 2012).

z zera w 2007 r. do 28 mld dolarów w 2008 r. i 70 mld dolarów w 2009 r. (Bank Światowy 2012). W 2010 r. napływ netto kapitału prywatnego do krajów rozwijających się zwiększył się o 78%, przy czym był skoncentrowany w pierwszej połowie roku. Towarzysząca mu presja na umacnianie się walut tych krajów skłoniła do podjęcia interwencji walutowych nie tylko kraje, które dokonywały ich systematycznie przed kryzysem, ale również te, których kurs walutowy przed kryzysem był całkowicie płynny, w tym Polskę. Co ciekawe, przynajmniej niektóre z tych krajów były wspierane w interwencjach przez MFW (zob. np. MFW 2010). Przyrost rezerw w krajach rozwijających się w 2010 r. był najwyższy w historii z wyjątkiem 2007 r.<sup>11</sup> (Bank Światowy 2012). W 2011 r. napływ netto kapitału prywatnego do krajów rozwijających się ponownie się zmniejszył (o 10%), mimo że liczba krajów rozwijających się, których rating poprawił się, przeważała nad liczbą obniżek ratingu z lat 2008–2009. Zmniejszenie napływu netto kapitału prywatnego, skoncentrowane na drugiej połowie roku, przyczyniło się do obniżenia prognoz napływu kapitału w 2012 r. (Bank Światowy 2012), ale napływ ten wydaje się rosnąć.

Na bazie doświadczeń z poprzednich kryzysów finansowych można wnioskować, że te kraje, które były zmuszone skorzystać z pomocy zewnętrznej dla utrzymania międzynarodowej płynności, nie uznają tej pomocy za dobry substytut rezerw walutowych, nawet jeśli ta pomoc została udzielona im na czas i pomogła wprowadzić przynajmniej niektóre reformy poprawiające perspektywy wzrostu ich gospodarek<sup>12</sup>. Można więc spodziewać się poszerzenia grupy krajów chcących samodzielnie zabezpieczyć sobie dostęp do międzynarodowej płynności. Ponadto te kraje, którym duże rezerwy walutowe zapewniły stabilny dostęp do międzynarodowej płynności w czasie najostrzejszej fazy kryzysu, zapewne utwierdziły się w przekonaniu o celowości ich gromadzenia.

Bođćcem do akumulowania rezerw przez kraje rozwijające się będzie nie tylko zwiększenie – pod wpływem doświadczeń z kryzysu – niepewności co do dostępności zewnętrznych źródeł międzynarodowej płynności, ale przede wszystkim wzrost zmienności przepływów kapitału w wyniku zarządzania kryzysem przez główne kraje wysoko rozwinięte. Stopy procentowe bliskie zera w krajach wysoko rozwiniętych oraz płynność masowo wstrzykiwana do systemu finansowego przez główne banki centralne będzie nadal prowadzić do okresowo dużych napływów kapitału do krajów rozwijających się. Skala tego napływu będzie powiększana przez poprawę wizerunku gospodarek rozwijających się związaną z ich odpornością na ostatni globalny kryzys finansowy (Magud, Reinhart, Vesperoni 2012). Napływ ten będzie wywierać presję na umacnianie się walut krajów rozwijających się, zmniejszają-

<sup>11</sup> Paradoksalnie, akumulacja olbrzymich rezerw walutowych przez gospodarki rozwijające się, która była wskazywana jako czynnik odpowiadający za powstanie baniek spekulacyjnych w głównych gospodarkach wysoko rozwiniętych, teraz bywa obwiniana za wyraźnie słabsze ożywienie w tych gospodarkach niż w przypadku wcześniejszych recesji (zob. np. Gagnon 2012).

<sup>12</sup> Pomoc MFW dla pierwszego kraju została uruchomiona już we wrześniu 2008 r. W listopadzie 2008 r. objęła ona kolejne pięć krajów (choć jeden z nich – Islandia – był wysoko rozwinięty), a w grudniu jeden. W pierwszej połowie 2009 r. rozszerzano ją z podobną intensywnością (zob. np. MFW 2011).



ce cenową konkurencyjność dóbr wytwarzanych w tych krajach. Po tych okresach będą, podobnie jak dotychczas, następować silne odpływy kapitału, wywoływane pogorszeniem się ocen ryzyka dalszych zawirowań w gospodarce światowej. Źródłem tego cyklicznego pogarszania się ocen pozostaną napięcia w finansach publicznych w krajach wysoko rozwiniętych, wspomniane powyżej, oraz niedostateczne tempo restrukturyzacji w tych krajach, poddane analizie w następnym punkcie.

### **3. Wpływ polityki makroekonomicznej prowadzonej przez główne kraje wysoko rozwinięte na ich restrukturyzację**

Pomimo bardzo ekspansywnej polityki makroekonomicznej, ożywienie w głównych krajach wysoko rozwiniętych jest wyraźnie słabsze niż w przypadku wcześniejszych recesji. Kruchość ożywienia jest dla wielu osób odpowiedzialnych za politykę makroekonomiczną w tych krajach przesłanką do utrzymania luźnej polityki. Istnieją jednak mechanizmy, za których pośrednictwem luźna polityka makroekonomiczna może skutkować wieloletnim obniżeniem tempa wzrostu gospodarki po kryzysie. Gdyby opisane poniżej mechanizmy odgrywały istotną rolę, wtedy nie tylko olbrzymie rozmiary problemów wewnętrznych wspomniane wcześniej, ale też skala poluzowania polityki makroekonomicznej pozwalałaby oczekiwać utrzymania luźnej polityki makroekonomicznej w głównych krajach wysoko rozwiniętych w perspektywie co najmniej kilku lat.

Kluczowym procesem odpowiedzialnym za wzrost gospodarki po kryzysie jest jej restrukturyzacja, rozumiana jako przepływ czynników wytwórczych do bardziej produktywnych zastosowań<sup>13</sup>. Użytecznym schematem do analizy wpływu luźnej polityki makroekonomicznej na restrukturyzację jest rozłożenie dynamiki TFP na części będące wynikiem odpowiednio: (a) różnicy w produktywności między przedsiębiorstwami wchodzącymi i wychodzącymi; (b) zmian w produktywności przedsiębiorstw kontynuujących działalność; (c) różnicy w udziałach w rynku między przedsiębiorstwami wchodzącymi i wychodzącymi oraz zmiany udziału przedsiębiorstw kontynuujących działalność (por. np. Griliches, Regev 1995).

Analizę rozpoczynamy od skutków utrzymywania stóp procentowych blisko zera po kryzysie finansowym. Odwołanie się do wspomnianej dekompozycji pozwala stwierdzić, że taka polityka może spowalniać restrukturyzację gospodarki, a w konsekwencji dynamikę TFP i wzrost gospodarczy za pośrednictwem trzech głównych kanałów: (a) obniżenia stopy wyjść, (b) osłabienia bodźców do podnoszenia produktywności wewnątrz przedsiębiorstw, w których jest ona niska, oraz (c) zamknięcia dużej części czynników wytwórczych w dotychczasowych zastosowaniach.

---

<sup>13</sup> Badania wskazują, że restrukturyzacja jest kluczowa dla wzrostu produktywności, będącego jedynym potencjalnie niewyczerpywalnym źródłem wzrostu gospodarczego, także w czasach niekryzysowych (zob. np. Caballero 2007 lub Foster, Haltiwanger, Krizan 2000; 2006).

Stopy procentowe bliskie zera obniżają stopę wyjść, gdyż przy takich stopach niemal każdy podmiot gospodarujący staje się zdolny do obsługi kredytów, co z jednej strony pogłębia wywołane kryzysem trudności z oceną kondycji finansowej dłużników, a z drugiej strony zachęca banki do odnawiania im finansowania, ale na krótki czas. Banki mają tym silniejsze bodźce do rolowania kredytów dłużników, im silniej kryzys finansowy naruszył ich kapitały. Negatywny wpływ zerowych stóp procentowych na restrukturyzację portfela kredytów przez banki może być potęgowany przez ilościowe luzowanie polityki pieniężnej. Przy takim poziomie stóp stanowi ono bowiem wsparcie głównie dla słabszych banków (zob. np. Baba i inni 2005; Kobayashi, Spiegel, Yamori 2006; Spiegel 2006). Stopy procentowe bliskie zera osłabiają bodźce przedsiębiorstw o niskiej produktywności do jej podnoszenia, ponieważ skracanie terminów zapadalności kredytów przez banki zwiększa ryzyko utraty przez dłużników finansowania, zanim wysiłek włożony przez nich w działania naprawcze przyniesie efekty. Wreszcie taki poziom stóp procentowych prowadzi do zamknięcia znaczącej części czynników wytwórczych w dotychczasowych zastosowaniach, bo oznacza, że aktywa o wartości nawet głęboko niższej od długu zaciągniętego na ich zakup są w stanie generować dochód przekraczający koszty odsetek, a po pęknięciu bańki spekulacyjnej takich aktywów jest dużo.

Obniżenie stopy wyjść zmniejsza wagę różnicy w produktywności między przedsiębiorstwami wchodzącymi a wychodzącymi dla tempa wzrostu TFP, a zwiększa znaczenie dynamiki produktywności przedsiębiorstw kontynuujących działalność, w tym wpływ na tę dynamikę poprawy produktywności w przedsiębiorstwach, w których jest ona niska. Skala tej poprawy jest jednak w warunkach stóp procentowych bliskich zera ograniczana przez osłabienie bodźców do takiego zachowania. Wreszcie zamknięcie dużej części czynników wytwórczych w dotychczasowych zastosowaniach utrudnia zyskiwanie udziałów w rynku przedsiębiorstwom o wysokiej produktywności, a w skrajnym przypadku może je nawet obniżyć.

W Japonii, gdzie stopy procentowe są bliskie zera od 1995 r., istnieje wiele dowodów na odnawianie kredytów przez banki przedsiębiorstwom o niskiej produktywności, istotne skracanie przez nie zapadalności kredytów oraz pogłębienie występujących już wcześniej zaburzeń na rynkach czynników wytwórczych (zob. np. Caballero, Hoshi, Kashyap 2006; Hamao, Mei, Xu 2007; Hosono, Sakuragawa 2003; Nakakuki, Otani, Shiratsuka 2004; Peek, Rosengren 2005 oraz Smith 2003).

Luźna polityka fiskalna, skutkująca wysokim deficytem i narastającym długiem publicznym, może nasilać negatywny wpływ stóp procentowych na restrukturyzację gospodarki. Przede wszystkim może obniżyć stopę wyjść – i to zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. Bezpośrednie negatywne oddziaływanie występuje, jeżeli stymulacja fiskalna obejmuje programy wsparcia dla sektorów, które rozrosły się do nadmiernych rozmiarów przed kryzysem<sup>14</sup>. Wsparcie to może polegać na subsydiowaniu tych sektorów lub na zastępowaniu popytu prywatnego. Pośredni

---

<sup>14</sup> Objawem rozrośnięcia się danego sektora do nadmiernych rozmiarów jest jego niezdolność do opłacenia czynników wytwórczych przy normalnym poziomie stóp procentowych lub bez wsparcia ze strony sektora finansów publicznych.

negatywny wpływ jest związany z osłabieniem bodźców banków do zajęcia się problemem dłużników, niezdolnych do spłaty długów przy normalnym poziomie stóp procentowych. Udzielając wsparcia podmiotom korzystającym z pomocy rządu, mogą one oczekiwać na podobną pomoc ze strony rządu. Bodźce te może dodatkowo osłabiać poprawa jakości aktywów banków, będąca wynikiem wzrostu udziału obligacji w aktywach<sup>15</sup>.

W Japonii olbrzymie inwestycje publiczne po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat 90. przyczyniły się do wzrostu zatrudnienia w budownictwie, w którym było ono nadmierne już przed pęknięciem bańki, skutkując niską produktywnością pracy (zob. np. Nakakuki, Otani, Shiratsuka 2004). Proceder odnawiania kredytów przez banki podmiotom niezdolnym do spłaty zobowiązań przy normalnym poziomie stóp koncentrował się na podmiotach wspieranych przez rząd (zob. Hosono, Sakuragawa 2003).

Opóźnianie restrukturyzacji gospodarki po kryzysie może wydłużyć okres niskiej aktywności gospodarczej, a w rezultacie – okres utrzymywania się stóp procentowych bliskich zera, rozrostu bilansów banków centralnych i wysokiego deficytu w finansach publicznych.

Warto zauważyć, że wraz z wydłużaniem się tego okresu rośnie ryzyko, że zakończy się on kryzysem fiskalnym. Można wykazać, że aby wartość oczekiwana długu publicznego nie sięgnęła nieskończoności, odwrotność oczekiwanego horyzontu redukcji deficytu o skali wystarczającej do zatrzymania narastania tego długu musi przewyższać rentowność skarbowych papierów wartościowych (zob. Blanchard 1985, 1990; Rzońca 2004). Przy niskiej rentowności ten warunek jest praktycznie zawsze spełniony. Zerowy poziom stóp procentowych może jednak wydłużać oczekiwany horyzont redukcji deficytu. Niska aktywność gospodarcza, której taki poziom stóp ma przeciwdziałać, pozwala bowiem na uzasadnianie odwlekania nie tylko normalizacji poziomu stóp procentowych, ale i redukcji deficytu budżetowego. Jakikolwiek wstrząs podnoszący rentowność skarbowych papierów wartościowych zwiększa ryzyko, że relacja między nią a horyzontem redukcji deficytu budżetowego ulegnie odwróceniu – także dlatego, że wzrost kosztów obsługi długu utrudnia ograniczenie deficytu. W efekcie po długim okresie niskiej rentowności skarbowych papierów wartościowych może nastąpić jej skokowy wzrost – od razu do poziomów grożących niewypłacalnością sektora finansów publicznych.

#### **4. Właściwa reakcja polityki makroekonomicznej w krajach rozwijających się na politykę makroekonomiczną w głównych krajach wysoko rozwiniętych**

Polityka makroekonomiczna w krajach rozwijających się ma tendencję do uprzywilejowywania producentów kosztem konsumentów. W rezultacie banki cen-

<sup>15</sup> Więcej na ten temat można przeczytać w: Ciżkowicz i Rzońca (2011).

tralne w tych krajach mają skłonność, niezależnie od kształtu polityki pieniężnej w otoczeniu, do utrzymywania zbyt niskich stóp procentowych (Diamond, Rajan 2009b). Stopy procentowe bliskie zera w otoczeniu nasiliły ten problem. Od wybuchu globalnego kryzysu finansowego pogłębiła się w krajach rozwijających się ujemna różnica między stopami procentowymi w ujęciu realnym a dynamiką PKB. W tym okresie, z wyjątkiem 2009 r., były one tam ujemne (Hannoun 2012).

Taki ich poziom odzwierciedla obawy, że duży dysparytet stóp procentowych mógłby przyczynić się do silnego napływu kapitału z zagranicy i powiększenia deficytu obrotów bieżących (a wraz ze zmniejszeniem się napięć na globalnych rynkach finansowych także do ponownej substytucji – przynajmniej w części z nich – kredytu w walucie krajowej kredytem w walutach obcych). Banki centralne w krajach rozwijających się nadal wykazują „obawy przed upłynnieniem”, ale – inaczej niż w latach 90. – nie są one głównie związane z ryzykiem deprecjacji (por. Calvo, Reinhart 2002), lecz aprecjacji.

Tymczasem dopóki wysoka aktywność gospodarcza nie stanie się samopodtrzymująca, tj. dopóki dana gospodarka nie wejdzie w fazę dojrzałego ożywienia (a następnie boomu), systematyczny duży napływ kapitału jest mało prawdopodobny. Inwestorzy, decydując o kierunkach lokowania kapitału, nie biorą pod uwagę wyłącznie dysparytetu stóp procentowych, ale i inne czynniki, w tym różnice w obserwowanym tempie wzrostu gospodarki. Wysokie tempo wzrostu poprawia bilanse poszczególnych sektorów w danej gospodarce, a tym samym poprawia ocenę ryzyka finansowania ich wydatków, formułowaną przez potencjalnych wierzycieli; i odwrotnie, spowolnienie wzrostu gospodarki na skutek aprecjacji waluty krajowej, możliwe we wczesnej fazie ożywienia i przy kruchym popycie zewnętrznym, pogarsza bilanse sektorów i zwiększa wspomniane ryzyko. Olbrzymia skala problemów wewnętrznych w głównych krajach wysoko rozwiniętych nie sprzyja spadkowi awersji inwestorów do ryzyka, podbitej na długi czas przez straty wywołane kryzysem (zob. Malmendier, Nagel 2009), i w efekcie – zmniejszeniu dużej wrażliwości na zmiany w jego ocenie. Wrażliwość ta ogranicza ryzyko zdestabilizowania gospodarki przez podwyżki stóp procentowych wcześniejsze niż w innych krajach rozwijających się. Zwiększają one co prawda korzyści z lokowania kapitału w danym kraju, ale jednocześnie, spowalniając tempo poprawy koniunktury, podnoszą ryzyko takiego lokowania.

Także istotna substytucja kredytu w walucie krajowej kredytem w walutach obcych nie powinna nastąpić, dopóki nie pojawi się silny popyt na kredyt, zależny od stanu koniunktury gospodarczej w danym kraju. Ponadto takiej substytucji będzie przeciwdziałała jeszcze przez długi czas niepewność w otoczeniu, zwiększająca wahania (ryzyko) kursowe.


W sytuacji, w której główne kraje wysoko rozwinięte prowadzą bardzo luźną politykę makroekonomiczną, zarówno banki centralne, jak i rządy w krajach rozwijających się powinny być gotowe na prowadzenie polityki makroekonomicznej w sposób wydłużający okres dochodzenia do wysokiej aktywności gospodarczej<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Podobne zalecenie w odniesieniu do banków centralnych w krajach wysoko rozwiniętych formułują np. Diamond i Rajan (2009b). Argumentują oni, że banki centralne nie są w stanie wiarygodnie zobowiązać

Wejście danej gospodarki w fazę dojrzałego ożywienia, a następnie boomu może bowiem radykalnie zawęzić możliwości jej stabilizowania przy użyciu polityki makroekonomicznej. Jeśli w tych fazach cyklu główne banki centralne nadal będą utrzymywać stopy procentowe blisko zera i wtlaczać do systemu finansowego masy płynności, to banki centralne w krajach rozwijających się mogą mieć niewielki wpływ zarówno na popyt na kredyt, jak i na jego podaż. Z kolei szanse na istotne zacieśnienie polityki fiskalnej w okresie boomu są ograniczane przez naturę wpływu polityki fiskalnej na dynamikę popytu oraz uwarunkowania instytucjonalne determinujące jej kształtowanie.

Boomowi towarzyszy wzrost optymizmu podmiotów gospodarujących. Poprawia się ich ocena przyszłych dochodów, co może je skłaniać do zwiększenia wydatków już w danym okresie. Bodźce do wydawania wzmacnia wzrost płac i łatwość znalezienia pracy. Zwiększa się więc popyt podmiotów gospodarujących na kredyt. Jednocześnie wzrost bieżących dochodów, będący wynikiem zarówno podwyżek płac, jak i zwiększenia zatrudnienia, z jednej strony oznacza wzrost zdolności potencjalnych kredytobiorców do współfinansowania zakupów, na które chcą zaciągnąć kredyt, a z drugiej strony prowadzi do spadku kredytów z utratą wartości. Zdolność podmiotów do wniesienia istotnego wkładu własnego oraz poprawa jakości portfela kredytowego oddziałują w kierunku łagodzenia przez banki warunków kredytowania (zob. Leland, Pyle 1977; Greenwald, Stiglitz, Weiss 1984; Bernanke, Gertler 1986). Dodatkowym impulsem do takiego łagodzenia jest towarzyszący boomowi i poprawie nastrojów podmiotów gospodarujących wzrost cen aktywów, które potencjalni kredytobiorcy mogą przedstawiać jako zabezpieczenie spłaty zaciąganych długów (Bester 1985). Wzrost cen aktywów poprawia również bilanse banków, które starają się zagospodarować nadwyżkowy kapitał (Adrian, Shin 2008). Rośnie więc też podaż kredytu.

Dopuszczając do boomu, banki centralne w krajach rozwijających się mogą znaleźć się w sytuacji, której chciały uniknąć opóźniając podwyżki stóp procentowych w oczekiwaniu na ich normalizację przez główne banki centralne. 

W momencie, w którym popyt na rynku dóbr (i aktywów) jest już na tyle silny, że utrzymuje się mocny i trwały popyt na kredyt, a banki prowadzą ekspansję kredytową, podwyżki stóp procentowych mogą w pierwszej kolejności nasilić substytucję kredytu w walucie krajowej kredytem w walutach obcych (zob. np. Brzoza-Brzezińska, Chmielewski, Niedźwiedzińska 2010). Wywołane tą substytucją umacnianie się kursu waluty krajowej może z kolei stanowić dodatkowy bodziec dla podmiotów

---

się do nieudzielenia, w przypadku zaburzeń na rynkach finansowych, wsparcia bankom komercyjnym, które w okresie dobrej koniunktury wzięły na siebie nadmierne ryzyko. Ta niemożność prowadzi do angażowania się banków w nadmierne ryzykowne projekty, co zwiększa ryzyko zaburzeń. Pokazują oni, że rozwiązaniem tego problemu jest zobowiązanie się banków centralnych do utrzymywania stóp procentowych w okresie dobrej koniunktury na poziomie wyższym, niż wynikałoby to z warunków gospodarczych. Aby takie zobowiązanie było wiarygodne, muszą one wystrzegać się niskich stóp procentowych poza sytuacją zaburzeń na rynkach finansowych.

Polityka makroekonomiczna powinna więc być prowadzona inaczej niż w przeszłości w przypadkach dużego napływu kapitału (por. np. z: Kaminsky, Reinhart, Végh 2004).

gospodarujących do zaciągania kredytów w walutach obcych. W warunkach aprecjacji waluty krajowej, biorąc ten rodzaj kredytu, korzystają one nie tylko z niższych stóp procentowych za granicą, ale też ze spadającej wartości w walucie krajowej rat spłaty kredytu oraz łącznych zobowiązań. Z jednej strony zwiększa się więc ta część bieżącego dochodu, którą zadłużone gospodarstwa domowe mogą przeznaczyć na wydatki, a z drugiej strony poprawia się ich ocena przyszłej zdolności do ponoszenia określonych wydatków. I jeden, i drugi efekt prowadzi do wzrostu popytu krajowego. Osłabia on bodźce przedsiębiorstw do eksportu. Ponadto część szybko rosnącego popytu krajowego jest zaspokajana przez import. Aktywność krajowych przedsiębiorstw kieruje się w stronę rozwijania produkcji dóbr niepodlegających międzynarodowej wymianie handlowej. Do pogłębienia się deficytu obrotów bieżących przyczynia się także aprecjacja waluty krajowej, wywołana substytucją kredytu w walucie krajowej kredytem w walutach obcych.

Bank centralny może zatrzymać narastanie tych nierównowag, zanim ich usunięcie przez mechanizmy rynkowe zacznie grozić głęboką recesją, jedynie poprzez doprowadzenie do silnej aprecjacji waluty krajowej. Gdyby była ona odpowiednio gwałtowna i głęboka, co wymagałoby silnych podwyżek stóp procentowych, dawałaby szanse na zahamowanie wzrostu łącznego popytu zanim zobowiązania podmiotów gospodarujących osiągną poziom, który przy deprecjacji waluty towarzyszącej spowolnieniu wzrostu gospodarki oznaczałby powstanie olbrzymiej luki w ich bilansach pomiędzy aktywami a pasywami, oraz zanim deficyt obrotów bieżących osiągnie wielkość, przy której zagranica mogłaby nagle przestać chcieć go finansować.

Doświadczenia regionu Europy Środkowo-Wschodniej z ostatnich lat wydają się potwierdzać, że koszty zbyt wczesnego zaostrzenia polityki pieniężnej w sytuacji globalnie niskich stóp procentowych są mniejsze niż koszty zbyt późnego jej zaostrzenia (Bakker, Gulde 2010).

Jako przykład zbyt wczesnego zaostrzenia polityki pieniężnej były przedstawiane podwyżki stóp procentowych w Polsce po przystąpieniu do Unii Europejskiej w 2004 r. Przyczyniły się one do wyhamowania dynamiki popytu krajowego w 2005 r., odbudowującego się po spowolnieniu wzrostu gospodarczego z lat 2001–2002. Wskazywano je jako ważną przyczynę, obok słabości instytucji napędowych<sup>17</sup>, gorszych wyników polskiej gospodarki do momentu wejścia w najostrzejszą fazę przez globalny kryzys finansowy, niż większości innych krajów regionu. Opóźnienie wejścia w fazę boomu ograniczyło skalę spadku dynamiki PKB w Polsce w czasie turbulencji na światowych rynkach finansowych. Dzięki uniknięciu recesji, Polska ustępuje pod względem skali wzrostu PKB od momentu przystąpienia do UE jedynie Słowacji. Najgłębszy spadek PKB w okresie globalnego kryzysu finansowego nastąpił w krajach nadbałtyckich, w których przed kryzysem warunki monetarne były najbardziej luźne; utrzymywano sztywny nominalny kurs walutowy i w efekcie stopy procentowe były zbliżone do stóp w strefie euro. W wy-

---

<sup>17</sup> Omówienie instytucji w podziale na instytucje napędowe i stabilizujące (zob. *Zagadki wzrostu gospodarczego...* 2010).

niku tego spadku kraje nadbałtyckie, mimo silnych instytucji napędowych (zob. Schadler i in. 2006), znalazły się w grupie państw regionu o umiarkowanych wynikach gospodarczych i największej ich zmienności w latach 2003–2010<sup>18</sup>.

Analiza szerszej grupy krajów rozwijających się prowadzi do podobnych wniosków. Na przykład Magud, Reinhart i Vesperoni (2012) na podstawie danych z 25 krajów z lat 1990–2008 wykazują, że nadmierny wzrost kredytu, w tym kredytu w walutach obcych, wystąpił głównie w krajach koncentrujących się na niedopuszczeniu do aprecjacji waluty krajowej. Ten nadmierny wzrost kredytu nie wynikał przy tym w całości z większego napływu kapitału do tych krajów, lecz także z luzowania warunków monetarnych.

Jest mało prawdopodobne, aby bank centralny, który dopuścił do pojawienia się nierównowag towarzyszących boomowi, został wyręczony przez politykę fiskalną w zahamowaniu ich narastania. Aby polityka fiskalna działała w kierunku spowolnienia tempa wzrostu łącznego popytu, z okresu na okres musiałoby się poprawiać saldo sektora finansów publicznych. Rosnąca aktywność gospodarcza prowadzi co prawda, za sprawą automatycznych stabilizatorów, do podniesienia dynamiki dochodów i spadku dynamiki wydatków państwa. Będąca tego wynikiem poprawa stanu finansów publicznych wywołuje jednak presję na obniżenie podatków i dyskrecyjne zwiększenie wydatków państwa. Presja ta jest tym silniejsza, im bardziej saldo sektora finansów publicznych odbiega *in plus* od wieloletniej średniej. Nadzwyczajne dochody i nadzwyczajne oszczędności w wydatkach publicznych prowadzą do nadzwyczajnej aktywności legislacyjnej wykorzystującej ten stan.

Potwierdza to analiza kształtowania polityki fiskalnej w nowych krajach członkowskich UE z Europy Środkowej w okresie boomu poakcesyjnego. Od przystąpienia do UE do 2007 r. saldo sektora finansów publicznych poprawiło się we wszystkich krajach naszego regionu z wyjątkiem Rumunii. Ale tylko w trzech krajach – na Węgrzech, w Polsce i w Czechach – nastąpiła poprawa salda strukturalnego finansów publicznych<sup>19</sup>. Te trzy kraje pokrywają się z trójką państw, które w momencie przystąpienia do UE miały największe deficyty w regionie, a dwa z nich – Węgry i Polska – były w tej grupie także w 2007 r. W pozostałych krajach regionu saldo strukturalne pogorszyło się – najbardziej w krajach nadbałtyckich<sup>20</sup>, w których łączny popyt rósł najszybciej, zarówno w ujęciu absolutnym, jak i w porównaniu z produktem potencjalnym (MFW 2012, Rosenberg 2008).

<sup>18</sup> Kształtowanie się dynamiki kredytu, ich strukturę walutową i sposób finansowania w krajach Europy Środkowej przed globalnym kryzysem finansowym opisują m.in. Chmielewski i Sławiński (2010). W pracy tej można również znaleźć listę prac dotyczących skutków masowego udzielania kredytów walutowych w tym regionie.

<sup>19</sup> Trzeba przy tym zaznaczyć, że saldo strukturalne zazwyczaj również charakteryzuje się pewną procyklicznością. Żadna z metod jego wyznaczania nie pozwala w pełni wyeliminować nadzwyczajnych dochodów i wydatków publicznych.

<sup>20</sup> Podobnej skali pogorszenie salda strukturalnego co w krajach nadbałtyckich wystąpiło również w Słowenii. Wzrost łącznego popytu w tym kraju również znacząco przekraczał wzrost produktu potencjalnego. Luka popytowa w 2007 r. przekroczyła tam 7,2%. Jednocześnie Słowenia należała do 4 krajów regionu z nadwyżką w finansach publicznych (MFW 2012).

Od czasu pracy Gavina i innych (1996) przeprowadzono wiele badań, które wskazują na procykliczne kształtowanie polityki fiskalnej w krajach rozwijających się; ich przegląd dają np. Ilzetzki i Vegh (2008)<sup>21</sup>.

Polityka fiskalna może natomiast i powinna wspierać politykę pieniężną w niedopuszczeniu do pojawienia się opisanych wcześniej nierównowag. Jej zacieśnienie, zanim aktywność gospodarcza stanie się wysoka, ograniczyłoby ryzyko osiągnięcia przez łączny popyt dynamiki, przy której polityka makroekonomiczna miałaby zwężone możliwości stabilizowania gospodarki. Ponadto dawałoby gwarancję, że polityka fiskalna nie stanie się źródłem nadmiernego napływu kapitału i w efekcie dużej zmienności jego przepływów. W sytuacji, w której polityka głównych banków centralnych tworzy warunki do dużych napływów i nagłych odpływów kapitału, poprawiałoby to bowiem saldo obrotów bieżących odpowiadające równowadze. Jest ono równe wartości bieżącej zmiany różnicy między PKB a sumą inwestycji i konsumpcji państwowej (zob. Gosh 1995 lub Gosh i in. 2012). Poprawia się ono w szczególności w przypadku przejściowego obniżenia wydatków konsumpcyjnych państwa.

Analiza epizodów dużych napływów kapitału do 55 krajów rozwijających się w latach 1980–2009, przeprowadzona przez Ghosha i innych (2012) potwierdza, że choć pojawienie się tych napływów jest powodowane przez czynniki globalne, w tym zwłaszcza zmiany stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i awersję do ryzyka na globalnych rynkach, to na ich rozmiary wpływają również czynniki krajowe, w tym potrzeby zewnętrznego finansowania. Według szacunków tych ekonomistów prawdopodobieństwo dużego napływu kapitału do krajów z istotnym deficytem obrotów bieżących jest dwa do dwóch i pół razy większe (w zależności od poziomu awersji do ryzyka na globalnych rynkach) niż do pozostałych krajów.

## Podsumowanie

Dużą część z najczęściej wymienianych przyczyn ostatniego globalnego kryzysu finansowego, w tym w szczególności dwie zasadnicze, można wiązać z ułomnościami MSM. Z jednej strony, koncentracja na wewnętrznej stabilności prowadziła główne banki centralne na świecie do utrzymywania stóp procentowych na zbyt niskim poziomie przez zbyt długi czas przed kryzysem. Z drugiej strony, brak wiary w dostęp do instrumentów zapewniających międzynarodową płynność oraz obawy przed upłynnieniem kursu walutowego skłaniały wiele krajów rozwijających się do akumulowania olbrzymich rezerw walutowych, inwestowanych następnie w krajach wysoko rozwiniętych i nasilających zjawisko poszukiwania wysokich stóp zwrotu.

---

<sup>21</sup> W polskiej literaturze ekonomicznej zagadnieniu reakcji polityki fiskalnej na wahania koniunktury jest poświęcona m.in. część pracy Mackiewicza (2010).



Te słabości MSM wydają się obecnie bardziej poważne niż przed wybuchem kryzysu. Z jednej strony, olbrzymia skala wewnętrznych nierównowag i ich uporczywość będą prawdopodobnie odciągać uwagę głównych banków centralnych od konsekwencji ich działań dla krajów rozwijających się. Z drugiej strony, niepewność w gospodarce światowej i duże wahania w przepływach kapitałów będą zachęcać kraje rozwijające się do akumulowania coraz większych rezerw walutowych.


Stopy procentowe bliskie zera w najważniejszych krajach wysoko rozwiniętych oraz wysokie deficyty w finansach publicznych hamują restrukturyzację: obniżają stopę wyjść, utrudniają przepływ czynników wytwórczych do bardziej efektywnych zastosowań i osłabiają bodźce do poprawy produktywności w przedsiębiorstwach, w których jest ona niska. Tymczasem restrukturyzacja jest procesem, którego te gospodarki najbardziej potrzebują po kryzysie, jeżeli tempo ich wzrostu ma powrócić do wcześniej obserwowanych poziomów.

W warunkach stóp procentowych bliskich zera kraje rozwijające się powinny być gotowe do prowadzenia polityki makroekonomicznej w sposób wydłużający okres dochodzenia do wysokiej aktywności gospodarczej. W przeciwnym razie będą ryzykowały znalezienie się w sytuacji, w której mogą całkowicie stracić kontrolę nad krajowymi warunkami makroekonomicznymi.

Tekst wpłynął: 15 maja 2012 r.

## Bibliografia

- Adrian T., Shin H., *Liquidity and Leverage*, „FRB Staff Report” 2009, nr 328.
- Ahuja A., Chalk N., Nabar M., N'Diaye P., Porter N., *An End to China's Imbalances?*, IMF Working Paper 2012, nr 100.
- Angeloni I., Bénassy-Quéré A., Carton B., Darvas Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallée S., *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective*, CEPII Research Report 2011, nr 01, Bruegel Blueprint 13.
- Baba N., Nishioka S., Oda N., Shirakawa M., Ueda K., Ugai H., *Japan's Deflation, Problems in the Financial System and Monetary Policy*, BIS Working Paper 2005, nr 188.
- Bakker B., Gulde A., *The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?*, IMF Working Paper 2010, nr 130.
- Bank Światowy, *Global Economic Prospects. Uncertainties and Vulnerabilities*, Washington D.C., World Bank 2012.
- Bénassy-Quéré A., Pisani-Ferry J., *What International Monetary System for a Fast-Changing World Economy?*, Bruegel Working Paper 2011, nr 06.
- Bénassy-Quéré A., Pisani-Ferry J., Yongding Y., *Reform of the International Monetary System: Some Concrete Steps*, „Bruegel Policy Contribution” 2011, nr 03.
- Bernanke B.S., *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, The Sandridge Lecture Richmond, 2005.
- Bernanke B.S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association Atlanta, Georgia 2010.

- Bernanke B.S., Gertler M., *Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations*, NBER Working Papers 1986, nr 2015.
- Bernanke B.S., Gertler M., *How Should Central Bankers Respond to Asset Prices?*, „American Economic Review Papers and Proceedings” 2010, nr 91(2).
- Bester H., *Screening Versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review” 1985, nr 75.
- BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 – Final Results*, Bank for International Settlements, Basel, December 2010. 
- Blanchard O.J., *Debt, Deficits, and Finite Horizons*, „The Journal of Political Economy” 1985 nr 93(2).
- Blanchard O.J., *Comment on Giavazzi and Pagano*, NBER Macroeconomics Annual 1990.
- Borio C.E.V., Zhu H., *Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Paper 2008, nr 268.
- Bracke T., Bunda I., *Exchange Rate Anchoring. Is There Still a De Facto US Dollar Standard?*, ECB Working Paper 2011, nr 1353.
- Bracke T., Fidora M., *Global Liquidity Glut or Global Savings Glut? A Structural VAR Approach*, ECB Working Paper 2008, nr 911.
- Brunnermeier M., Crocket A., Goodhart Ch., Persaud A.D., Shin H., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, „Geneva Reports on the World Economy” 2009, nr 11.
- Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedźwiedzińska J., *Substitution Between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe. Do Central Banks Matter?*, ECB Working Paper 2010, nr 1187.
- Bullard J., *Seven Faces of „The Peril”*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2010, nr 92(5).
- Caballero R., Hoshi T., Kashyap A.K., *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, NBER Working Paper 2006, nr 12129.
- Caballero R., Krishnamurthy A., *Global Imbalances and Financial Fragility*, „American Economic Review Papers and Proceedings” 2009, nr 99(2).
- Calvo G.A., Reinhart C.M., *Fear of Floating*, „Quarterly Journal of Economics” 2002, nr 67(2).
- Chen J., Imam P., *Consequences of Asset Shortages in Emerging Markets*, IMF Working Paper 2012, nr 102.
- Chmielewski T., Sławiński A., *Wykorzystanie instrumentów nadzorczych w polityce makro-stabilnościowej*, „Zarządzanie publiczne” 2010, nr 13(3).
- Ciżkowicz P., Rzońca A., *Skutki ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera*, „Zarządzanie publiczne” 2011, nr 2–3(16–17).
- Coval J.D., Jurek J.W., Stafford E., *Economic Catastrophe Bonds*, „American Economic Review” 2009, nr 99.
- Dale S., *Inflation Targeting: Learning the Lessons from the Financial Crisis*, Remarks at the Society of Business Economists’ Annual Conference, London 2009.
- Diamond D.W., Rajan R.G., *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, „American Economic Review. Papers and Proceedings” 2009a, nr 99.
- Diamond D.W., Rajan R.G., *Illiquidity and Interest Rate Policy*, „NBER Working Paper” 2009b, nr 15197.
- G-20, *Final Report of the G20 Working Group on the Reform of the International Monetary System (IMS)*, September 2011.

- Gagnon J.E., *Global Imbalances and Foreign Asset Expansion by Developing Economy Central Banks*, Peterson Institute for International Economics Working Paper 2012, nr 12–5.
- Gavin M., Hausmann R., Perotti R., Talvi E., *Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness*, Inter-American Development Bank Working Paper 1996, nr 326.
- Ghosh A., *International Capital Mobility amongst the Major Industrialised Countries: Too Little or Too Much?*, „Economic Journal” 1995, nr 105(428).
- Ghosh A.R., Kim J., Qureshi M.S., Zalduendo J., *Surges*, IMF Working Paper 2012, nr 22.
- Greenspan A., *Opening Remarks*, Speech at the Jackson Hole Symposium organized by the Kansas City Federal Reserve Bank, 2002.
- Greenwald B., Stiglitz, J.E., Weiss A., *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*, „American Economic Review” 1984, nr 74(2).
- Griliches Z., Regev H., *Firm Productivity in Israeli Industry, 1979–1988*, „Journal of Econometrics” 1995, 65(1).
- Hamao Y., Mei J., Xu Y., *Unique Symptoms of Japanese Stagnation: An Equity Market Perspective*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2007, nr 39(4).
- Hannoun H., *Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy*, Speech at the 47<sup>th</sup> SEACEN Governors’ Conference in Seoul 2012.
- Hosono K., Sakuragawa M., *Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market*, Nagoya City University Discussion Papers in Economics 2003, nr 345.
- Ilzetzki E., Vegh C.A., *Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?*, „NBER Working Paper” 2008, nr 14191.
- Kaminsky G., Reinhart C., Végh C., *When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*, NBER Working Paper 2004, nr 10780.
- Kobayashi T., Spiegel M.M., Yamori N., *Quantitative Easing and Japanese Bank Equity Values*, „Journal of the Japanese and International Economies” 2006, nr 20(4).
- Leland H.E., Pyle D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „Journal of Finance” 1977, nr 32(2).
- Levechenko A., Lewis L., Tesar L., *The Collapse of International Trade During the 2008–2009 Crisis*, NBER Working Paper 2010, nr 16006.
- Mackiewicz M., *Stabilizacyjna polityka fiskalna w krajach OECD*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Magud N.E., Reinhart C.M., Vesperoni E.R., *Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms*, „IMF Working Paper” 2012, nr 12/41.
- Malmendier U., Nagel S., *Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-taking?*, NBER Working Paper 2009, nr 14813.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, International Monetary Fund, Washington D.C., February 2009a.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington D.C., October 2009b.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Central Banking Lessons from the Crisis*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2010.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Ukraine: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement*, IMF Country Report 2011, nr 325.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington D.C., April 2012.

- Moshirian F., *The Global Financial Crisis and the Evolution of Markets, Institutions and Regulation*, „Journal of Banking & Finance” 2011, nr 35.
- Nakakuki M., Otani A., Shiratsuka S., *Distortions in Factor Markets and Structural Adjustments in the Economy*, „Monetary and Economic Studies” 2004, nr 22(2).
- Nechio F., *Monetary Policy When One Size Does Not Fit All*, „FRBSF Economic Letter”, June 2011.
- Obstfeld M., Rogoff K., *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, „Centre for Economic Policy Research Discussion Paper” 2009, nr 7606.
- Peek J., Rosengren E., *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, „American Economic Review” 2005, nr 95(4).
- Rosenberg Ch., *Central and Eastern Europe: Global Spillovers and External Vulnerabilities*, Presentation at the ICEG Annual Conference in Brussels, May 2012.
- Rzońca A., *Niekeynesowskie skutki zacieśnienia polityki fiskalnej. Zmodyfikowany model Blancharda. Część II*, „Bank i Kredyt” 2004, 34(11–12).
- Schadler S., Mody A., Abiad A., Leigh D., *Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union*, „IMF Occasional Paper” 2006, nr 252.
- Smith D.C., *Loans to Japanese Borrowers*, „Journal of Japanese and International Economies” 2003, nr 17(3).
- Spiegel M.M., *Did Quantitative Easing by the Bank of Japan “Work”?*, „FRBSF Economic Letter” 2006, nr 28.
- Taylor J.B., *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford 2009.
- Walsh C.E., *Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, Paper prepared for the Jackson Hole Symposium organized by the Kansas City Federal Reserve Bank, 2009.
- Warnock F., Warnock V.C., *International Capital Flows and U.S. Interest Rates*, „Journal of International Money and Finance” 2009, nr 28.
- Zagadki wzrostu gospodarczego. Siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, red. L. Balcerowicz, A. Rzońca, C.H. Beck, Warszawa 2010.

McKinnon 1993

Olivier 2000

Caballero 2007

Foster,...



**INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM  
AND GLOBAL FINANCIAL CRISIS:  
LESSONS FOR MACROECONOMIC POLICY  
IN THE DEVELOPING COUNTRIES**

**Summary**

The paper shows that the basic causes of the recent global financial crisis, e.i. low interest rates in major developed economies combined with surplus savings in the developing countries, may be linked with the deficiencies inherent in the international monetary system. The authors argue that these deficiencies have amplified

as the result of the crisis. This conclusion serves to project the probable design of macroeconomic policies to be performed in the developed and developing countries. The authors point at high costs of the macroeconomic policy performed by the major developed countries in their reaction to the crisis, which are reflected mainly in the delayed restructuring of the economies. Then the authors discuss the threats that arise from this reaction for the development of the emerging economies. In their opinion, this situation may justify a deliberate policy of a slower revival. The more disciplined fiscal and monetary policy may be supported by some precautionary regulations.

**Key words:** international monetary system ♦ global financial crisis ♦ interest rates ♦ precautionary regulations

## **МЕЖДУНАРОДНАЯ МОНЕТАРНАЯ СИСТЕМА И ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС. ВЫВОДЫ ДЛЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ**

### **Резюме**

В статье предлагается тезис, что основные причины последнего глобального финансового кризиса, т.е. низкие процентные ставки в главных высокоразвитых странах и слишком высокие сбережения в развивающихся странах, можно связать с недостатками международной монетарной системы. Авторы утверждают, что эти недостатки усилились вследствие кризиса. Этот вывод помогает определить предполагаемое направление макроэкономической политики в главных высокоразвитых странах и в развивающихся странах. Авторы обращают внимание на издержки макроэкономической политики, проводимой главными высокоразвитыми странами в реакции на кризис, которые проявляются прежде всего в замедлении реструктуризации. Затем авторы указывают на угрозы, которые возникают в результате такой реакции для развивающихся стран. По мнению авторов, эти угрозы обосновывают такую макроэкономическую политику, которая растягивает период возвращения к высокой экономической активности. Поддержкой для дисциплинированной макроэкономической политики могут стать некоторые урегулирования, сдерживающие финансовые риски.

**Ключевые слова:** международная монетарная система ♦ глобальный финансовый кризис ♦ процентные ставки ♦ урегулирования ♦ сдерживающие финансовые риски

