

**Ewa Bilewicz**

## **GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY I GLOBALNA NIERÓWNOWAGA PŁATNICZA**

### **Wstęp**

Na kilka lat przed wybuchem obecnego kryzysu finansowego w gospodarce światowej panowała dobra koniunktura. Wydajność produkcji rosła, inflacja była stabilna w większości krajów, a stopy procentowe utrzymywały się na niskim poziomie<sup>1</sup>. Od końca lat dziewięćdziesiątych XX wieku szybkiemu rozwojowi gospodarki światowej towarzyszyło jednak narastanie globalnej nierównowagi w postaci pogłębiania się deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych. Obawiano się, że może to spowodować zachwianie zaufania do stabilności dolara i odpływ kapitałów ze Stanów Zjednoczonych, a w konsekwencji spadek kursu dolara, spadek popytu i recesję w wielu krajach na świecie. Mało kto wówczas spodziewał się jednak wybuchu globalnego kryzysu bankowego, co nastąpiło latem 2007 roku.

Celem artykułu jest przedstawienie związku między globalną nierównowagą płatniczą i obecnym kryzysem na międzynarodowych rynkach finansowych. W pierwszym punkcie przedstawiono pojęcie globalnej nierównowagi oraz przyczyny jej powstania. W drugim punkcie opisano przyczyny obecnego kryzysu finansowego i rolę, jaką w jego wybuchu odegrała nierównowaga płatnicza. W punkcie trzecim omówiono zmiany, jakie w procesie narastania globalnej nierównowagi wywołał obecny kryzys.

---

<sup>1</sup> *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, „IMF Policy Paper” 2009, February, s. 2.

## 1. Globalna nierównowaga

Pojęcie to, jak wspomniano, odnosi się do długotrwałego deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, któremu towarzyszy nadwyżka w krajach azjatyckich (zwłaszcza w Chinach) i krajach naftowych. Ujemne saldo w obrotach bieżących utrzymuje się w gospodarce amerykańskiej już od połowy lat osiemdziesiątych, ubiegłego wieku, jednak w ostatnich latach bardzo szybko się powiększało i w 2006 roku wyniosło 803 mld USD, to jest 6% PKB.

Powstało wiele teorii, które próbowały wyjaśnić przyczyny narastania globalnej nierównowagi w ostatnich latach. Wśród pojawiających się opracowań można wyróżnić dwa główne nurty. Pierwszy nurt akcentuje przekształcenia w bilansach inwestycji i oszczędności na świecie jako najważniejszą przyczynę pogłębiania nierównowagi płatniczej na świecie. W Stanach Zjednoczonych od początku obecnej dekady nastąpił spadek oszczędności. Spowodowane to zostało pojawieniem się zarówno deficytu budżetowego, jak i malejącymi oszczędnościami gospodarstw domowych. Duże zapotrzebowanie na oszczędności mogło być zaspokojone tylko przez import kapitału, co przekładało się na ujemne saldo obrotów bieżących<sup>2</sup>. W tym samym czasie w niektórych krajach nastąpiły sprzyjające okoliczności do akumulacji oszczędności<sup>3</sup>. Miało to miejsce przede wszystkim w krajach azjatyckich, które po kryzysie w 1997 roku ograniczyły zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne, co znalazło odzwierciedlenie w nadwyżce oszczędności nad inwestycjami. Według niektórych ekonomistów, źródłem oszczędności w krajach azjatyckich jest również konsekwentnie realizowana przez władze strategia proeksportowego rozwoju gospodarczego<sup>4</sup>. Banki centralne tych krajów przeciwdziałają aprecjacji krajowych walut, dokonując interwencji walutowych, co z jednej strony ułatwia eksport krajowych produktów, a z drugiej prowadzi do wzrostu rezerw walutowych, które są lokowane w amerykańskie papiery wartościowe.

---

<sup>2</sup> M. Obstfeld, K. Rogoff, *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, „NBER Working Paper” 2004, nr 10869.

<sup>3</sup> B. Bernanke, *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. The Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Va, 10 March 2005.

<sup>4</sup> M. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, „NBER Working Paper” 2003, nr 9971.

Według drugiego nurtu obecny deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych jest konsekwencją atrakcyjności aktywów finansowych tego kraju<sup>5</sup>. Amerykański rynek finansowy w porównaniu z rynkami większości innych krajów jest dobrze rozwinięty. Są na nim oferowane wysokiej jakości, płynne, nowoczesne instrumenty finansowe, co umożliwia efektywne zarządzanie ryzykiem. W rezultacie większość światowych oszczędności jest lokowana w Stanach Zjednoczonych, co umożliwia łatwe zaspokajanie potrzeb finansowych tego kraju.

## 2. Globalny kryzys finansowy

Przed kryzysem ostrzegano, że konieczne jest znaczne ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, ponieważ napływ kapitału na rynek amerykański w następnych latach może być niewystarczający, by go sfinansować. Obawiano się, że dalsze narastanie deficytu w obrotach bieżących USA spowoduje, że pewnego dnia inwestorzy zdecydują się wycofać kapitały ulokowane na rynku amerykańskim. Odpływ kapitału spowodowałby utratę stabilności gospodarczej i gwałtowny spadek wartości dolara.

Niektóre spośród obaw dotyczące powrotu gospodarki światowej do równowagi sprawdziły się. Jeszcze przed kryzysem deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych zaczął się zmniejszać. O ile w latach 2002–2006 powiększał się on bardzo szybko i w 2006 roku wynosił już 803,5 mld USD, czyli 6% PKB, o tyle w 2007 roku jego poziom obniżył się o około 10% i wyniósł 726,6 mld USD. W roku 2008 nadal tendencja była spadkowa. Deficyt obniżył się o około 3% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniósł 706,1 mld USD, to jest 5,3% PKB (tabela 1). Spadkowi ujemnego salda w obrotach bieżących sprzyjało osłabienie dolara. Wyraźny trend nominalnej i realnej deprecjacji efektywnego kursu dolara zaznaczył się od drugiego kwartału 2007 roku. W drugim kwartale 2008 dolar zdeprecjonował się nominalnie i realnie o około 15% w porównaniu z 2005 rokiem. W trzecim kwartale 2008 roku tendencja do spadku kursu dolara uległa odwróceniu. W pierwszym kwartale 2009 roku dolar zaprecjonował się realnie o 1% w porównaniu z 2005 rokiem (wykres 1).

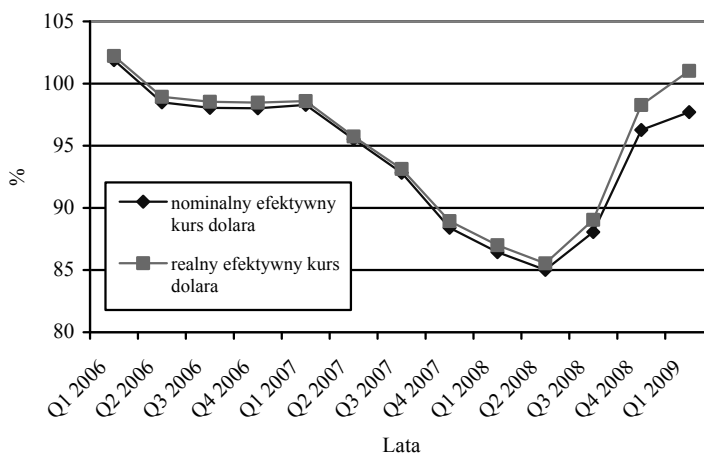
<sup>5</sup> World Economic Outlook, IMF, September 2006, s. 14.

Tabela 1. Wybrane pozycje bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych  
w latach 2000–2008 (mld USD)

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Saldo obrotów bieżących	-417,4	-398,3	-459,2	-521,5	-631,1	-748,7	-803,5	-726,6	-706,1
Saldo rachunku finansowego	477,7	400,3	500,6	532,9	532,3	700,7	779,5	657,4	533,9
Kapitał publiczny	41,9	27,6	115,6	277,6	399,5	264,8	493,3	458,6	-42,4
Inwestycje bezpośrednie	162,1	24,7	-70,1	-85,8	-170,3	76,4	-1,8	-122,8	-13,0
Pozostałe inwestycje	274,1	352,9	457,9	338,6	300,3	345,4	285,6	321,6	593

Źródło: Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov>).

Wykres 1. Nominalny i realny efektywny kurs USD, 2005 = 100



Źródło: International Financial Statistics Online (<http://www.imf.org>).

Obecny kryzys poprzedzał duży napływ kapitału zagranicznego na rynek amerykański. W latach 2000–2006 nadwyżka na rachunku finansowym była zbliżona do salda obrotów bieżących. W roku 2007, to jest wówczas, gdy wybuchł kryzys,

napływ kapitału był już niższy niż w latach 2005–2006, choć nadal stosunkowo wysoki. W latach 2007–2008 saldo błędów i opuszczeń osiągnęło natomiast wyjątkowo wysoki poziom na tle poprzednich lat i wyniosło odpowiednio 65 mld USD i 200 mld USD.

Niskie stopy procentowe i ogromny napływ kapitału, który finansował deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, niewątpliwie stworzyły otoczenie sprzyjające do podejmowania nadmiernego ryzyka. Niskie stopy procentowe powodowały szybki wzrost cen nieruchomości. Z kolei duże inwestycje zagranicznych banków centralnych w amerykańskie papiery skarbowe sprawiały, że dochodowość bezpiecznych aktywów była niska. Prywatni inwestorzy, poszukując coraz wyższych stóp zwrotu, lokowali zatem kapitały w bardziej ryzykowne aktywa<sup>6</sup>. W odpowiedzi na ich oczekiwania na rynku finansowym pojawiły się nowe instrumenty, umożliwiające osiąganie wyższych zysków, które później okazały się bardziej ryzykowne, niż to się wydawało na początku.

Banki, mając łatwy dostęp do finansowania dewizowego, mogły rozwijać akcję kredytową na szeroką skalę. Udzielały kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych. Również one, poszukując coraz wyższych stóp zwrotu, podejmowały coraz większe ryzyko. Udzielały kredytów nawet takim pożyczkobiorcom, których nie było stać na ich spłatę z bieżących dochodów (tak zwane kredyty subprime). Banki podejmowały tak duże ryzyko, ponieważ kredyty te nie obciążały ich bilansów, były bowiem sprzedawane na rynku wtórnym tworzonym przez nie fundusze sekurytyzacyjny. Fundusze te zamieniały skupowane kredyty na obligacje, a następnie odsprzedawały je na rynku kapitałowym różnego rodzaju inwestorom (na przykład fundusze inwestycyjnym, fundusze emerytalnym), które ponosiły całe ryzyko, kupując tego typu papiery<sup>7</sup>. Inwestorzy krajowi i zagraniczni chętnie nabywali obligacje będące efektem sekurytyzacji kredytów hipotecznych, miały one bowiem wysoki rating, jak się później okazało, nieadekwatny do ich bezpieczeństwa. Sekurytyzacja umożliwiła bankom osiąganie coraz wyższych stóp zwrotu, ponieważ zarabiały na marżach od udzielanych coraz liczniej kredytów, a ponadto osiągały dodatkowe wpływy ze sprzedaży różnego rodzaju usług finansowych tworzonym przez siebie fundusze sekurytyzacyjny.

<sup>6</sup> *Lessons of the Global Crisis...*, s. 2.

<sup>7</sup> A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2009, s. 35.

Zwykle oznaką nadchodzących kłopotów przed kryzysem jest wzrost cen aktywów. W latach 2001–2006 ceny nieruchomości w Stanach Zjednoczonych wzrosły o 50%<sup>8</sup>. Wzrostowy trend cen nieruchomości zachęcał do zaciągania kredytów i nabywania domów w celu uzyskania szybkich zysków z dalszego wzrostu cen. Dopóki rosły ceny nieruchomości, pożyczkobiorcy o niskich dochodach mogli zaciągać kredyty, które następnie były spłacane w drodze refinansowania<sup>9</sup>. Wśród pożyczkobiorców coraz większą grupę stanowili spekulanci, to jest osoby, które były w stanie spłacać odsetki, ale zdolność do spłacania rat kapitałowych zależała od utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz *Ponzi borrowers*. Mianem tym określa się pożyczkobiorców, którzy nie byli w stanie spłacać ani odsetek, ani rat kapitałowych, ale wzięte od banku kredyty przeznaczali na zakup drożących aktywów kapitałowych, w tym zwłaszcza domów<sup>10</sup>. Szybki wzrost kredytów hipotecznych udzielanych takim osobom spowodował powstanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. W pewnym momencie doszło do załamania cen na rynku nieruchomości, co stało się bezpośrednim impulsem do wybuchu kryzysu. Spowodowało to załamanie popytu na obligacje powstałe w wyniku sekurytyzacji kredytów bankowych, a zwłaszcza hipotecznych i spadek ich cen. Banki musiały przejąć do swoich bilansów jeszcze niesprzedane obligacje, co spowodowało duże straty i wywołało kryzys.

Kryzys w Stanach Zjednoczonych szybko przeniósł się do innych krajów rozwiniętych, takich jak Francja, Niemcy, Szwajcaria i Wielka Brytania, mimo że salda obrotów bieżących w tych krajach przed kryzysem były zrównoważone (tabela 2)<sup>11</sup>. Stało się tak, ponieważ banki głównie z tych krajów kupowały tak zwane toksyczne obligacje. Gdy wartość ich aktywów spadła, wiele z nich poniosło tak duże straty, że musiały zostać dokapitalizowane, by nie upaść.

Kryzysem zaufania do systemów bankowych zostały dotknięte również kraje wschodzące, które od początku obecnej dekady także miały nadwyżkę obrotów bieżących, choć w ich przypadku przyczyna była inna niż w krajach rozwiniętych.

---

<sup>8</sup> K. Hoe Ee, K. Rui Xiong, *Asia: A Perspective on the Subprime Crisis*, „Finance and Development”, IMF, 2008, June, s. 20.

<sup>9</sup> A. Sławiński, *op.cit.*, s. 35.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 34.

<sup>11</sup> World Economic Outlook, IMF, April 2009, s. 35.

Powodem kryzysu nie były straty poniesione przez banki w operacjach pozabilansowych, lecz nagłe trudności z dostępem do finansowania dewizowego<sup>12</sup>.

Tabela 2. Saldo obrotów bieżących w wybranych krajach i regionach w latach 2002–2008 (% PKB)

Kraje/regiony	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
USA	-4,5	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,7
Strefa euro	0,6	0,4	1,0	0,1	0,3	0,2	-0,7
Kraje azjatyckie	2,4	2,7	2,5	4,1	5,4	6,9	5,8
Bliski Wschód	4,7	8,4	12,1	18,8	18,1	18,2	18,8

Źródło: *World Economic Outlook Database, IMF, April 2009* (<http://www.imf.org>).

Obecny kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych nie został zatem spowodowany odpływem kapitału z rynku amerykańskiego. Główną jego przyczyną były złe systemy zarządzania ryzykiem w bankach oraz brak właściwego nadzoru i regulacji na rynku finansowym. Globalna nierównowaga sprzyjała jedynie powstaniu warunków rynkowych skłaniających do podejmowania nadmiernego ryzyka. Te warunki to niskie stopy procentowe oraz duży napływ kapitału do amerykańskich i europejskich banków, co z kolei prowadziło do wzrostu zadłużenia, poszukiwania coraz wyższych stóp zwrotu oraz powstania bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości. Kryzys miał również inną postać, niż oczekiwano wielu ekonomistów, a mianowicie nastąpiła nagła utrata zaufania do globalnego systemu finansowego, a nie gwałtowne wyzbywanie się przez inwestorów aktywów amerykańskich, a dostosowanie dokonuje się nie przez, jak przewidywano, deprecjację kursu dolara amerykańskiego, lecz przez ograniczenie popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych na skutek załamania się cen domów i ograniczenia dostępu do kredytów<sup>13</sup>.

### 3. Globalna nierównowaga po kryzysie

Obecny kryzys nieco zahamował proces narastania globalnej nierównowagi. Wynika to, z następujących przyczyn<sup>14</sup>:

<sup>12</sup> A. Sławiński, *op.cit.*, s. 42.

<sup>13</sup> *Lessons of the Global Crisis...*, s. 4.

<sup>14</sup> World Economic Outlook, IMF, April 2009, s. 36.

Po pierwsze, po kryzysie zaszły przekształcenia w bilansie oszczędności i inwestycji wielu krajów, a zwłaszcza Stanów Zjednoczonych. W latach 2006–2008 zmniejszył się w tym kraju poziom oszczędności z 2,2 bln USD do 1,8 bln USD (tabela 3). Na spadek poziomu oszczędności ogółem istotny wpływ miało przede wszystkim obniżenie oszczędności sektora publicznego. Rząd w odpowiedzi na kryzys finansowy opracował pakiety stymulacyjne o wartości setek miliardów dolarów, by ratować zagrożone upadłością przedsiębiorstwa i sektor finansowy. Taka polityka doprowadziła do zwiększenia deficytu budżetowego sektora publicznego. Pogłębiający się deficyt tego sektora został częściowo skompensowany przez rosnącą nadwyżkę oszczędności prywatnych. Gospodarstwa domowe ograniczyły swoją skłonność do konsumpcji ze względu na niepewną sytuację ekonomiczną, obawy o zatrudnienie oraz konieczność spłaty wyżej oprocentowanych kredytów hipotecznych. W ostatnim okresie obniżył się również poziom inwestycji w Stanach Zjednoczonych. Stało się tak głównie za sprawą inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwa. Ograniczenie działalności inwestycyjnej firm wynikało przede wszystkim z pogorszenia koniunktury oraz ograniczonego dostępu do kredytów. W latach 2007–2008 bilans obrotów bieżących tego kraju uległ poprawie, a w konsekwencji zmalało zapotrzebowanie na napływ kapitału zagranicznego, co prowadziło do zmniejszenia skali nierównowagi globalnej.

Tabela 3. Bilans oszczędności i inwestycji w Stanach Zjednoczonych w latach 2002–2008 (mld USD)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Oszczędności	1560,9	1552,8	1724,2	1903,4	2174,4	2040,2	1824,1
Prywatne	1656,8	1749,8	1880,1	1909,9	2057,9	1964,6	2195,9
Publiczne	-95,9	-197,1	-155,9	-6,5	116,5	75,6	-371,8
Inwestycje	1990,4	2085,5	2340,9	2564,2	2752,2	2750,0	2632,4
Saldo obrotów bieżących	-453,4	-519,9	-623,5	-729,5	-802,6	-726,8	-706,8

Źródło: jak pod tabelą 1.

Według obliczeń ekonomistów MFV, w latach 2010–2011 deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych ustabilizuje się na poziomie 3,25% PKB, a w 2014 roku wyniesie 2,25% PKB. W krajach azjatyckich i naftowych nadwyżki w obrotach bieżących nadal stopniowo będą się powiększać. Wraz ze zmniejszeniem



zapotrzebowania na finansowanie zagraniczne w krajach rozwiniętych gospodarce światowej trudno będzie zaabsorbować oszczędności z krajów nadwyżkowych. Będzie to wymagało pobudzenia popytu wewnętrznego w tych krajach, co spowodowałoby wzrost importu i spadek oszczędności.

Po drugie, w najbliższych latach międzynarodowy system finansowy będzie wymagał reform. Konieczne jest przede wszystkim stworzenie ściślejszego nadzoru nad bankami. Bardziej rygorystyczne systemy zarządzania ryzykiem w bankach oraz ograniczenie możliwości stosowania przez nie dużych dźwigni spowoduje, że w najbliższym czasie na rynkach krajowych i międzynarodowych trudniej będzie zaciągnąć kredyt. Nowe metody zarządzania ryzykiem prawdopodobnie sprawią, że kapitał będzie lokowany w inwestycje bezpieczniejsze, gwarantujące większą stabilność systemowi finansowemu. Biorąc to pod uwagę, w najbliższych latach można się zatem spodziewać ograniczenia międzynarodowych przepływów kapitału, a w związku z tym trudności z finansowaniem nadmiernych deficytów obrotów bieżących, co powinno sprzyjać ograniczeniu narastania globalnej nierównowagi.

Po trzecie, w najbliższych latach na bilans płatniczy krajów importujących ropę naftową będzie oddziaływała poprawa *terms of trade*, spowodowana spadkiem cen tego surowca. Międzynarodowy kryzys finansowy spowodował dekonjunkturę w gospodarce światowej. W wyniku spowolnienia popytu ucierpiały rynki towarowe, a zwłaszcza rynek ropy naftowej. W roku 2008, w porównaniu z poprzednim rokiem światowy popyt na ropę obniżył się o 0,4 mld baryłek dziennie (mbd) i był to pierwszy spadek popytu od przeszło dwudziestu lat. Największy spadek popytu nastąpił w krajach rozwiniętych, to jest o 1,7 mbd, w tym w USA o 1,2 mbd i Japonii o 0,4 mbd. W krajach rozwijających się popyt rósł, ale wolniej niż przed kryzysem. Produkcja ropy naftowej w 2008 roku zwiększyła się o 0,9 mbd, czyli dwukrotnie więcej niż w 2007 roku, co prowadziło do wzrostu zapasów. Spadek popytu i wzrost zapasów spowodowały spadek cen ropy naftowej. W lipcu 2008 roku baryłka kosztowała 143 USD, a w grudniu cena spadła do 38 USD. Od tamtego momentu ceny ustabilizowały się w przedziale 40–50 USD za baryłkę. W średnim terminie prognozowany jest wzrost cen ropy naftowej, choć szybki powrót cen do poziomu z pierwszej połowy 2008 roku jest mało prawdopodobny<sup>15</sup>. Mniejsze wydatki krajów importujących ropę naftową na zakup tego surowca będą oddziaływały na poprawę

---

<sup>15</sup> *Ibidem*, s. 51.

bilansu handlowego, co będzie sprzyjało spowolnieniu procesu narastania nierównowagi globalnej.

Po kryzysie zmieniła się struktura kapitałów napływających do Stanów Zjednoczonych. W latach 2004–2007 zagraniczne inwestycje prywatne były średnio trzykrotnie wyższe niż inwestycje sektora publicznego (tabela 4). W roku 2008 o wysokości napływu kapitału zagranicznego do USA zdecydowały przede wszystkim inwestycje zagranicznych rządów i banków centralnych, które kupowały głównie papiery wartościowe wyemitowane przez amerykański rząd. Są to inwestycje, jak wiadomo, bezpieczne, a ma to szczególne znaczenie w czasach kryzysu. Zagraniczne inwestycje prywatne w 2008 roku zmniejszyły się drastycznie w porównaniu z poprzednim rokiem, z 1,6 bln USD do 47 mld USD. O spadku salda zagranicznych inwestycji prywatnych zdecydował przede wszystkim duży odpływ kapitału netto z tytułu pozostałych inwestycji (to jest przede wszystkim przepływów kredytowych) oraz kapitału inwestowanego w papiery wartościowe pozostałych sektorów. Zwiększyły się natomiast w tym roku amerykańskie zobowiązania wobec zagranicznych inwestorów bezpośrednich oraz inwestorów prywatnych nabywających rządowe papiery wartościowe.

Tabela 4. Inwestycje nierezydentów w Stanach Zjednoczonych w latach 2004–2006 (mld USD)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008
Zagraniczne inwestycje w USA	1533,2	1247,3	2065,2	2129,5	534,1
Kapitały ze źródeł publicznych	397,8	259,3	487,9	480,9	487,0
W tym w papiery wartościowe Skarbu Państwa	314,9	213,3	428,4	269,9	543,5
Kapitały ze źródeł prywatnych	1135,4	988,1	1577,2	1648,5	47,0
Inwestycje bezpośrednie	146,0	112,6	243,2	275,8	319,7
Inwestycje portfelowe	475,1	582,7	625	672,4	69,9
W papiery wartościowe Skarbu Państwa	93,6	132,3	–58,2	66,8	196,6
W papiery wartościowe pozostałych sektorów	381,5	450,4	683,2	605,6	–126,7
Pozostałe inwestycje	514,4	292,7	709,0	700,3	–342,6

Źródło: jak pod tabelą 1.

Pomimo poprawy bilansu obrotów bieżących, Stany Zjednoczone w najbliższej przyszłości nadal będą potrzebowały dużego napływu kapitału zagranicznego. Kryzys spowodował bowiem pogorszenie się ich międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. W roku 2007 zobowiązania zagraniczne netto tego kraju wyniosły 2,1 bln USD, a w 2008 roku 3,5 bln USD. Na ich wzrost w tym czasie miał wpływ spadek cen aktywów zagranicznych będących w posiadaniu amerykańskich inwestorów, a ponadto deprecjacja większości głównych walut wobec dolara (która spowodowała spadek wartości aktywów zagranicznych Stanów Zjednoczonych w przeliczeniu na dolary) oraz dodatnie saldo na rachunku finansowym.

\*\*\*

Reasumując, można stwierdzić, że choć globalna nierównowaga nie była bezpośrednią przyczyną wybuchu obecnego kryzysu, to nadal jest ona jednym z głównych wyzwań stojących przed gospodarką światową. Deficyt w obrotach bieżących Stanów Zjednoczonych wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie i nie można wykluczyć, że w najbliższych latach pojawią się problemy z jego sfinansowaniem. Nadal aktualne są więc pytania: kiedy i w jaki sposób reagować na narastającą nierównowagę płatniczą oraz jakie wykorzystywać środki nadzoru nad zaciąganiem zobowiązań za granicą przez krajowe podmioty?

Kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych i rola, jaką w jego wybuchu odegrała globalna nierównowaga, ponownie zwróciły uwagę na niebezpieczeństwa, jakie towarzyszą międzynarodowym przepływom kapitałowemu. Jak wiadomo, mogą one powodować zmiany w poziomie rezerw walutowych kraju, wywoływać zakłócenia w procesie kreacji pieniądza oraz duże wahania kursów walutowych. Gwałtowne zmiany w kierunkach przepływu kapitału niosą ze sobą bardzo groźne konsekwencje dla stabilności sektora finansowego, krajowej konsumpcji i inwestycji. Główne światowe potęgi gospodarcze powinny zatem dołożyć wszelkich starań, aby przeprowadzić wspólne działania, mające na celu ograniczenie ryzyka, w postaci gwałtownych dostosowań w bilansach płatniczych krajów. Stany Zjednoczone powinny zreformować finanse publiczne, tak by ograniczyć deficyt budżetowy. Kraje strefy euro i Japonia powinny przeprowadzić reformy strukturalne, w wyniku których wzrósłby popyt krajowy, a Chiny – stopniowo odchodzić od polityki promo-

wania eksportu jako głównego czynnika pobudzającego wzrost gospodarczy<sup>16</sup>. Choć działania takie niewątpliwie przyczyniłyby się do zmniejszenia problemu globalnej nierównowagi, to jednak ich realizacja w najbliższym czasie wydaje się mało prawdopodobna.

## GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND GLOBAL IMBALANCES

### Summary

In the recent years world economy was characterized by large global imbalances. Many economists worried that large capital flows into the United States might suddenly change the direction, what would lead to a substantial dollar depreciation. In fact crisis took a different form: a sharp fall in confidence in the global financial system.

The article analysis the role that global imbalances played in the financial crisis. It consists of three parts. The first one presents causes of the global imbalances. The second part explores to what extent did global imbalances contribute to the financial crisis. The third part presents changes to the global imbalances after the crisis.

*Translated by Ewa Bilewicz*

---

<sup>16</sup> *The Multilateral Consultation on Global Imbalances*, „Issues Brief”, IMF, 2007, April.