

Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego: duża odporność czy podatność?***

Uwagi wstępne

Choć przyczyny, mechanizmy i skutki obecnego kryzysu są jeszcze stosunkowo słabo rozpoznane i pozostają przedmiotem poważnych kontrowersji, to jego zakres budzi znacznie mniej wątpliwości. Dotyczy to zarówno geograficznego, jak i sektorowego zakresu kryzysu. Mimo relatywnych różnic co do stopnia, w jakim dotknięte zostały nim poszczególne kraje i grupy krajów można ogólnie stwierdzić, że w skali świata doszło do bardzo silnego zsynchronizowania procesu wzrostu gospodarczego. Linie obrazujące zmiany PKB w krajach rozwiniętych i rozwijających się przebiegają w zasadzie równolegle, aczkolwiek są przesunięte o kilka punktów procentowych. Właściwie wszyscy komentatorzy zgodnie mówią o kryzysie światowym, o czym świadczą m.in. liczne porównania z Wielkim Kryzysem lat 30. Również zakres sektorowy kryzysu nie jest przedmiotem poważniejszych sporów. Choć początkowo „zarażeniu” podlegały kolejne segmenty sektora finansowego, to stosunkowo szybko przeniknął on do sfery realnej. Pogorszenie się sytuacji dochodowej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w wyniku recesji lub silnego spadku tempa wzrostu zaczęło wywoływać niekorzystne efekty wtórne w sektorze finansowym. Choć więc obecny kryzys rozpoczął się w sektorze finansowym krajów wysoko rozwiniętych, to stosunkowo szybko – poprzez kanał finansowy i handlowy – rozprzestrzenił się na pozostałe kraje.

Celem artykułu jest wskazanie na te wątki analizy teoretycznej i empirycznej, które pomagają lepiej zrozumieć znaczenie czynników, od których zależy stopień uodpornienia się krajów na średnim poziomie rozwoju¹ na zjawiska kryzysowe, które mają swe źródła głównie w gospodarkach wysoko rozwiniętych. W części drugiej uwaga poświęcona zostanie spornym kwestiom dotyczącym teoretycznego wyjaśnienia przyczyn i przebiegu obecnego kryzysu. Choć bowiem jego pierwotne przyczyny można traktować z perspektywy gospodarek wschodzących jako zewnętrzne, to ich diagnoza jest bardzo ważna przede

* Autor jest pracownikiem Katedry Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, e-mail: wojtyna@uek.krakow.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2010 r.

** Artykuł stanowi fragment pracy zbiorowej przygotowanej w ramach badań statutowych prowadzonych w Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. Książka ukaże się nakładem PWE w końcu br.

¹ Pojęcia „gospodarki wschodzące” i „kraje na średnim poziomie rozwoju” są w artykule stosowane zamiennie.

wszystkim ze względu na wtórne interakcje między sferą finansową i sferą realną, których mechanizm może mieć już dużo bardziej podobny charakter. Istotne jest w tym przypadku również to, że w wielu interpretacjach kryzysu jako jedną z najważniejszych bezpośrednich jego przyczyn podaje się stany nierównowagi globalnej (*global imbalances*) i leżącą u ich podstaw politykę gospodarczą prowadzoną przez gospodarki wschodzące. Tak czy inaczej, kluczowe znaczenie ma to, że odporność lub podatność na zewnętrzne zjawiska kryzysowe zależy w tych krajach zarówno od strukturalnych i instytucjonalnych cech gospodarki, jak i od pierwotnych przyczyn kryzysu oraz mechanizmu ich transmisji w skali międzynarodowej. Od interakcji tych dwu grup czynników zależy też będzie tempo wychodzenia ze spowolnienia gospodarczego.

Ze względu na ich istotne znaczenie dla mechanizmu transmisji zjawisk kryzysowych do i z krajów na średnim poziomie rozwoju, w części trzeciej uwypuklone zostanie zjawisko stanów nierównowagi globalnej. Zjawisko to zostanie następnie powiązane z szerszym problemem kosztów i korzyści globalizacji finansowej oraz z powracającą tezą o możliwości odłączenia się (*decoupling*) przebiegu koniunktury w krajach wysoko- i słabiej rozwiniętych. W części czwartej omówione zostaną natomiast w sposób syntetyczny wyniki tych badań empirycznych, które próbują określić relatywne znaczenie czynników decydujących o odporności krajów na średnim poziomie rozwoju na obecny kryzys.

Spór wokół przyczyn obecnego kryzysu

Diagnoza przyczyn obecnego kryzysu jest jeszcze na bardzo wstępnym etapie. Już teraz dominuje jednak przekonanie, że ze względu na jego światowy zasięg, duże znaczenie czynników psychologicznych („zachowań stadnych”) oraz silne interakcje między sferą finansową i sferą realną jest on podobny do Wielkiego Kryzysu lat 30. Można więc przypuszczać, że pełniejsza ocena przyczyn obecnego kryzysu będzie możliwa dopiero za kilka, a może nawet za kilkanaście lat. Wynika to, po pierwsze stąd, że mimo dosyć wyraźnych oznak ożywienia trudno uznać, że wyjście z recesji można utożsamiać z przezwyciężeniem kryzysu². Po drugie, bardziej precyzyjna ocena przyczyn wymaga pogłębionej wiedzy na temat skutków kryzysu, a wiele spośród nich ujawni się z pełną siłą ze znacznym opóźnieniem. Po trzecie, obecny kryzys wywołał poważne wątpliwości co do teoretycznego i metodologicznego statusu ekonomii głównego nurtu oraz przydatności wykorzystywanych przez nią narzędzi poznawczych do wyjaśnienia i możliwości przewidzenia tak skomplikowanego zjawiska.

Ponieważ ekonomia głównego nurtu w dużej mierze zawiodła, a pojawienie się w bliskiej perspektywie nowej ogólnej teorii jest mało prawdopodobne, uwaga badaczy skierowała się bądź na wcześniejsze, bądź też na współczesne, ale nieortodoksyjne nurty ekonomii. W tym miejscu możliwe jest jedynie bardzo

² W opracowaniu przyjmuje się, że pojęcie „kryzys” odnosi się do kryzysu finansowego, natomiast jego skutki dla sfery realnej są określane jako recesja lub spowolnienie wzrostu.

pobieżne wskazanie na kierunki badań, które dzięki kryzysowi zyskały bardzo wyraźnie na popularności. Po pierwsze, ze względu na analogie z Wielkim Kryzysem, swoisty renesans przeżywa teoria Keynesa. Jak zwracają jednak uwagę wybitni znawcy jego myśli, dla zrozumienia istoty obecnego kryzysu przydatna jest nie tyle sama „Ogólna teoria”, ile wcześniejsze prace, a przede wszystkim „Traktat o pieniądzu” [Leijonhufvud, 2009]. Po drugie, poszukiwanie endogenicznego mechanizmu wiążącego w cyklu koniunkturalnym dynamikę zjawisk w sferze realnej i finansowej skierowała ponownie uwagę badaczy na teorię Minsky’ego oraz na poglądy szkoły austriackiej. Po trzecie, duże znaczenie baniek spekulacyjnych i „zachowań stadnych” w obecnym kryzysie zwiększyło skokowo zainteresowanie dorobkiem ekonomii behawioralnej. Po czwarte, doświadczenia „straconej dekady” w Japonii wskazują, że również bardzo ważnym elementem obecnego kryzysu jest silny wzrost zadłużenia podmiotów gospodarczych w wyniku nadmiernego lewarowania. Dlatego przydatna w zrozumieniu jego charakteru i przebiegu okazuje się koncepcja recesji bilansowej (*balance-sheet recession*) Koo [2008], która jednocześnie stanowi pewne istotne uzupełnienie teorii Keynesa. Po piąte, ekonomiści ponownie i bardziej krytycznie przyjrzeni się wynikom badań nad kanałami transmisji impulsów koniunkturalnych w skali międzynarodowej oraz nad kosztami i korzyściami finansowej globalizacji i liberalizacji [Kose *et al.*, 2009], [Rodrik, Subramanian, 2009]. Po szóste, pojawiły się ważne nowe prace na temat historii kryzysów finansowych oparte na dużo dłuższych szeregach czasowych i uwzględniające znacznie większą liczbę krajów oraz przekrojów analizy (przede wszystkim [Reinhart, Rogoff, 2009]).

W tej mozaice uzupełniających się badań teoretycznych i empirycznych brak jest na razie szerszej, unifikującej perspektywy. Choć każdy z tych nurtów okazuje się przydatny w pełniejszym zrozumieniu określonego kluczowego aspektu obecnego kryzysu, to jednocześnie pomija jego inne wymiary. Jedne koncepcje rzucają np. ciekawe światło na interakcje między sferą finansową i realną, ale analiza ograniczona jest do wymiaru krajowego. Z kolei koncepcje akcentujące wymiar międzynarodowy w niewielkim stopniu uwzględniają przenoszenie się impulsów między różnymi sektorami gospodarki.

Podobny mozaikowy charakter ma też dominujący w literaturze pogląd na bezpośrednie przyczyny obecnego kryzysu. Zdecydowana większość autorów jest dosyć zgodna w kwestii katalogu głównych przyczyn, jak również co do tego, że to ich specyficzny splot doprowadził do zdarzenia mało prawdopodobnego, ale o dużych skutkach (*low probability high impact event*). Ekonomiści są natomiast zdecydowanie mniej zgodni w ocenie relatywnego znaczenia poszczególnych przyczyn oraz charakteru występujących między nimi zależności (kierunku zależności przyczynowych, ich wzajemnego wzmocnienia się bądź neutralizowania itp.). Stiglitz [2010, s. 11] porównuje obrazowo trudności w wyjaśnieniu przyczyn obecnego kryzysu do obierania cebuli: każde kolejne wyjaśnienie rodzi dalsze pytanie.

Niezależnie od konkretnego charakteru powiązań między poszczególnymi przyczynami i bez przypisywania każdej z nich określonej wagi można jako

punkt wyjścia przyjąć za Bootle'm [2009, s. 8], że kryzys „jest rezultatem interakcji ośmiu silnych czynników: bańki na rynku nieruchomości; eksplozji długu; słabości finansowej banków; nieumiejętnej wyceny ryzyka; błędu w polityce pieniężnej; nadmiernej skłonności do oszczędzania w Chinach i w niektórych innych krajach; pobłażliwości i niekompetencji instytucji regulujących oraz uległości agencji ratingowych”³. Do każdego z tych czynników odnosi się oczywiście „analogia z cebulą”. Stiglitz [2010], który w swojej książce omawia w zasadzie podobny katalog przyczyn, podkreśla, że u ich podstaw leżą wadliwe bodźce. To jednak, jego zdaniem, rodzi kolejne pytanie: „a dlaczego zawiódł system bodźców? Dlaczego rynek nie »zdyscyplinował« przedsiębiorstw, które zastosowały niewłaściwą strukturę zachęt tak jak przewiduje to teoria?”. Odpowiedzi na te głębsze pytania Stiglitz upatruje m.in. w wadach systemu nadzoru korporacyjnego, niepełnego egzekwowania przepisów prawa w zakresie konkurencji, niedoskonałej konkurencji i niewłaściwego zrozumienia ryzyka przez część inwestorów (s. 11). Natomiast Bootle [2009, s. 21-25] jako przyczynę leżącą u podstaw ośmiu wymienionych czynników uznaje narzucane innym błędne poglądy ekonomistów, co ironicznie określa jako „dyktaturę profesoriatu” (s. 22)⁴.

Na najbardziej ogólnym poziomie kontrowersje wokół przyczyn obecnego kryzysu stanowią kolejną historyczną odsłonę tradycyjnej dychotomii: zawodności rynku *versus*, zawodności państwa. Śledzenie dyskusji toczącej się w minionych trzech latach unaocznia, w jak silnym stopniu siła perswazji każdej ze stron zależy od tego, z której „warstwy cebuli” wywodzą się argumenty. Przy braku bardziej ogólnej, w miarę powszechnie akceptowanej koncepcji kryzysu, stosunkowo łatwo budować jest każdej ze stron dosyć przekonującą argumentację rozpoczynającą się od arbitralnie wybranego ogniwa zależności przyczynowej. Polaryzacja stanowisk jest oczywiście zdecydowanie silniejsza wśród polityków i publicystów, ale w stopniu znacznie większym niż do niedawna można było przypuszczać, dotyczy także ekonomistów. Stopniowo zaczyna jednak przeważać pogląd, że u podstaw obecnego kryzysu leżą wynikające z innowacji finansowych defekty rynku, za którymi nie nadążają skuteczne, adekwatne do nowych potrzeb, rozwiązania regulacyjne. Pojawiają się już pierwsze, spójne z tą interpretacją, próby uogólnienia przyczyn kilku ostatnich kryzysów finansowych. Kay [2010] uważa np., że obecny kryzys jest trzecią fazą poważniejszego i dłuższego kryzysu finansowego. Mimo że sposób przejawiania się podstawowego problemu był w każdej fazie odmienny, to główny mechanizm i głębsze przyczyny były według niego podobne. Przyczynami tymi były wypaczone bodźce oraz dysfunkcjonalne struktury instytucjonalne. Najważniejszym błędem było tu zniesienie w końcowych dekadach ubiegłego wieku restrykcji, które narzucały instytucjom finansowym rozdział funkcji. Z kolei działania ułatwiające wy-

³ Na tle innych pozycji literatury może dziwić brak wyeksponowania roli premii dla menedżerów podejmujących decyzje inwestycyjne w bankach. Jednakże czynnik ten jest obecny *implicite* w wymienionych przyczynach, co wynika z ich bliższej charakterystyki.

⁴ Również Stiglitz zgłasza w swojej książce poważne zastrzeżenia wobec własnej profesji.

ście z kryzysu, zamiast rozwiązywać podstawowy problem zwiększały jedynie amplitudę wahań w kolejnym kryzysie⁵.

Należy ponadto podkreślić, że ocena przyczyn obecnego kryzysu, a przede wszystkim relatywnego znaczenia każdej z nich ulega ewolucji. Wynika to nie tylko z postępu w prowadzonych badaniach, ale również – a nawet przede wszystkim – z prostego faktu, że sam kryzys jeszcze się nie zakończył. Relatywne znaczenie danej przyczyny czy też danego ogniwa w łańcuchu zależności przyczynowych może być poza tym wyraźnie różne w zależności od stadium kryzysu⁶. Kryzys grecki i ryzyko jego rozprzestrzenienia się na inne kraje strefy euro unaocznili wyraźnie, że pojawiło się nowe stadium związane z kryzysem finansów publicznych, które przesunęło w czasie perspektywę trwałego ożywienia i przez najbliższe lata będzie determinować sytuację gospodarczą⁷.

Spośród wielu już dostępnych interpretacji przyczyn i mechanizmu obecnego kryzysu, na uwagę z punktu widzenia tematu niniejszego artykułu zasługuje z pewnością praca Blancharda [2009]⁸. Na atrakcyjność zaproponowanej przez niego interpretacji składa się to, że: a) oferuje ona ogólne, spójne wyjaśnienie, na które składają się cztery warunki początkowe oraz dwa mechanizmy amplifikujące; b) zachodzące między obydwojma mechanizmami liczne interakcje pozwalają objąć analizą efekt zarażania nie tylko między różnymi rodzajami aktywów i różnymi instytucjami, ale także rozprzestrzenianie się kryzysu na gospodarkę wschodzące; c) wyraźnie określony jest horyzont czasowy analizy: wyłączony jest z niej okres, gdy silnie widoczne stały się już skutki dla sfery realnej; d) schemat teoretyczny dobrze odwzorowuje przebieg kryzysu w czasie rzeczywistym oraz e) z oceny przyczyn i mechanizmów kryzysu wynikają krótko- i długookresowe zalecenia dla polityki ekonomicznej.

Blanchard wskazuje, że współwystępowanie następujących czterech warunków początkowych odegrało kluczową rolę: a) niedoszacowania ryzyka cechującego nowo emitowane aktywa; b) braku przejrzystego odzwierciedlenia tworzonych na tej podstawie skomplikowanych i trudnych do wyceny instrumentów pochodnych w bilansach instytucji finansowych; c) silnych krajowych i międzynarodowych powiązań (*connectedness*) między instytucjami finansowymi oraz

⁵ Jak sugestywnie zauważa, „w imię zachwalanych przez nas wolnych rynków stworzyliśmy potwora, który teraz grozi ich zniszczeniem”.

⁶ W najnowszym raporcie Banku Rozliczeń Międzynarodowych [BIS, 2009, s. 16-36] zaproponowana została następująca periodyzacja „globalnego kryzysu finansowego”: A. Wczesne stadia: Stadium 1 – „preludium” (do połowy marca 2008) i Stadium 2 – „wydarzenia prowadzące do bankructwa Lehman Brothers” (od połowy marca do połowy września 2008); B. Kryzys zaufania: Stadium 3 – „globalna utrata zaufania” (od połowy września do końca października 2008); C. Makroekonomiczne i finansowe efekty przenikania w skali globalnej: Stadium 4 – „inwestorzy koncentrują uwagę na globalnym spowolnieniu gospodarczym” (od końca października 2008 do połowy marca 2009) i Stadium 5 – „pierwsze oznaki stabilizacji” (od połowy marca 2009).

⁷ Zob. szerzej BIS [2010, rozdz. 5], Coggan [2010].

⁸ Syntetyczne ujęcia mechanizmów obecnego kryzysu, w pewnym stopniu komplementarne wobec podejścia Blancharda, zawierają też prace Brunnermeiera [2009] oraz Diamonda i Rahana [2009].

d) wysokiego poziomu lewarowania w całym systemie finansowym. Interakcja tych czynników spowodowała, że bardzo silnie wzrósł poziom niepewności dotyczący stanu bilansów bardzo dużej liczby podmiotów. Z kolei pierwszy z mechanizmów amplifikacji zjawisk kryzysowych autor określa jako współczesną wersję paniki bankowej. Współczesna panika różni się istotnie od tradycyjnej, ponieważ, po pierwsze, depozyty są obecnie ubezpieczone, co zmniejsza bodźce do ich wycofywania oraz po drugie, banki i inne instytucje finansowe swoją działalność finansują obecnie głównie krótkookresowym kredytem uzyskanym na rynku międzybankowym. Współcześnie więc jako zagrożona będzie traktowana ta instytucja, która ma kłopoty z uzyskaniem finansowania na rynku międzybankowym. Efekt jest jednak podobny jak w czasie tradycyjnej paniki: jeśli możliwość zaciągnięcia kredytu ulega wyraźnemu ograniczeniu, to konieczna staje się sprzedaż aktywów. W sytuacji gdy zjawisko zaczyna nabierać charakteru makroekonomicznego, a wartość oferowanych aktywów jest trudna do oszacowania, to ich ceny zaczynają szybko spadać pogarszając bilanse wszystkich instytucji posiadających te aktywa. Drugi mechanizm amplifikacji wiąże się natomiast z tym, że wraz ze spadkiem cen aktywów obniża się wartość kapitału. Wówczas bank musi podjąć działania, aby poprawić swój współczynnik kapitałowy ze względu na wymogi stawiane przez urząd regulacyjny oraz żeby zmniejszyć obawy inwestorów. Ponieważ w warunkach wzrostu niepewności trudno jest uzyskać potrzebne środki od zewnętrznych inwestorów, poprawa współczynnika może dokonać się tylko przez odlewarowanie, a to (podobnie jak w przypadku pierwszego mechanizmu) wymaga sprzedaży części aktywów lub ograniczenia akcji kredytowej.

Jak podkreśla Blanchard, teoretycznie rzecz biorąc, panika może wystąpić nawet bez początkowego spadku cen aktywów. Może mianowicie zadziałać mechanizm samosprawdzającego się proroctwa: pojawienie się bariery dostępu do źródeł finansowania wymusza sprzedaż aktywów, co *ex post* uzasadnia decyzję o wstrzymaniu finansowania. Panika jest oczywiście znacznie bardziej prawdopodobna, jeśli znaczna jest niepewność co do wartości aktywów. Z drugiej strony, firmy mogą dążyć do poprawienia współczynnika kapitałowego, nawet jeśli nie mają krótkookresowych problemów z finansowaniem się i nie grozi im ucieczka inwestorów⁹.

Opisane przez Blancharda interakcje między warunkami początkowymi i mechanizmami kryzysu mają istotne implikacje dla gospodarek wschodzących. Jak wiadomo, w tych krajach instytucje finansowe są w decydującej mierze własnością podmiotów zagranicznych. Jeśli podmioty te znajdują się w trudnej sytuacji finansowej, to mogą próbować ją poprawić nie poprzez sprzedaż aktywów, lecz poprzez wstrzymanie linii kredytowych dla swoich zagranicznych filii lub nawet poprzez wycofywanie (drenowanie) ich środków. Wówczas to filie staną w obliczu pogarszającego się współczynnika kapitałowego, co praw-

⁹ Ten ostatni mechanizm odgrywa kluczową rolę we wspomnianej już koncepcji recesji bilansowej zaproponowanej przez Koo [2008] jako główne wyjaśnienie „straconej dekady” Japonii lat 90.

dopodobnie przełoży się na znaczne ograniczenie podaży kredytów zarówno na rynku międzybankowym, jak i dla podmiotów sfery realnej.

Niezależnie od powyższego „kanału zarażania” kryzys w krajach rozwiniętych oznacza spadek zaufania do uważanych za mniej bezpieczne aktywów gospodarek wschodzących. Efektem tego staje się ogólny odpływ kapitału z tych krajów, co stwarza presję deprecjacyjną i ryzyko kryzysu walutowego. Osłabianie się kursu walutowego prowadzi z kolei do niekorzystnych efektów bilansowych w postaci walutowego niedopasowania (*currency mismatch*) struktury aktywów i pasywów, co pogłębia zadłużenie podmiotów.

Udział gospodarek wschodzących w globalizacji finansowej jako jedna z przyczyn kryzysu

Historycy gospodarczy zaliczą najprawdopodobniej obecny kryzys finansowy do tych, których pierwotne źródła tkwiły w krajach wysoko rozwiniętych¹⁰ i którego skutki przeniesione zostały stopniowo do krajów na niższym poziomie rozwoju. Niemniej jednak w toczącej się obecnie dyskusji bardzo wyraźne są też głosy akcentujące znaczenie, jakie dla przebiegu kryzysu miały stany nierównowagi globalnej, u podstaw których leży w dużej mierze polityka gospodarcza niektórych krajów słabiej rozwiniętych. Co istotne, wydaje się, że relatywne znaczenie tej przyczyny wzrosło, gdy pojawiły się pierwsze oznaki końca kryzysu i gdy w dyskusji coraz więcej miejsca zaczęto poświęcać perspektywom trwałości ożywienia. Zmiany w polityce gospodarczej tych krajów traktowane są jako ważny warunek powrotu gospodarki światowej na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Z drugiej strony, przebieg kryzysu oddziałuje zwrotnie na skalę stanów nierównowagi. Ograniczenie skali nierównowagi zmniejsza groźbę wystąpienia znacznych wtórnych korekt cen aktywów i kursów walutowych, co ma z kolei wpływ na wzrost gospodarczy i inflację.

Podstawowy argument o wpływie polityki niektórych krajów słabiej rozwiniętych na przebieg obecnego kryzysu jest prosty i pozornie przekonujący. Zgodnie z nim, Chiny i inne kraje realizowały strategię wzrostu opartą na eksporcie bądź też prowadziły politykę makroekonomiczną ukierunkowaną na gromadzenie rezerw walutowych¹¹. Efektem tego był silny wzrost nadwyżki na rachunku bieżącym, co przy wyraźnie wolniejszym wzroście krajowego popytu niż dochodu oznaczało silny wzrost oszczędności, które były następnie transferowane do krajów wysoko rozwiniętych. W myśl hipotezy nadmiaru oszczędności (*savings glut*), powyższe zależności doprowadziły do spadku światowych realnych stóp procentowych, co wpłynęło na spadek skłonności do

¹⁰ Stiglitz [2010, s. 1] zauważa, że obecnemu kryzysowi należy się etykieta „Made in the USA”.

¹¹ Dodatkowy wpływ na akumulację rezerw wywarł boom surowcowy, który poprzedził obecny kryzys finansowy. Przede wszystkim w krajach eksportujących ropę naftową popyt wewnętrzny pozostawał wyraźnie w tyle za wzrostem dochodu.

oszczędzania w krajach wysoko rozwiniętych i podsycało boom konsumpcyjny na rynku nieruchomości.

Podstawowy kontrargument jest również dosyć przekonujący. Zgodnie z nim, znaczny wzrost rezerw był reakcją na doświadczenia kryzysów lat 90. i stanowił wyraz rozważnej polityki zmierzającej do uniknięcia podobnych zdarzeń w przyszłości. Po drugie, wzrost oszczędności uwarunkowany jest w dużej mierze strukturalnymi cechami gospodarek słabiej rozwiniętych – przede wszystkim niedorozwojem systemu zabezpieczeń socjalnych, co silnie wzmacnia ostrożnościowy (zapobiegawczy) motyw oszczędzania, a także brakiem wystarczająco dużej liczby inwestycji oferującej zadowalającą kombinację stopy zwrotu i ryzyka. Przewyciężenie tych barier nie jest możliwe w krótkim okresie, a od nich w znacznym stopniu zależy również wybór proekspansywnej strategii wzrostu¹².

W rzeczywistości problem przyczyn globalnych stanów nierównowagi jest zdecydowanie bardziej skomplikowany i sięga wielu lat wstecz. Jest on częścią szerokiego procesu, który Wolf [2008, s. 9] określa mianem „eksperymentu, jakim jest globalna liberalizacja finansowa” i który poddaje wnikliwej analizie w swojej książce¹³. Jego zdaniem, splot wielu składających się na ten „eksperyment” czynników doprowadził do sytuacji, w której Stany Zjednoczone stały się „pożyczkobiorcą ostatniej instancji”, co na dłuższą metę nie jest ani możliwe do utrzymania, ani pożądane. Sytuacja ta jest wynikiem niepełnego zrozumienia lub niedoceniaenia znaczenia następujących sześciu problemów (s. 9):

- a) ryzyka tkwiących w całkowicie zliberalizowanych rynkach finansowych, gdzie decyzje podejmowane są przez konkurujące ze sobą, zorientowane rynkowo instytucje,
- b) dodatkowego ryzyka związanego z umiędzynarodowieniem finansów, szczególnie dla gospodarek słabiej rozwiniętych,
- c) ryzyka zadłużania się kraju w obcej walucie i wynikającej stąd konieczności większej dyscypliny pieniężnej i budżetowej,
- d) ryzyka kursowego (zarówno przez wierzycieli, jak i dłużników) oraz podatności systemu stałych kursów walutowych na zaburzenia w świecie zliberalizowanych przepływów kapitału,
- e) skutków niestabilności walut w porównaniu z przewidywalnością zasad systemu waluty złotej,
- f) konieczności zmodernizowania w odpowiednim czasie instytucji globalnych.

Można więc powiedzieć, że w wyniku uruchomienia w przeszłości procesów o nie do końca zrozumiałych i przemyślanych konsekwencjach, powstał globalny system finansowy, który okazał się niestabilny i podatny na kryzysy. Okazuje się, że mimo ogromnego postępu w badaniach, zrozumienie jego funkcjonowania oraz bilansu korzyści i kosztów dla poszczególnych grup krajów

¹² W Chinach strategia ta jest np. uważana za najlepszy sposób rozwiązania problemu aktywizacji ludności wiejskiej oraz skrócenia okresu doganiania krajów wysoko rozwiniętych, na co wskazują pozytywne doświadczenia historyczne wielu krajów azjatyckich.

¹³ Według Wolfa (s. 3), jedynym ekonomistą, który już w połowie lat 80. przewidział, jak ogromne potencjalne ryzyko katastrofy tkwi w interakcji między liberalizacją finansów, globalną integracją finansową i międzynarodowym systemem walutowym, był Carlos Diaz-Alejandro.

jest ciągle bardzo niewielkie. Zagadkowy z teoretycznego punktu widzenia pozostaje kierunek przepływu kapitału, co ma istotne znaczenie dla oceny roli gospodarek wschodzących w obecnym kryzysie. Teoria sugeruje bowiem, że międzynarodowe przepływy kapitału powinny odzwierciedlać różnice w stopach zwrotu z inwestycji dokonywanych w różnych krajach. Kraje słabiej rozwinięte, ze względu na relatywnie mniejszy zasób kapitału niż siły roboczej, powinny oferować wyższą stopę zwrotu i tym samym przyciągać zagraniczne inwestycje. Odzwierciedleniem inwestycji wyższych niż krajowe oszczędności powinien być deficyt na rachunku obrotów bieżących. W rzeczywistości w ostatnich latach kapitał płynął w przeciwną stronę („pod górę”). Co ciekawe, zgodnie z teorią przebiegały tylko procesy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, które zanotowały deficyty na rachunku bieżącym. Choć wspomniane już przyczyny wysokich w części krajów oszczędności tłumaczą częściowo to zjawisko, to stopień jego zrozumienia jest nadal dalece niezadowalający.

Jeśli – niezależnie od przyczyn zjawiska – gospodarki wschodzące stały się w ostatnich latach eksporterem netto kapitału, to w nowym świetle stawia to problem kosztów i korzyści globalizacji finansowej. Czołowi eksperci są bardzo podzieleni w opinii na ten temat. Rodrik i Subramanian [2009] analizują najnowsze wyniki badań i dochodzą do wniosku, że nawet jeśli pominie się skutki obecnego kryzysu, to i tak coraz trudniej znaleźć jest dowody na korzyści płynące dla gospodarek wschodzących z globalizacji finansowej. Ich zdaniem, z danych empirycznych nie wynika, by globalizacja finansowa przyczyniła się do przyspieszenia tempa wzrostu, zwiększenia inwestycji czy wygładzania konsumpcji. Interesująca jest ich własna próba wyjaśnienia tego stanu rzeczy. Otóż ich zdaniem, błędne jest dominujące w literaturze stanowisko, zgodnie z którym wzrost w krajach słabiej rozwiniętych natrafia przede wszystkim na barierę oszczędności, która może być przezwyciężona przez dostęp do zagranicznych źródeł finansowania. Jeśli z kolei dostęp ten jest utrudniony, to można temu zaradzić poprzez przeprowadzenie głębokich reform instytucjonalnych. Rodrik i Subramanian twierdzą natomiast, że podstawowa bariera leży nie po stronie oszczędności, lecz inwestycji. Próbują oni wykazać, że dostęp do zagranicznych źródeł finansowania może wzmocnić tę barierę poprzez aprecjację realnego kursu, która obniża rentowność i perspektywy inwestowania w sektorze dóbr uczestniczących w wymianie handlowej, co ma niekorzystny wpływ na wzrost gospodarczy w długim okresie.

Również Obstfeld [2009] uważa, że wyniki badań empirycznych (szczególnie na poziomie makroekonomicznym) nie dostarczają jednoznacznych dowodów o korzyściach netto wynikających z „finansowego otwierania się” gospodarek wschodzących. Wniosek ten dotyczy zarówno bezpośrednich efektów dotyczących poziomu dobrobytu czy tempa wzrostu, jak i efektów pośrednich polegających na wymuszaniu reform instytucjonalnych czy zmian w prowadzonej polityce gospodarczej. Co ciekawe, mimo braku dowodów, kraje te coraz silniej angażują się w proces „finansowego otwierania się”. Według Obstfelda, jednym z ważnych wyjaśnień może być przekonanie rządów tych krajów, że większe otwarcie finansowe uruchamia kilka kanałów oddziaływania, które sprzyjają

na dłuższą metę stworzeniu bardziej konkurencyjnego i mniej podatnego na wstrząsy krajowego systemu finansowego.

Również Kose *et al.* [2009] próbują ocenić relatywne znaczenie bezpośrednich i pośrednich skutków globalizacji finansowej. Ich zdaniem, efekty pośrednie zależące od rozwoju sektora finansowego, lepszego funkcjonowania instytucji, bardziej skutecznego sposobu rządzenia (*governance*) i stabilności makroekonomicznej są znacznie ważniejsze niż bezpośredni wpływ poprzez akumulację kapitału czy dywersyfikację portfela. Z punktu widzenia związku tych skutków globalizacji finansowej z występowaniem kryzysów, istotnym wzbogaceniem analizy są tzw. efekty progowe. Cechy otoczenia, które zwiększają prawdopodobieństwo kryzysów, po przekroczeniu pewnych wartości progowych zmniejszają je, wpływając też pozytywnie na tempo wzrostu gospodarczego. Zdaniem autorów, „brak jest formalnych dowodów empirycznych wspierających często cytowane opinie, w myśl których globalizacja finansowa sama w sobie i sama z siebie jest odpowiedzialna za serię kryzysów finansowych występujących w świecie w minionym trzydziestoleciu”¹⁴.

Związki z częstotliwością kryzysów badała też Goldberg [2009], tyle że pod kątem „globalizacji bankowej”. Z jej badań wynika, że w gospodarkach wschodzących wzrost udziału banków zagranicznych jest powiązany z niższą częstotliwością kryzysów finansowych i towarzyszących im spadków produkcji. Z drugiej strony, oznacza ona silniejszą synchronizację wahań koniunkturalnych w skali międzynarodowej, a także wzrost ryzyka „zarażenia się” kryzysem poprzez efekt „wspólnego kredytodawcy (*common-lender effect*).

Bardzo interesujące wyniki międzynarodowych badań porównawczych na temat kryzysów finansowych przynosi nowa książka Reinhart i Rogoffa (2009). Po raz pierwszy analizą objęto tak wiele krajów na różnym poziomie rozwoju w tak długiej perspektywie czasowej. W tym miejscu warto przytoczyć kilka wniosków dotyczących gospodarek wschodzących. Po pierwsze, kraje obecnie wysoko rozwinięte na wcześniejszych etapach rozwoju przechodziły kryzysy zewnętrznej niewypłacalności. Po drugie, w czasach współczesnych kryzysy zewnętrznej niewypłacalności były w dużo większym stopniu niż kryzysy bankowe skoncentrowane w gospodarkach wschodzących. Po trzecie, częstotliwość kryzysów bankowych była zaskakująco podobna w krajach wysoko rozwiniętych oraz w krajach na niższym poziomie rozwoju. Po czwarte, cykle cenowe na rynku nieruchomości, które towarzyszyły występowaniu kryzysów bankowych, były w obydwu grupach krajów zbliżone pod względem długości i amplitudy. Ten ostatni wniosek jest zaskakujący, jeśli uwzględni się, że prawie wszystkie pozostałe zmienne makroekonomiczne i finansowe (dochód narodowy, konsumpcja, wydatki rządowe, stopy procentowe itp.), cechowały się w gospodarkach wschodzących wyższą zmiennością.

¹⁴ Jak zauważają autorzy, opinie te (m.in. J. Stiglitz) wynikają stąd, że częstotliwość kryzysów jest analizowana w powiązaniu z liberalizacją krajowego sektora finansowego, a nie z integracją finansową. Rozróżnienie to pokazuje, jak ważne jest określenie, o który aspekt globalizacji finansowej chodzi.

Obecne oceny stanu wiedzy na temat związku między globalizacją finansową, stanami nierównowagi a kryzysami są wyraźnie inne niż przed obecnym kryzysem. Jak przypominają Reinhart i Rogoff [2009, s. 290] dominowało wówczas optymistyczne spojrzenie odpowiadające tytułowemu syndromowi „tym razem jest inaczej”. Wierzono, że zarówno dłużnicy, jak i kredytodawcy nauczyli się na własnych błędach, w związku z czym kryzysy finansowe nie powinny powrócić przez wiele lat, w każdym razie w krajach wysoko rozwiniętych i w gospodarkach wschodzących. Istotne więc jest rozważenie, jak omówione powyżej pewne ogólne tendencje i cechy globalizacji finansowej weszły w interakcje z bardziej konkretnymi przyczynami obecnego kryzysu, w tym przede wszystkim z globalnymi stanami nierównowagi. Choć interakcje te są przedmiotem wielu interesujących opracowań (np. [Astley *et al.*, 2009]), to wydaje się, że jak dotąd najbardziej wnikliwą, oryginalną i kompleksową ich analizę i ocenę przedstawili Brender i Pisani [2009].

Oryginalność ujęcia Brendera i Pisani polega przede wszystkim na uwypukleniu tego aspektu globalnych stanów nierównowagi, który określają oni jako międzynarodowy podział ryzyka finansowego między kraje rozwinięte i gospodarki wschodzące. Autorzy zwracają uwagę (s. 19-21), że przez wiele lat główną cechą integracji finansowej był nie tyle międzynarodowy transfer oszczędności, ile wzrost znaczenia transferu ryzyka¹⁵. Istotna zmiana nastąpiła w końcu lat 90. Nadal następowała intensyfikacja przepływów kapitału, ale silnie na znaczeniu zyskał transfer oszczędności: między rokiem 1998 a 2007 „światowa nierównowaga na rachunku bieżącym” wzrosła z 1% do ponad 3% PKB (s. 21). Zmiana ta była efektem nowych mechanizmów i instrumentów finansowych umożliwiających łatwe przenoszenie oszczędności między różnymi częściami świata. Mechanizmy te to nie tylko i nie przede wszystkim wynik wcześniejszej liberalizacji przepływów kapitału, lecz fali innowacji, jaka nastąpiła w reakcji na deregulację różnych rodzajów aktywności finansowej.

Bardzo ciekawa, choć kontrowersyjna, jest ocena autorów dotycząca związku między wcześniej omówionym zaskakującym, w świetle teorii, kierunkiem przepływu kapitału a korzyściami z globalizacji finansowej. Ich zdaniem, wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu w gospodarkach wschodzących, jakie nastąpiło pod koniec lat 90., jest ściśle związane z poprawą na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Wkład globalizacji w przyspieszenie wzrostu polegał właśnie na tym, że umożliwiła ona tym krajom przekształcenie się z importerów w eksporterów oszczędności (s. 24). Eksport oszczędności stał się możliwy poprzez poddanie kontroli skali aprecjacji krajowych walut. Dzięki temu krajowi eksporterzy mogli przynajmniej przez pewien czas wykorzystać w pełni potencjał wzrostu mimo zbyt wolnego tempa zmian instytucjonalnych (s. 39).

¹⁵ Z przytoczonych danych (s. 19) wynika, że od początku lat 70. do czasu kryzysu azjatyckiego transfer oszczędności mierzony „światową nierównowagą na rachunku bieżącym” w relacji do światowego PKB wzrósł bardzo niewiele. W tym samym czasie wartość międzynarodowych przepływów finansowych wzrosła z 1% do 8% PKB.

Taki obraz grzeszyłby z pewnością jednostronnością oceny. Autorzy pokazują jednak też negatywne konsekwencje zachodzących w ostatnim dziesięcioleciu procesów. Podkreślają mianowicie, że poza ryzykiem kursowym gospodarki wschodzące nie zwiększyły w zasadzie udziału w globalnym ryzyku, do czego powinno dojść w ślad za silnym wzrostem oszczędności i ich transferem za granicę. Znaczna nadwyżka oszczędności nie mogłaby w tych krajach powstać, gdyby nie pojawiło się zapotrzebowanie na nie w krajach rozwiniętych. Problem polegał jednak na tym, że swoje nadwyżki oszczędności gospodarki wschodzące inwestowały prawie całkowicie w wolne praktycznie od ryzyka papiery rządowe (głównie amerykańskie). Jeśli więc te oszczędności miały posłużyć do sfinansowania prywatnych inwestycji z natury obciążonych ryzykiem, to kraje rozwinięte musiały przejąć je w całości i dokonać jego dystrybucji w globalnym systemie finansowym. Brender i Pisani uważają, że ta recyrkulacja oszczędności i ryzyka to „prawdopodobnie najbardziej oryginalny i najmniej akcentowany efekt globalizacji” (s. 59). Dzięki globalizacji, niedorozwój instytucji finansowych w gospodarkach wschodzących nie stanowił większego problemu, gdyż dzięki światowej infrastrukturze finansowej „mogły się one po prostu podłączyć do łańcuchów podejmowania ryzyka w świecie zachodnim” (s. 63). W swojej książce pokazują szczegółowo, w jaki sposób ryzyko związane z wykorzystaniem nadwyżkowych oszczędności do udzielania kredytów zostało wchłonięte w głównej mierze przez tzw. alternatywny system bankowy i jak w wyniku zastoso-owania nowych instrumentów finansowych oraz splotu okoliczności doszło w gospodarce światowej do bardzo silnego wzrostu lewarowania¹⁶. Wzrost ten pozwolił na „przekształcenie” ok. 5000 mld dolarów oszczędności gospodarek wschodzących, zainwestowanych w aktywa wolne od ryzyka, w obciążone siłą rzeczy ryzykiem kredyty dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w krajach rozwiniętych. Wymagało to jednak utrzymywania się awersji do ryzyka na niskim poziomie, co uległo jednak zmianie na wiosnę 2007 r.

W ostatnich latach globalny system finansowy okazał się mało efektywny nie tylko w alokacji ryzyka w ślad za przepływem oszczędności, ale także w sygnalizowaniu jego uczestnikom, gdzie to ryzyko się znajduje. Dlatego dużo racji ma Smick [2009, s. 245] pisząc, że „sednem Wielkiego Kryzysu Finansowego było coś tak poważnego, jak kryzys zaufania w samą architekturę finansową”. Zdaniem tego autora, problemem nie była skala kredytów *subprime*, ponieważ z tym rynki finansowe poradziłyby sobie. Prawdziwym problemem było to, gdzie „toksyczne aktywa” się znajdowały. Czyli „w ostatecznym rozrachunku problemem była informacja, a ściślej jej brak” (s. 12).

¹⁶ Wyjaśniając tę kwestię, autorzy wychodzą od tego, że pasywa systemu finansowego dzielą się na inwestycje „wolne od ryzyka” oraz obciążone ryzykiem. W tej drugiej grupie można dokonać rozróżnienia między tymi, które są bądź nie są oparte na dźwigni finansowej (lewarowaniu). Przy upraszczającym założeniu, że wszystkie inwestycje finansowe są homogeniczne i oparte na dźwigni, lewarowanie systemu może być rozumiane jako relacja między inwestycjami „wolnymi od ryzyka” i obciążonymi ryzykiem. Rozróżnienie to wykorzystują do pokazania konsekwencji wzrostu oszczędności gospodarek wschodzących.

Równoległe uwzględnienie przepływu oszczędności i ryzyka między krajami wysoko i słabiej rozwiniętymi pozwala lepiej zrozumieć znaczenie stanów nierównowagi globalnej wśród przyczyn obecnego kryzysu oraz jego przebieg. W świetle tych zależności należy też rozpatrywać hipotezę *de-coupling*. Hipoteza ta była już częściowo wcześniej omawiana [Wojtyna, 2009, s. 263-266], ale dalszy przebieg kryzysu skłania do przytoczenia wyników niektórych innych badań i do sformułowania kilku uwag. W dyskusji dominuje pogląd, że nawet jeśli w początkowych fazach kryzysu były dosyć silne przesłanki przemawiające na rzecz tej hipotezy, to w okresie po bankructwie banku Lehman Brothers są one zdecydowanie słabsze. Okazało się, że kanał finansowy odgrywa nadal decydującą rolę i działa bardzo szybko, w związku z czym dyskusję o *decoupling* zastąpiła dyskusja o *recoupling*. Nasunęło się jednak interesujące pytanie, czy ten silny wpływ zależał w większym stopniu od zmiany strukturalnych związków między gospodarką amerykańską i rynków wschodzących, czy też od zmian w częstotliwości, znaczeniu i zakresie zdarzeń występujących w Stanach Zjednoczonych. Poszukiwaniu odpowiedzi na te pytania poświęcona jest praca Dooley'a i Hutchisona [2009]. Wykorzystując pomysły narzędzia analizy autorzy pokazują, że podjęte przez gospodarki wschodzące działania mające zmniejszyć wrażliwość na kryzysy finansowe rzeczywiście wydawały się początkowo skuteczne. Przez kilka początkowych miesięcy 2008 r. ceny na rynkach aktywów w tych krajach były w zasadzie „odizolowane” od spadków w krajach wysoko rozwiniętych. Już jednak w lecie 2008 r., spadły one silniej niż ceny aktywów amerykańskich w reakcji na pogarszające się oczekiwania co do koniunktury w Stanach Zjednoczonych i innych krajach wysoko rozwiniętych. Za zaskakujące autorzy uznają przede wszystkim to, że dane makroekonomiczne o wysokiej częstotliwości dotyczące gospodarki amerykańskiej (produkcja przemysłowa, eksport i sprzedaż detaliczna) nie wskazywały bynajmniej w tym okresie, że „kataklizm jest tuż za rogiem”. Ogłoszenie bankructwa Lehmann Brothers było w świetle różnych mierników kluczowym czynnikiem, który ponownie silnie powiązał ceny aktywów w skali globalnej. Późniejsze informacje o stratach poniesionych przez instytucje finansowe i o sytuacji w sferze realnej gospodarki amerykańskiej także wywierały silny wpływ na ceny aktywów gospodarek wschodzących. Niewielki natomiast wpływ miały informacje o inicjatywach Systemu Rezerwy Federalnej czy Ministerstwa Skarbu.

Część komentatorów uważa, że nawet w okresie po Lehmann Brothers istnieją argumenty za hipotezą „odłączenia się”, tyle że w wersji *lite*. Można mówić o dwu, powiązanych zresztą ze sobą liniach obrony tej hipotezy (por. [Horáková, 2009]). W myśl pierwszej, poprzez zastosowanie właściwej polityki gospodarki wschodzące mogą poradzić sobie z łagodnymi recesjami w krajach rozwiniętych, ale nie z poważnymi. Według drugiej, „odłączenie się” jest zjawiskiem odnoszącym się do kanału handlowego, ale gospodarki wschodzące są zbyt silnie powiązane z krajami rozwiniętymi przepływami kapitałowymi, by móc odizolować się od skutków silnego szoku finansowego. Okazuje się jednak, że w obecnym kryzysie, kanał handlowy odegrał istotną rolę w trans-

misji szoków do krajów słabiej rozwiniętych¹⁷. Różnica dotyczy raczej kierunku zależności: w krajach rozwiniętych transmisja przebiegała od sfery finansowej do sfery realnej, podczas gdy w krajach słabiej rozwiniętych niekorzystne szoki dotyczące popytu na import osłabiały aktywność w sferze realnej i wtórnie oddziaływały na sytuację w sektorze finansowym.

Należy zwrócić uwagę, że bardziej wnikliwe badania ekonometryczne nie potwierdzają hipotezy *decoupling*. Pula i Peltonen [2009] analizując tę hipotezę w odniesieniu do wschodzących gospodarek azjatyckich¹⁸ wychodzą od kwestii metodologicznych, które mają istotny wpływ na wnioski formułowane w toczącej się dyskusji. Problem polega na tym, że ze względu na powstanie globalnych sieci produkcyjnych, dane dotyczące handlu zagranicznego są mniej przydatne w ocenie współzależności gospodarczych krajów Azji. Chodzi przede wszystkim o to, że dane te nie są w stanie uchwycić, który kraj jest źródłem wartości dodanej w łańcuchu produkcyjnym¹⁹. Dlatego autorzy wykorzystują uaktualnione tablice przepływów międzygałęziowych do zbadania współzależności handlowych i produkcyjnych krajów azjatyckich ze Stanami Zjednoczonymi, UE-15 oraz Japonią. Z analizy płyną trzy główne wnioski. Po pierwsze, tylko ok. jedna trzecia wartości dodanej zależy od popytu zewnętrznego, podczas gdy dane dotyczące handlu sugerują 50% stopień otwartości. Po drugie, zależność tych krajów od rynków eksportowych rosła stopniowo od 1995 r., co jest zgodne z hipotezą o wzmacnianiu się integracji handlu światowego, a niezgodne z hipotezą „odłączania się”. Po trzecie, choć na znaczeniu zyskał handel wewnątrz regionalny i wewnątrz Chin, to przypada nań tylko 7% łącznego popytu. Co więc ciekawe, mimo że uzyskane wyniki przemawiają przeciwko hipotezie *decoupling*, to z drugiej strony uwzględnienie w analizie łańcucha wartości dodanej wskazuje, że kraje azjatyckie są wyraźnie słabiej „połączone” z gospodarką światową niż wynikałoby to z tradycyjnych statystyk handlu.

Podobne wnioski przeciwko hipotezie *decoupling* wynikają również z analizy przeprowadzonej przez Azjatycki Bank Rozwoju [ADB, 2008] na podstawie dużego modelu gospodarki światowej. Okazuje się, że kraje wschodnioazjatyckie reagują silnie (a najsilniej Chiny) na zmiany popytu konsumpcyjnego w krajach G-3. Istotną zaletą modelu jest to, że pozwala on interpretować występującą między krajami azjatyckimi wyraźną korelację w reakcji na spadki popytu jako potwierdzenie znaczenia regionalnych łańcuchów produkcji.

W przypadku kontrowersji wokół hipotezy „odłączenia się” istotne znaczenie ma przyjęty horyzont czasowy oraz sposób pomiaru zjawiska. Można to

¹⁷ Jako ilustrację Dooley i Hutchison podają interesujący przykład Argentyny, która silnie zależy od handlu zagranicznego, ale która jest zasadniczo zamknięta na przepływy kapitałowe. Okazuje się, że spośród wszystkich analizowanych krajów zmiany ceny aktywów były tam najsilniej powiązane ze Stanami Zjednoczonymi.

¹⁸ Objęte są nią: Chiny, Hongkong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Korea Płd., Tajwan i Tajlandia.

¹⁹ Drugi problem dotyczy wielokrotnego liczenia (są to dane brutto): im dłuższy łańcuch produkcyjny, tym wyższy łączny wolumen handlu i większe przeszacowanie otwartości gospodarki regionu jako całości.

zobrazować na przykładzie Chin, na które przypada prawie 90% nadwyżki na rachunku bieżącym krajów Azji (bez Japonii), przy udziale w PKB wynoszącym 50% [Prasad, 2009]. W latach 2000-2008 udział prywatnej konsumpcji zmniejszył się z i tak bardzo niskiego poziomu 46% do 35%, podczas gdy udział inwestycji i eksportu netto zwiększył się odpowiednio o 8 i 6 punktów proc. Jeśli dodatkowo uwzględnimy, że w 2008 r. nadwyżka na rachunku handlowym wynosiła 7% PKB, to wydaje się to przemawiać za modelem wzrostu opartym na eksporcie i przeciw hipotezie *decoupling*. Odmienny wniosek nasuwa się, jeśli uwzględnimy, że Chiny są też bardzo poważnym importerem, w wyniku czego wkład eksportu netto do wzrostu PKB wynosił w latach 2000-2008 tylko 1,1 punktu proc., co stanowiło jedną dziesiątą całego wzrostu. Chiny jawią się wówczas jako kraj, w którym wzrost oparty jest głównie na wysokich krajowych inwestycjach, co przemawia na rzecz hipotezy „odłączenia się”. Ponieważ jednak oszczędności krajowe są i tak znacznie wyższe od krajowych inwestycji, to właśnie ta różnica jest czynnikiem łączącym krajowe stany nierównowagi z globalnymi. W dłuższym okresie adekwatność hipotezy „odłączenia się” będzie więc zależec w przypadku Chin od czynników determinujących skłonność do oszczędzania (por. [Prasad, 2009], [Smick, 2009, s. 59-60]).

Podatność na obecny kryzys

Hipotezę „odłączenia się” można też interpretować całkiem inaczej, a mianowicie w kategoriach historycznych. Wówczas jej istotą staje się odmiennosc reakcji gospodarki na obecny kryzys w porównaniu z kryzysami w przeszłości. Należy oczywiście dokonać podstawowego rozróżnienia między reakcją samej gospodarki (jej sfery finansowej i realnej) a reakcją w postaci decyzji podjętych przez polityków gospodarczych. Od strony teoretycznej jest to rozróżnienie konieczne, nawet jeśli w praktyce jest ono dużo mniej przydatne, ponieważ stosunkowo szybko skutki szoków pierwotnych wchodzi w interakcje z szokami wtórnymi wywołanymi przez politykę. Końcowe skutki kryzysu dla danej gospodarki będą znane ze znacznym opóźnieniem, gdy wygaśnie oddziaływanie obydwu rodzajów szoków. Wydawałoby się, że reakcje polityki powinny osłabiać (neutralizować) wpływ szoków pierwotnych. Może się jednak okazać, że na skutek zastosowania niewłaściwych narzędzi lub właściwych, ale w nie odpowiednim czasie, skutki pierwotnych szoków zostaną przez politykę wzmocnione, a nie zneutralizowane. Może się też okazać, że skutki kryzysu zostaną zneutralizowane, ale zwiększy się prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnego kryzysu.

Wprowadzone rozróżnienie jest szczególnie przydatne w odniesieniu do krajów na średnim poziomie rozwoju, ponieważ pierwotne przyczyny obecnego kryzysu można traktować w zasadzie jako wobec nich zewnętrzne. Jeśli tak, to kluczowego znaczenia nabiera pojęcie odporności (*resilience*) tych krajów na kryzys, które jest odwrotnością podatności na kryzys (*vulnerabilities*). Odporność tych krajów zależy oczywiście od charakteru i siły zewnętrznych szoków oraz od kanałów transmisji, ale jest też ona wobec nich względnie autonomiczna.

Autonomia ta wynika zarówno z cech instytucjonalnych gospodarki (przede wszystkim rozwiązań regulacyjnych), jak i jej cech strukturalnych (przede wszystkim stopnia otwartości i elastyczności rynków). Od zakresu autonomii w tych dwu wymiarach zależy stopień zarażania się kryzysem między krajami i między sektorami gospodarki. Dzięki dobrym rozwiązaniom regulacyjnym lub/i dzięki małej otwartości dany kraj może być na przykład stosunkowo odporny na zarażenie kryzysem bankowym, ale mało odporny na przenikanie szoków do sfery realnej i na wtórne efekty płynące z niej do własnego sektora finansowego. Równie istotna jest wymiennność międzyokresowa: kraje bardziej odporne w krótkim okresie mogą mieć większe problemy w dłuższym okresie, ponieważ mniejsza może okazać się presja, by przeprowadzić konieczne reformy. Inny rodzaj wymienności międzyokresowej jest związany z „rentą zacofania”: mała otwartość gospodarki czy niedorozwój systemu finansowego może pomóc na krótką metę lepiej zamortyzować skutki kryzysu, ale w dłuższym okresie obniża to tempo wzrostu.

W literaturze wymienia się kilka źródeł podatności gospodarek wschodzących na kryzysy [Roubini, Setser, 2004], [Connolly, 2009]: a) stany dużej nierównowagi makroekonomicznej (przede wszystkim budżetowej i na rachunku bieżącym); b) obciążone znacznym ryzykiem sposoby finansowania stanów nierównowagi; c) negatywna ocena przez inwestorów zagranicznych polityki rządu mającej na celu zwiększenie długookresowej wiarygodności kredytowej kraju; d) system stałych lub quasi-stałych kursów walutowych, który zwiększa prawdopodobieństwo nierównowagi na rachunku bieżącym oraz niedoszacowania ryzyka kursowego przez kredytobiorców; e) nieadekwatny system regulacji w sektorze bankowym, gwarancje rządowe, korupcja i inne zakłócenia mikroekonomiczne, które mogą prowadzić do zjawiska pokusy nadużycia oraz do nadmiernego poziomu inwestowania lub zaciąganych kredytów; f) wstrząsy polityczne, które zwiększają niepewność inwestorów co do przyszłej polityki gospodarczej; g) szoki egzogeniczne mające silniejszy wpływ na kraje na niższym poziomie rozwoju (szoki surowcowe, znaczny spadek popytu na rynkach eksportowych, silny wzrost kosztu finansowania lub spadek dostępu do niego czy wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych).

Wszystkie te źródła podatności na kryzysy są powiązane zarówno z wynikami analiz teoretycznych (przede wszystkim trzech generacji modeli kryzysów), jak i badań empirycznych. Jedną z najciekawszych propozycji metodologicznych pozwalających na identyfikację tych źródeł jest zaproponowane przez Roubiniego i Setsera [2004], za [Connollym, 2009] tzw. podejście bilansowe (*balance sheet framework*). Podejście to obejmuje bilanse wszystkich sektorów gospodarki: sektora rządowego (wraz z bankiem centralnym), prywatnego sektora finansowego (głównie banków) oraz sektora niefinansowego (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw). Każdy sektor ma roszczenia i zobowiązania wobec pozostałych sektorów w kraju oraz w stosunku do nierezydentów. Ważną zaletą podejścia bilansowego jest to, że uwzględnione są w nim zmienne dotyczące zarówno strumieni, jak i zasobów. Dzięki temu możliwe staje się analizowanie ryzyka powstałego w wyniku niedopasowania między wielkością zadłużenia

a aktywami kraju. Jest to istotne, ponieważ dwa kraje mogą mieć identyczne relację długu do PKB, ale podatność na kryzys będzie różna w zależności od proporcji między długiem krótko- i długoterminowym oraz między długiem w walucie krajowej i w walutach zagranicznych. Niedopasowania w źródłach finansowania (relacja między długiem a kapitałem), oraz struktury aktywów i pasywów pod względem walutowym oraz okresu zapadalności mogą być przydatnym narzędziem oceny prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysów walutowych, kryzysów finansowych oraz kryzysów wypłacalności.

Interesującą z metodologicznego punktu widzenia propozycję wyjaśnienia zróżnicowanej podatności sfery realnej krajów słabiej rozwiniętych na kryzys finansowy zawiera praca Berkmena *et al.* [2009]. Szczególny charakter zastosowanego przez tych autorów podejścia polega na tym, że badając skutki dla produkcji koncentrują oni uwagę na zmianach, jakich dokonano w projekcjach PKB, gdy kryzys uległ intensyfikacji. Podejście to pozwala ominąć pewne istotne trudności, jakie występują przy zastosowaniu danych odnoszących się do rzeczywistej produkcji. Po pierwsze, pozwala ono wyeliminować wpływ poziomu rozwoju, fazy cyklu i innych czynników niezwiązanych z kryzysem. Po drugie, ułatwia ono uwzględnienie opóźnień w transmisji globalnego szoku do każdego z krajów oraz oczekiwań co do skuteczności zastosowanych środków polityki ekonomicznej. Po trzecie, umożliwia ono przeprowadzenie analizy zanim dostępne są dla wszystkich krajów dane rzeczywiste.

Wykorzystanie w badaniach empirycznych powyżej przedstawionych oraz innych ujęć metodologicznych dało już pierwsze rezultaty dotyczące relatywnego znaczenia różnych rodzajów podatności krajów słabiej rozwiniętych na obecny kryzys finansowy. Część z nich koncentruje się na skutkach dla sektora finansowego, ale część uwzględnia też wpływ na sferę realną. Do tej pierwszej grupy zalicza się analiza przeprowadzona przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy [IMF, 2009, s. 10-12]. Jej celem jest porównanie poziomu „napięcia finansowego” (*financial stress*) w gospodarkach wschodzących w czasie obecnego kryzysu z trzema wcześniejszymi kryzysami, które swój początek miały również w krajach wysoko rozwiniętych²⁰. Porównanie to pokazało, że poziom napięcia wzrósł znacznie mniej niż we wcześniejszych epizodach oraz że zjawisko to objęło w podobnym stopniu wszystkie trzy główne regiony gospodarek wschodzących. Odporność sektora finansowego była też badana w rozbiciu na cztery jego segmenty: rynek walutowy, rynek długu publicznego, sektor bankowy oraz rynek akcji²¹. Okazało się, że cztery spośród pięciu wskaźników wykazały mniejszy wzrost poziomu „napięcia”. Poziom ten wzrósł tylko w sektorze bankowym, ale w stopniu umiarkowanym, co jest trochę zaskakujące biorąc pod uwagę to, że obecny kryzys koncentrował się właśnie w tym segmencie sektora finansowego. Z analizy wynika, że główny wkład we wzrost odporno-

²⁰ Upadek LTCM w 1998 r., pęknięcie banki internetowej w 2000 r. oraz fala bankructw przedsiębiorstw amerykańskich w 2002 r. (WorldCom, Enron, Arthur Andersen).

²¹ Poziom napięcia był mierzony za pomocą różnych mierników. W odniesieniu do rynku akcji uwzględnione zostały dwa mierniki (stopy zwrotu oraz wahania kursów), w związku z czym czterem segmentom rynku odpowiada pięć wskaźników.

ści na kryzys należy przypisać „znacznie bardziej umiarkowanemu wzrostowi premii za ryzyko na rynku obligacji rządowych oraz mniej ostremu wzrostowi wahań kursów akcji”. O ile znaczenie drugiego czynnika można stosunkowo łatwo wytłumaczyć tym, że wcześniejsze kryzysy dotyczyły głównie rynku akcji, o tyle stosunkowo niewielki wzrost *spreadów* autorzy traktują jako ważne nowe zjawisko. Przyczyny niższego poziomu napięcia na rynku długu publicznego upatrują oni ogólnie w poprawie warunków makroekonomicznych (wyższe rezerwy walutowe, zmniejszenie deficytu budżetowego) oraz w mniejszej ekspozycji na ryzyko kursowe.

Connolly [2009] pokazuje, że podejście bilansowe jest użyteczne w identyfikacji źródeł podatności na kryzys krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Podejście to pozwoliło mu wyodrębnić trzy grupy krajów. Polska znalazła się obok Czech, Słowacji i Słowenii wśród krajów najmniej narażonych na kryzys, a jej relatywnie większa odporność wynika z większego rynku wewnętrznego i niższej zależności od rynków eksportowych.

Wykorzystując z kolei metodę rewizji prognoz (*growth revisions*), Berkmen *et al.* [2009] dochodzą do wniosku, że różnice w podatności sfery realnej na kryzys dają się wyjaśnić niewielką liczbą zmiennych. Kraje, w których sektor finansowy cechował większy stopień lewarowania i szybszy wzrost udzielanych kredytów zanotowały silniejszą obniżkę perspektyw wzrostu. W gospodarkach wschodzących ten kanał finansowy był ważniejszy niż kanał handlowy, którego rola wyraźnie wzrosła z kolei, gdy próbkę rozszerzono na pozostałe grupy krajów rozwijających się. Ważnym czynnikiem zwiększającym odporność był też system elastycznych kursów, natomiast słabszy wpływ miała lepsza sytuacja budżetowa w okresie poprzedzającym kryzys.

Znaczenie kanału finansowego w transmisji obecnego kryzysu do sektora przedsiębiorstw w 24 gospodarkach wschodzących (w tym w Polsce) jest też przedmiotem analizy Tonga i Wei'a [2009]. Próbuje on znaleźć odpowiedź na pytanie, czy i w jakim stopniu zmiany w napływie kapitału był odpowiedzialny za ograniczenia w dostępie przedsiębiorstw do kredytów w latach 2007-2009. W gospodarkach wschodzących dostęp ten może zostać znacząco ograniczony, nawet jeśli nie zaciągają one kredytów bezpośrednio za granicą. Wynika to stąd, że ze względu na strukturę własnościową płynność krajowego sektora bankowego jest z reguły silnie uzależniona od finansowania przez banki-matki. Aby znaleźć odpowiedź, podzielili oni przedsiębiorstwa przemysłu przetwórczego na grupy według ich wrażliwości *ex ante* na zaburzenia w dostępie do zewnętrznego finansowania ich potrzeb bieżących oraz inwestycyjnych i próbowali zbadać, czy *ex post* miało to związek z zachowaniem kursów ich akcji na giełdzie. Analiza regresji nie wykazała ogólnej zależności między łącznym wolumenem napływu kapitału a stopniem ograniczeń dla przedsiębiorstw w dostępie do kredytu (*credit crunch*). Ciekawe wnioski pojawiły się natomiast, gdy napływ kapitału z zagranicy rozbito na trzy grupy: inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe oraz kredyty. Okazało się, że duże znaczenie inwestycji portfelowych i kredytów zagranicznych było powiązane z utrudnionym dostępem do kredytów w czasie kryzysu, podczas gdy zależność taka nie wystąpiła w przypadku BIZ.

Autorzy traktują ten wniosek jako dodatkowy argument na rzecz pozytywnego oddziaływania BIZ na gospodarkę oraz jako potwierdzenie wyników innych badań, które również nie znalazły dowodów na poważne zacieśnienie dostępu do płynności poza sektorem finansowym.

Niewielki stwierdzony negatywny wpływ kanału finansowego na sytuację przedsiębiorstw nie oznacza jednak, że znacznie silniej dotknięty kryzysem nie mógł zostać system bankowy w gospodarkach wschodzących. Pierwsze oceny sugerują, że negatywne skutki były stosunkowo ograniczone ze względu na niewielkie zaangażowanie na rynku kredytów *subprime*, ale że model rozwoju finansowego oparty na sektorze bankowym może okazać się mniej odporny na kryzys, jeśli równocześnie wystąpią inne niekorzystne zjawiska makroekonomiczne i finansowe (zob. szerzej [ECB, 2009]).

Uwagi końcowe

Jest ciągle zbyt wcześnie na pełniejszą ocenę skutków obecnego kryzysu dla krajów na średnim poziomie rozwoju. Wynika to nie tylko stąd, że mimo początków ożywienia nie można wykluczyć dosyć poważnych wtórnych efektów kryzysu związanych przede wszystkim z pogorszoną sytuacją fiskalną wielu krajów. Równie ważne jest to, jak skuteczne okazały się i okażą się działania podjęte przez rządy i banki centralne tych krajów, co nie było przedmiotem bliższej analizy w niniejszym artykule. Część tych działań była podejmowana *ad hoc*, ale część to działania o charakterze średnio- i długookresowym, których skutki będą pojawiać się stopniowo.

Pierwsze wnioski są jednak dla krajów na średnim poziomie rozwoju wyraźnie zachęcające. Zmiany w polityce makroekonomicznej oraz przekształcenia strukturalne i instytucjonalne przeprowadzone w reakcji na wcześniejsze kryzysy znacząco zmniejszyły podatność tych krajów na globalne zjawiska kryzysowe. Okazało się, że po raz pierwszy od wielu dziesiątek lat kraje te dzięki dobrej sytuacji budżetowej mogły wykorzystać politykę fiskalną w sposób antycykliczny bez tradycyjnej „kary” w postaci wzrostu premii za ryzyko. Co równie istotne i zaskakujące, sytuacji kryzysowej nie towarzyszył typowy do tej pory w tych krajach znaczny wzrost napięć społecznych i politycznych.

Bibliografia

- ADB, [2008], *Asian Development Outlook 2008*, Asian Development Bank.
- Astley M., Giese J., Hurne M., Kubelec C., [2009], *Global Imbalances and the Financial Crisis*, „Bank of England Quarterly Bulletin”, No. 3.
- Berkmen P., Gelos G., Renhack R., Walsh J.P., [December 2009], *The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in Output Impact*, IMF Working Paper WP/09/280.
- BIS, [29 June 2009], *79th Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS, [28 June 2010], *80th Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel.
- Blanchard O., [2009], *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper WP/09/80.

- Bootle R., [2009], *The Trouble with Markets. Saving Capitalism from Itself*, Nicholas Brealey Publishing, London.
- Brender A., Pisani F., [2009], *Global Finance and Its Collapse*, Dexia, Belgium.
- Brunnermeier M.K., [2009], *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 1.
- Coggan P., [June 26th 2010], *Repent at Leisure. A Special Report on Debt*, „The Economist”.
- Connolly R., [2009], *Financial Vulnerabilities in Emerging Europe: An Overview*, „BOFIT Online”, No. 3, Bank of Finland.
- Diamond D.W., Rajan R.G., [2009], *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, „American Economic Review”, No. 2.
- Dooley M.P., Hutchison M.M., [June 2009], *Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis*, NBER Working Paper No. 15120.
- ECB, [2009], *Financial Development in Emerging Economies – Stock-taking and Policy Implications*, „Monthly Bulletin” No. 10, European Central Bank.
- Goldberg L.S., [2009], *Understanding Banking Sector Globalization*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- Horáková M., [2009], *Rethinking Decoupling*, „Central Banking”, No. 2.
- IMF, [December 2009], *Sustaining the Recovery*, „World Economic Outlook”.
- Kay J., [6th January 2010], *Unfettered Finance Has Been the Cause of All Our Crises*, „Financial Times”.
- Koo R.C., [2008], *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan’s Great Recession*, Wiley, Singapore.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., [2009], *Financial Globalization*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- Leijonhufvud A., [2009], *Out of the Corridor: Keynes and the Crisis*, „Cambridge Journal of Economics”, No. 4 (special issue).
- Obstfeld M., [2009], *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- Peltonen T.A., Pula G., [January 2009], *Has Emerging Asia Decoupled? An Analysis of Production and Trade Linkages Using the Asia International Input–Output Trade Table*, ECB Working Paper No. 993.
- Prasad E., [December 2009], *Rebalancing Growth in Asia*, „Finance & Development”.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., [2009], *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rodrik D., Subramanian A., [2009], *Why Did Financial Globalization Disappoint?*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- Roubini N., Setser B., [2004], *Bail-outs or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Institute for International Economics, Washington.
- Smick D.M., [2009], *The World Is Curved. Hidden Dangers to the Global Economy*, Penguin, New York.
- Stiglitz J.E., [2010], *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Norton, New York.
- Tong H., Wei S.-J., [2009], *The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis*, IMF Working Paper, WP/09/164.
- Wojtyła A., [2009], *Związki krajów na średnim poziomie rozwoju z koniunkturą światową*, [w:] Wojtyła A. (red.), *Dostosowania makroekonomiczne i mikroekonomiczne w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach finansowych*, PWE, Warszawa.
- Wolf M., [2008], *Fixing Global Finance*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

EMERGING MARKET ECONOMIES IN THE FACE OF A FINANCIAL CRISIS: RESILIENCE OR VULNERABILITY?

Summary

The paper is concerned with selected aspects of theoretical and empirical analysis that help better understand the role of factors determining the resilience of medium-developed countries to financial crises. The analysis is made in the context of the latest crisis, which began in highly developed economies.

The second part of the paper focuses on some widely disputed issues involving a theoretical explanation of the causes behind the latest crisis. Even though, in the case of emerging market economies, the original causes behind the crisis can be treated as external ones, Wojtyna says, they need to be scrutinized because of the interaction between the financial sector and the real economy. This interaction is similar in both medium-developed and highly developed countries, according to the author.

Part 3 focuses on global imbalances and their role in transmitting the crisis to and from medium-developed countries. This trend is linked with the wider problem of the costs and benefits of financial globalization and the decoupling hypothesis debated in the context of business cycles in highly and medium-developed economies.

Part 4 discusses the results of empirical studies designed to check the importance of factors determining the resilience of medium-developed countries to the latest crisis.

A more detailed evaluation of the resilience of emerging market economies to the latest crisis could be made after anti-crisis measures taken by governments and central banks in highly developed countries cease to influence these countries' economies, Wojtyna says. Preliminary findings in this area are encouraging for medium-developed countries, he adds. According to the author, changes in macroeconomic policy as well as structural and institutional changes carried out in response to previous crises have significantly reduced medium-developed countries' vulnerability to global crises.

Keywords: vulnerability and resilience to financial crisis, emerging market economies, decoupling hypothesis, global financial flows