

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**315**

# **Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie**

**Tom 1**



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk**

**Małgorzata Domiter**

**Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-400-4 (tom 1)**

**ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	11
<b>Franciszek Adamczuk</b> , Współpraca gospodarcza na pograniczu polsko-czeskim – aspekty przestrzenne i instytucjonalne.....	13
<b>Marzena Adamczyk</b> , Rola Rady Stabilności Finansowej w zapobieganiu kryzysom finansowym.....	24
<b>Eric Ambukita</b> , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie wielkopolskim .....	33
<b>Anna Barwińska-Małajowicz</b> , Absolwenci szkół wyższych w kontekście (nie)dostosowania oferty edukacyjnej do potrzeb pracodawców. Analiza porównawcza na przykładzie wybranych regionów w Polsce i Niemczech	43
<b>Zbigniew Bentyn</b> , Kryzys polityczny i jego logistyczne konsekwencje dla międzynarodowej sieci dostaw .....	54
<b>Zbigniew Binek</b> , Minimalizacja kosztów wprowadzenia euro w Polsce – doświadczenia krajów wchodzących do Unii Europejskiej w 2004 roku oraz rozwiązania własne .....	64
<b>Joanna Bogolębska</b> , Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności.....	74
<b>Jarosław Brach</b> , Pozycja polskich międzynarodowych drogowych przewoźników ładunków na europejskim rynku drogowego międzynarodowego transportu towarowego – przyczyny sukcesu .....	85
<b>Magdalena Broszkiewicz</b> , Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jako instrument rozwoju i kształtowania atrakcyjności inwestycyjnej współczesnych rynków kapitałowych.....	105
<b>Dominika Brzęczek-Nester</b> , Pozycja konkurencyjna polskiego przetwórstwa przemysłowego w kontekście wyników handlu zagranicznego w latach 2006-2011 .....	115
<b>Katarzyna Brzozowska</b> , Wpływ kryzysu finansowego na otoczenie regulacyjne biznesu we Włoszech .....	125
<b>Katarzyna Bujan</b> , <i>Cash pooling</i> jako instrument zarządzania płynnością finansową w transnarodowych korporacjach .....	135
<b>Ignacy H. Chrzanowski</b> , NAFTA jako alternatywna forma integracji gospodarczej. Z perspektywy krajów postkomunistycznych .....	144
<b>Anna Chrzęściewska</b> , Determinanty rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Indiach.....	157
<b>Anna Czech</b> , Kryzysy energetyczne we współczesnym świecie .....	167
<b>Wioletta Czemieli-Grzybowska</b> , Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie w warunkach kryzysu .....	175

<b>Katarzyna Czerewacz-Filipowicz</b> , Polityka antykryzysowa Federacji Rosyjskiej na obszarze Euroazjatyckiej Wspólnoty Gospodarczej .....	184
<b>Małgorzata Czermińska</b> , Swobody rynku wewnętrznego oraz wspólna polityka konkurencji Unii Europejskiej a konkurencyjność przedsiębiorstw...	195
<b>Małgorzata Domiter</b> , Znaczenie globalnych reguł prowadzenia wymiany handlowej ze szczególnym uwzględnieniem KNU dla krajów rozwijających się .....	208
<b>Jerzy Dudziński</b> , Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.....	223
<b>Bartosz Fortuński</b> , Czy energetyka światowa integruje się z założeniami polityki energetycznej Unii Europejskiej?.....	234
<b>Elżbieta Golemska</b> , Nowe metody zarządzania logistyką międzynarodową w procesie umiędzynarodawiania polskich przedsiębiorstw .....	244
<b>Eugeniusz Gostomski</b> , Proces tworzenia unii bankowej w krajach Eurolandu	256
<b>Małgorzata Graćik-Zajackowski</b> , <i>Fair trade</i> : szansa czy zagrożenie dla rozwoju krajów Południa? .....	267
<b>Tomasz Gutowski</b> , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako główny sposób inwestowania korporacji transnarodowych w Polsce .....	277
<b>Marcin Haberla, Sebastian Bobowski</b> , Od uniwersytetu średniowiecznego do uniwersytetu trzeciej generacji .....	287
<b>Rafał Hryniewiecki</b> , Dyplomacja energetyczna – pomiędzy teorią a praktyką	298
<b>Małgorzata Janicka</b> , Liberalizacja przepływów kapitałowych wobec ewolucji międzynarodowego systemu walutowego .....	308
<b>Anna H. Jankowiak</b> , Japoński model komunikacji biznesowej a otwarcie japońskiej gospodarki na globalizację .....	319
<b>Dorota Jankowska, Agnieszka Majka</b> , Zmiany na lokalnych rynkach pracy województwa podkarpackiego w aspekcie przeobrażeń trójsektorowej struktury zatrudnienia .....	327
<b>Dorota Jarema</b> , Odpowiedź ASEM na światowy kryzys finansowy .....	337
<b>Bohdan Jeliński</b> , Fundamentalne konsekwencje kryzysu gospodarki globalnej	346
<b>Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska</b> , Kryzys finansowy 2008 – analiza percepcji kryzysu przez społeczeństwo europejskie .....	357
<b>Barbara Klimas</b> , Kryzys państwa opiekuńczego i trudności w ograniczaniu społecznych funkcji państwa .....	368
<b>Artur Klimek</b> , Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów wschodzących do Polski .....	378
<b>Karolina Klupś</b> , Przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Ukrainie oraz ukraińskich inwestycji zagranicznych w latach 2004-2013	388
<b>Agnieszka Kłysik-Uryszek</b> , Wpływ kryzysu na aktywność międzynarodową przedsiębiorstw polskich .....	400
<b>Agnieszka Konopelko</b> , Polityka Unii Europejskiej wobec krajów regionu Kaukazu Południowego w kontekście globalnego kryzysu finansowego ..	410

<b>Radosław Koszewski</b> , Wykorzystanie zbiorów rozmytych w selekcji kandydatów do aliansu .....	421
<b>Patrycja Krawczyk</b> , Wpływ kryzysu rynków finansowych i bankowych w XXI wieku na ocenę ratingową wybranych państw .....	429
<b>Anetta Kuna-Marszałek</b> , Budowa powiązań nauki z biznesem – przegląd badań.....	439
<b>Jarosław Kuśpit</b> , Efekty ekonomiczne Europejskiej Polityki Sąsiedztwa Unii Europejskiej wobec państw Europy Wschodniej w okresie kryzysu gospodarczego .....	450
<b>Aleksandra Kuźmińska-Haberla</b> , Kraj pochodzenia produktu we współczesnej gospodarce.....	459
<b>Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski</b> , Innowacyjność a konkurencyjność międzynarodowa polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Wyniki badań.....	469
<b>Marek Maciejewski</b> , Wiarygodność kredytowa państw w obliczu kryzysu finansów publicznych .....	480
<b>Agnieszka Majka</b> , Zróżnicowanie atrakcyjności inwestycyjnej powiatów województwa podkarpackiego.....	493
<b>Dominika Malchar-Michalska</b> , Międzynarodowy handel zbożem w krajach o niskim dochodzie i deficycie żywnościowym w obliczu światowego wzrostu cen żywności w latach 2006-2011 .....	502
<b>Arkadiusz Malkowski</b> , Rola zarządzania strategicznego w budowaniu konkurencyjnego regionu transgranicznego na przykładzie Programu Operacyjnego Współpracy Transgranicznej Republika Czeska – Rzeczpospolita Polska 2007-2013 .....	513
<b>Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska</b> , Creating a competitive region on the example of Pomerania Euroregion .....	523
<b>Witold Małachowski</b> , Polityka antykryzysowa Niemiec a integracja europejska .....	533
<b>Jakub Marszałek</b> , Emisja obligacji zamiennych w warunkach światowego kryzysu finansowego .....	545
<b>Grzegorz Mazur</b> , Nowy kształt powszechnego systemu preferencji celnych Unii Europejskiej .....	555
<b>Lidia Mesjasz</b> , Doświadczenia historyczne w zakresie niewypłacalności państw – wnioski dla współczesnej polityki gospodarczej.....	566
<b>Joanna Michalczyk</b> , Główne przesłanki bezpieczeństwa żywnościowego Polski i próba jego pomiaru.....	577
<b>Wawrzyniec Michalczyk</b> , Znaczenie wymiany wewnątrzgałęziowej w polskim handlu zagranicznym towarami rolno-spożywczymi .....	592
<b>Bartosz Michalski</b> , Zaawansowanie technologiczne polskiego eksportu w pierwszej dekadzie XXI wieku .....	607

<b>Tomasz Michałowski</b> , Kryzys zadłużeniowy w strefie euro a trwałość relacji kursowej euro/frank CFA.....	619
<b>Ewa Mińska-Struzik</b> , Bariery rozwoju eksportu w polskich przedsiębiorstwach wysokiej techniki – wyniki badań własnych .....	630

## Summaries

<b>Franciszek Adameczuk</b> , Economic cooperation in Polish-Czech border – spatial and institutional aspects.....	23
<b>Marzena Adamczyk</b> , The role of Financial Stability Board in preventing financial crises .....	32
<b>Eric Ambukita</b> , Foreign direct investment in Wielkopolska Voivodeship .....	42
<b>Anna Barwińska-Małajowicz</b> , High schools graduates in the context of (not) adjusting of educational offer to the employer expectations. Comparative analysis on the example of chosen regions in Poland and Germany .....	53
<b>Zbigniew Bentyn</b> , The political crisis and its logistic implications for international supply network .....	63
<b>Zbigniew Binek</b> , Minimizing the costs of introduction of euro in Poland – experience of countries entering the European Union in 2004 and own solutions.....	72
<b>Joanna Bogolebska</b> , The experience of global economy with global imbalances as a crisis-breeding element.....	84
<b>Jarosław Brach</b> , The position of Polish international road freight carriers on the European market of international road freight hauling – reasons behind the success .....	104
<b>Magdalena Broszkiewicz</b> , Creating value for shareholders as an instrument of growth and development of the investment attractiveness of modern capital markets.....	114
<b>Dominika Brzęczek-Nester</b> , Competitive position of Polish manufacturing in the context of foreign trade performance in the period 2006-2011 .....	124
<b>Katarzyna Brzozowska</b> , The impact of financial crisis on the regulation environment in Italy .....	134
<b>Katarzyna Bujan</b> , <i>Cash pooling</i> as a tool for liquidity management in transnational corporations .....	143
<b>Ignacy H. Chrzanowski</b> , NAFTA as an alternative form of economic integration. From the perspective of the post-communist countries.....	156
<b>Anna Chrzęściewska</b> , Determinants of foreign direct investment development in India.....	166
<b>Anna Czech</b> , Energy crises in contemporary world.....	174
<b>Wioletta Czemiel-Grzybowska</b> , Sources of financing small and medium enterprises in Europe during the crisis .....	183
<b>Katarzyna Czerewacz-Filipowicz</b> , Anti-crisis policy of the Russian Federation in the area of the Eurasian Economic Community .....	194

---

<b>Małgorzata Czermińska</b> , Freedom of the internal market and the common EU competition policy and competitiveness of companies.....	207
<b>Małgorzata Domiter</b> , The importance of global trading rules with special regard to the Most Favoured Nation clause for developing countries.....	222
<b>Jerzy Dudziński</b> , Remarks on financial investors' engagement on commodity markets.....	233
<b>Bartosz Fortuński</b> , Is the global energy integrates with EU energy policy objectives? .....	243
<b>Elżbieta Golemska</b> , New methods of logistics management in the internationalization of Polish firms.....	255
<b>Eugeniusz Gostomski</b> , The process of creating the banking union in the eurozone .....	266
<b>Małgorzata Grącik-Zajaczkowski</b> , Fair trade: an opportunity or a threat for the development of the South? .....	276
<b>Tomasz Gutowski</b> , Foreign direct investments as the main way of transnational corporations' investments in Poland.....	286
<b>Marcin Haberla, Sebastian Bobowski</b> , From the medieval university to the university of the third generation.....	297
<b>Rafał Hryniewiecki</b> , Energy diplomacy – theoretical framework and practical applications .....	307
<b>Małgorzata Janicka</b> , The liberalization of capital flows in the presence of the evolution of the international monetary system.....	318
<b>Anna H. Jankowiak</b> , Japanese business communication model and the opening of the Japanese economy to the process of globalization .....	327
<b>Dorota Jankowska, Agnieszka Majka</b> , Changes on the local labor markets of the Podkarpackie Voivodeship in terms of the transformation of the three-sector structure of employment.....	336
<b>Dorota Jarema</b> , ASEM response to the global financial crisis .....	345
<b>Bohdan Jeliński</b> , Main consequences of global economy crisis .....	356
<b>Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska</b> , The crisis of 2008 – analysis of European society's perception of the phenomenon.....	367
<b>Barbara Klimas</b> , Crisis of the welfare state and difficulties in limiting the social functions of the state.....	377
<b>Artur Klimek</b> , Inflows of foreign direct investment from emerging economies to Poland.....	387
<b>Karolina Klupś</b> , Foreign direct investment in Ukraine and the Ukrainian foreign investment flows in the years 2004-2013 .....	399
<b>Agnieszka Kłysik-Uryszek</b> , Impact of economic crisis on Polish outward FDI	409
<b>Agnieszka Konopelko</b> , The European Union policy towards the countries of the South Caucasus region in the context of the global financial crisis.....	420
<b>Radosław Koszewski</b> , The use of fuzzy sets in the selection of candidates to an alliance .....	428

<b>Patrycja Krawczyk</b> , Impact of the crisis on financial and banking markets in the 21 <sup>st</sup> century on the rating of selected countries.....	438
<b>Anetta Kuna-Marszałek</b> , Building cooperation between science and business – literature review .....	449
<b>Jarosław Kuśpit</b> , Economic effects of the European Neighborhood Policy of the European Union towards the countries of Eastern Europe during the economic crisis .....	458
<b>Aleksandra Kuźmińska-Haberla</b> , Country of origin of a product in the modern economy .....	468
<b>Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski</b> , Innovativeness and international competitiveness of Polish industry. Research outcomes .....	479
<b>Marek Maciejewski</b> , The reliability of the states in the face of public finance crisis .....	492
<b>Agnieszka Majka</b> , Diversification of investment attractiveness of counties in the Podkarpackie Voivodeship.....	501
<b>Dominika Malchar-Michalska</b> , International cereal trade in Low-Income Food-Deficit Countries in the context of the world food price surge 2006-2011 ..	512
<b>Arkadiusz Malkowski</b> , Strategic management in building the competitive region on the example of Cross-border Co-operation Operational Programme of the Republic of Poland and the Czech Republic 2007-2013....	522
<b>Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska</b> , Budowa konkurencyjnego regionu na przykładzie Euroregionu Pomerania.....	532
<b>Witold Malachowski</b> , Anti-crisis policy of Germany and European integration .....	544
<b>Jakub Marszałek</b> , Convertible bonds issuance in the time of world financial crisis .....	554
<b>Grzegorz Mazur</b> , A new shape of the Generalised System of Preferences of the European Union .....	565
<b>Lidia Mesjasz</b> , State insolvency – historical experience and lessons for current economic policy.....	576
<b>Joanna Michalczyk</b> , Main determinants of Poland’s food security and an attempt of its measuring .....	591
<b>Wawrzyniec Michalczyk</b> , The importance of intra-industry exchange in Polish foreign trade in agri-food products .....	606
<b>Bartosz Michalski</b> , Technological advancement of Polish exports in the first decade of the 21 <sup>st</sup> century .....	618
<b>Tomasz Michalowski</b> , Debt crisis in the eurozone and the sustainability of the euro/CFA franc rate.....	629
<b>Ewa Mińska-Struzik</b> , Barriers for exporting activities in Polish high-tech enterprises – own study results .....	640



**Joanna Bogolebska**

Uniwersytet Łódzki

---

## DOŚWIADCZENIA GOSPODARKI ŚWIATOWEJ ZE STANAMI GLOBALNYCH NIERÓWNOWAG PŁATNICZYCH W KONTEKŚCIE ICH KRYZYSOGENNOŚCI

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest prezentacja wyodrębnianych w literaturze przedmiotu epizodów nierównowag globalnych w ujęciu historycznym, na tle ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. Opieranie się na historycznych doświadczeniach gospodarki światowej ze stanami nierównowag globalnych stanowi ciekawą perspektywę badawczą wobec trudności z wyodrębnianiem i hierarchizowaniem determinant współczesnych nierównowag globalnych oraz zakresem ich wpływu na kryzys finansowy. Prezentacja historycznych stanów nierównowag, wraz z odpowiedzią na pytanie, czy miały destabilizujący wpływ na międzynarodowy system walutowy i globalne środowisko finansowe, może służyć jako element predykcji dla potencjalnej kryzysogenności współczesnych nierównowag, zwłaszcza w obliczu niejednoznacznych implikacji płynących z badań teoretycznych i empirycznych nad nierównowagami jako determinantą kryzysu.

**Słowa kluczowe:** nierównowagi globalne, kryzys finansowy, gospodarka globalna.

### 1. Wstęp. Nierównowagi globalne jako determinanta kryzysu finansowego

Wśród czynników, które przyczyniły się do kryzysu na globalnych rynkach finansowych ostatnich lat, akcentuje się rolę czynnika mikroekonomicznego (niedostateczną regulację i nadzór nad rynkiem finansowym w połączeniu z rozwojem innowacji) oraz czynnika makroekonomicznego (który został ukształtowany przez środowisko niskich stóp procentowych i narastających nierównowag globalnych). Wśród drugiej grupy czynników należy wymienić globalną nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami oraz nadwyżkę płynności, w połączeniu z silnym popytem na bezpieczne i płynne aktywa finansowe i niewystarczającą ich podażą. Mimo zgody co do współdziałania obu kategorii czynników w generowaniu kryzysu<sup>1</sup>, nie ma konsensusu od-

---

<sup>1</sup> Por. Raport NBP: *Polska wobec światowego kryzysu finansowego*, NBP, Warszawa 2009. Pada tam sformułowanie: „Wśród przyczyn zaburzeń na światowych rynkach finansowych, a w konsekwencji przeniesienia się tych zaburzeń na sferę realną gospodarek, wymienia się zarówno zjawiska o cha-

nośnie do zakresu i siły pośredniego oddziaływania na kryzys nierównowag globalnych.

Globalne nierównowagi płatnicze (nierównowagi globalne, *global imbalances*) są powszechnie traktowane jako pogłębianie się deficytów i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących. Z punktu widzenia ich wpływu na gospodarkę globalną i jej stabilność istotnego znaczenia nabiera doprecyzowanie tej definicji. Warto w tym miejscu przytoczyć definicję zaproponowaną przez T. Brackego i innych<sup>2</sup> z EBC, zgodnie z którą nierównowagi globalne są to „zewnętrzne pozycje systemowo ważnych gospodarek, które odzwierciedlają zniekształcenia lub stanowią zagrożenie dla gospodarki światowej”. Definicja ta zawiera w sobie trzy istotne komponenty:

1. „Zewnętrzna pozycja” (*external position*), co wskazuje, że zjawisko odnosi się zarówno do pozycji z tytułu rachunku bieżącego, jak i finansowego. Wynika stąd potrzeba koncentracji nie tylko na saldach z tytułu rachunku obrotów bieżących, lecz także na przepływach kapitałowych netto i brutto kraju.

2. „Gospodarki systemowo ważne”, co wskazuje, że zjawisko odnosi się zarówno do krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych. Są to kraje, które ze względu na rozwój makroekonomiczny i finansowy mogą mieć znaczny wpływ na gospodarkę światową. Kraje te uczestniczą w globalnych rynkach towarowych i finansowych, a ich wpływ na gospodarkę światową może wynikać zarówno z ich wielkości, jak i z innych czynników (np. stanowienie istotnego centrum finansowego czy kluczowego uczestnika regionu).

3. „Odzwierciedlanie zniekształceń” (*distortions*), które mogą być spowodowane przez kształt polityki gospodarczej lub decyzje sektora prywatnego i prowadzą do odchylenia od równowagi, która istniałaby w środowisku giętkich cen i doskonałej konkurencji. Zniekształcenia są wywoływane polityką gospodarczą lub makroekonomiczną. Przykładem takiego zniekształcenia jest bezprecedensowa skala akumulacji rezerw walutowych, co należy postrzegać jako paradoks w świecie dominujących płynnych reżimów kursowych i stosowania celów inflacyjnych w strategiach pieniężnych banków centralnych. Polityka ta prowadzi do zniekształceń cen aktywów. Nadmiernie łatwy dostęp do globalnej płynności może zachęcać do podejmowania nieubezpieczonego ryzyka i prowadzić do powstania „bąbli” na globalnych rynkach aktywów. Stosowanie reżimów stałych w krajach *emerging markets* o dużej nierównowadze zewnętrznej może podtrzymywać stan odchylenia od równowagi. Takie strategie polityki gospodarczej mogą z kolei mieć wpływ na decyzje sektora prywatnego i ceny na rynkach finansowych, w tym na stopy zwrotu z aktywów utrzymywanych w formie rezerw walutowych.

---

rakterze makro-, jak i mikroekonomicznym. Wśród tych pierwszych do najważniejszych należy zaliczyć narastającą w ciągu ostatniego dziesięciolecia skalę globalnych nierównowag oraz problemy, jakie były wynikiem długotrwałego utrzymywania się (realnych) stóp procentowych na niskim poziomie”.

<sup>2</sup> T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub, *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occasional Paper Series no. 78/January 2008.

4. „Stanowienie zagrożeń (*risks*) dla gospodarki światowej” – odnosi się do implikacji finansowych i makroekonomicznych i dotyczy zarówno scenariusza przywracania równowagi (np. zagrożenie szokową korektą nierównowagi), jak i scenariusza dalszego pogłębiania nierównowag (np. zagrożenie wzrostem działań protekcjonistycznych ze strony krajów deficytowych czy przywróceniem restrykcji dla napływu kapitału). Zagrożenie wynikające z niekontrolowanej korekty nierównowag może wpłynąć na wszystkie obszary gospodarki światowej, a zważywszy na wzrastającą rolę kanału transmisji finansowej, na zmiany cen aktywów. W wyniku asymetrycznych bodźców do dokonania procesu dostosowawczego w krajach deficytowych i nadwyżkowych, *global imbalances* mogą wywołać ciśnienie deflacyjne na poziomie globalnym, jeśli procesy dostosowawcze w krajach deficytowych spowodują skurczenie się globalnego popytu.

W badaniach nad nierównowagami globalnymi jako determinantami kryzysu (finansowego, walutowego) zwraca się uwagę na następujące kwestie:

1. Deficyty na rachunku obrotów bieżących (*current account – CA*) mogą stanowić symptom kryzysu finansowego lub walutowego. Mimo że liczne kryzysy były poprzedzone defycytami CA (np. Chile w 1981 r., Meksyk w 1994 r., Islandia w 2008 r.), literatura empiryczna nie potwierdza jednoznacznie występowania takiej zależności. J. Frankel i inni<sup>3</sup> wykazują, że CA stanowi co prawda pewien wskaźnik przewidujący wystąpienie kryzysu walutowego, ale w mniejszym stopniu niż inne wskaźniki, jak np. międzynarodowe rezerwy czy realne kursy walutowe.

P. Gourinchas i inni<sup>4</sup> dokonują rozróżnienia między kryzysami walutowymi, bankowymi i zadłużeniowymi i wykazują, że duże deficyty CA często poprzedzały ostatnie epizody kryzysów, jednak w zasadzie saldo CA nie odgrywa statystycznie istotnej roli w przewidywaniu występowania różnych typów kryzysu. Istnieje także coraz więcej badań empirycznych wykazujących, że wzrost kredytu krajowego może odgrywać istotną ekonomiczną i polityczną rolę dla predykcji następującego po nim kryzysu. Zdolność do pożyczania za granicą pozwala krajowi na pożyczanie po niższej stopie procentowej i przy mniejszym ciśnieniu na kształtowanie się kursu walutowego i inflacji, niż w sytuacji, gdyby gospodarka była zamknięta. Naturalne jest zatem domniemanie występowania systemowego związku między deficytem CA, wzrostem kredytu krajowego a kryzysem finansowym. Badania empiryczne potwierdzają (zwłaszcza w odniesieniu do krajów *emerging markets*), że napływ netto kapitału prywatnego pomaga generować *boom* kredytowy, co – przy słabych systemach finansowych – zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu (choć niektóre duże kraje *emerging markets* doświadczały boomu kredytowego bez napływu netto kapitału).

<sup>3</sup> J. Frankel, G. Saravelos, *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global crises*, NBER Working Paper no. 16047, June 2010.

<sup>4</sup> P. Gourinchas, M. Obstfeld, *Stories of the Twentieth Century for the Twenty-first*, “American Economic Journal, Macroeconomics” 2012, no. 4/ January.

2. Kształtowanie się sald CA może mieć istotne implikacje makroekonomiczne. Zmiany w saldach CA mogą być skorelowane ze zmianami w globalnych realnych stopach procentowych (szczególnie w odniesieniu do dłuższych zapadalności), wpływać na *terms of trade* i realne kursy walutowe, a zatem na alokację zasobów w gospodarce światowej. Tezę tę potwierdza tzw. hipoteza B. Bernankego, dotycząca nierównowag globalnych, zgodnie z którą nadwyżka CA w Chinach spowodowała spadek globalnych realnych stóp procentowych, co miało swoje reperkusje dla kształtowania się cen aktywów i rynku nieruchomości w krajach rozwiniętych.

Dla kraju posiadającego deficyty CA bariera finansowania (np. ryzyko *sudden stop*) może generować bolesne dostosowania cen relatywnych i w alokacji zasobów, co może prowadzić do negatywnych efektów bilansowych, zwłaszcza jeśli pasywa wyrażone są w walucie zagranicznej. Skutki ryzyka *sudden stop* zależą zatem w dużej mierze od struktury walutowej i terminowej aktywów i pasywów zagranicznych brutto. Niewielki stopień płynności aktywów zagranicznych, wysoki poziom krótkoterminowych pasywów, które zagranica odmawia rolować, powoduje bolesne dostosowania dla kraju deficytowego. Stopień niekorzystnych efektów makroekonomicznych jest mniejszy w krajach nadwyżkowych. Kraje nadwyżkowe także mogą doświadczać gwałtownego załamania w napływie kapitału brutto, mimo że ich podatność jest mniejsza niż krajów deficytowych. Gwałtowny spadek napływu kapitału do krajów nadwyżkowych generuje dostosowania w stopach zwrotu i kursach walutowych. Krajowe stopy zwrotu muszą wzrosnąć, aby przekierować krajowe oszczędności do krajowych pożyczkobiorców, podczas gdy realna deprecjacja kursu walutowego redukuje import i pobudza eksport. Jednak zakres wynikającej z tego poprawy bilansu handlowego jest z konieczności mniejszy od tego, który musi generować kraj deficytowy stojący w obliczu ryzyka *sudden stop*.

Mimo że konsekwencje makroekonomiczne posiadania niezbilansowanego salda CA w pierwszej kolejności odczuwają gospodarki narodowe, istnieje realne niebezpieczeństwo przeniesienia skutków na gospodarkę globalną.

3. Duża skala przepływów kapitałowych brutto, odzwierciedlająca powiązania bilansowe podmiotów i ich skomplikowane globalne współzależności, może stać się czynnikiem destabilizującym rynki finansowe (poprzez tworzenie ryzyka *sudden stop* oraz ryzyka nieefektywnej absorpcji środków), nawet w sytuacji posiadania przez kraj zbilansowanego salda CA. Ostatni kryzys wykazał, że napływy kapitałowe brutto generujące boom na rynku kredytowym USA pochodziły zarówno z krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych.

## **2. Globalne nierównowagi w ujęciu historycznym i ich wpływ na stabilność gospodarek**

Ze względu na niejednoznaczną ocenę (zarówno na gruncie teoretycznym, jak i empirycznym) zakresu i mechanizmu wpływu nierównowagi globalnej na obecny kryzys finansowy, ciekawą alternatywę badawczą stanowi analiza historycznych epizo-

dów nierównowag i próba, na podstawie wniosków z nich płynących, oceny potencjalnej kryzysogenności współczesnej nierównowagi. W literaturze przedmiotu zwracają uwagę dwa podejścia do periodyzacji nierównowag globalnych. Cechuje je nieco odmienne wyodrębnianie historycznych epizodów nierównowag.

Dokonując analizy stanów nierównowagi globalnej w ujęciu historycznym, T. Bracke i inni<sup>5</sup> wyodrębniają takie okresy, w których nierównowagi zewnętrzne, na skutek generowania napięć (niekoniecznie przekształcających się w kryzys), mogą stać się istotną siłą sprawczą zmian w międzynarodowym systemie walutowym (msw). Systematyzując stany nierównowagi globalnej, T. Bracke i inni wyróżniają pięć okresów globalnych nierównowag (obecny okres jest traktowany jako szósty z kolei):

1. Nierównowagi globalne w systemie waluty złotej – na skutek tego, że dostosowania do stanu równowagi zewnętrznej były bardzo powolne i kosztowne dla krajów deficytowych, wymusiło to poszukiwanie alternatywnego światowego systemu walutowego.

2. Nierównowagi globalne w okresie międzywojennym – narastające nierównowagi doprowadziły do rozpadu międzynarodowego systemu wolnego handlu i funkcjonujących porozumień monetarnych, zwiększając jednocześnie napięcia geopolityczne.

3. Nierównowagi globalne w latach 70. XX wieku – napięcia z nich wynikające doprowadziły do gruntownych przeobrażeń w msw, przyczyniając się do załamania systemu z Bretton Woods.

4. Nierównowagi globalne w latach 80. – pogłębiające się nierównowagi zewnętrzne doprowadziły do intensyfikacji koordynacji międzynarodowej, czego wyrazem były międzynarodowe porozumienia dotyczące polityki kursowej (Plaza i Louvre Agreements).

5. Nierównowagi globalne w latach 90. – skutki niezbilansowanej pozycji zewnętrznej przeniosły się na kraje *emerging markets*, które doświadczały kryzysów walutowych i finansowych.

Analiza historycznych doświadczeń gospodarki światowej z tak wyodrębnionymi epizodami nierównowagi płatniczej prowadzi autorów do konkluzji, że charakteryzowała je różnorodność, zarówno jeśli chodzi o kierunki przepływów kapitału, jak i sposób rozwiązania nierównowagi. W szczególności autorzy zwracają uwagę na następujące aspekty:

1. W poszczególnych epizodach nierównowag nie było jednolitego wzorca kierunku przepływu kapitału. W niektórych epizodach nierównowag kapitał płynął z krajów rozwiniętych do *emerging markets* (np. w okresie goldstandardu, kiedy to Wielka Brytania „finansowała” ówczesne kraje *emerging markets*: USA, Kanadę, Indie czy Australię, czy też w latach 90., kiedy kraje *emerging markets*: Azja, Ameryka Łacińska, Rosja, były dłużnikami krajów rozwiniętych). Dla odmiany, w niektó-

---

<sup>5</sup> T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub, wyd. cyt.

rych epizodach przepływy finansowe odbywały się głównie między krajami *emerging markets* (lata 70.) lub między krajami rozwiniętymi (lata 80.).

2. Nie wszystkie okresy globalnych nierównowag rozwiązywane były w sposób gwałtowny (*disorderly unwinding*). Skutki korekty nierównowagi dla krajów były także różnorodne. W okresie goldstandardu kraje będące dłużnikami Wielkiej Brytanii nie miały problemu ze spłaceniem długu. Upadek systemu z Bretton Woods nie doprowadził do eskalacji kryzysu zadłużeniowego i spadku globalnego produktu.

Wśród przypadków, kiedy poszczególne kraje były negatywnie dotknięte rozwiązaniem nierównowagi, widać rozbieżności. W niektórych przypadkach kraje dłużnicze przeszły okres „suszy kapitałowej” i spadku globalnego produktu (np. kraje *emerging markets* w latach 90., w wyniku kryzysu meksykańskiego w 1995 r., kryzysu azjatyckiego w 1997 r., kryzysu rosyjskiego w 1998 r.). W niektórych przypadkach kraje wierzycielskie były poważniej dotknięte skutkami rozwiązania nierównowag niż kraje dłużnicze (np. lata 80., kiedy to epizod *global imbalances* zakończył się bez efektów recesyjnych w USA, podczas gdy główne kraje nadwyżkowe – Japonia i Niemcy – doświadczyły znacznego spowolnienia gospodarczego). Doświadczenia gospodarki światowej w latach 90. wskazują, że nawet kiedy kapitał przepływa z krajów rozwiniętych do rozwijających się, gwałtowne rozwiązanie nierównowag jest możliwe. O tym, czy epizod *global imbalances* zostanie rozwiązany w sposób łagodny, czy nie, nie decyduje więc kierunek przepływu kapitału (tab. 1).

**Tabela 1.** Historyczne epizody nierównowagi globalnej

Okres	Wierzyciel	Dłużnik	Łagodne rozwiązanie dla wierzyciela	Łagodne rozwiązanie dla dłużnika
Gold Standard (<1914)	Kraje rozwinięte	Kraje <i>emerging markets</i>	Tak	Tak
Bretton Woods	Żadne	Żadne	Tak	Tak
Lata 1970	Kraje <i>emerging markets</i>	Kraje <i>emerging markets</i>	Nie	Nie
Lata 1980	Kraje rozwinięte	Kraje rozwinięte	W niektórych przypadkach	Tak
Lata 1990	Kraje rozwinięte	Kraje <i>emerging markets</i>	Tak	Nie
Lata 2000	Kraje <i>emerging markets</i>	Kraje rozwinięte	?	?

Źródło: T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub, *A framework for assessing global imbalances*, Occasional Paper Series no.78, January 2008.

Inną klasyfikację epizodów nierównowagi globalnej proponuje M. Bordo<sup>6</sup>, który wyodrębnia cztery historyczne etapy:

1. Globalizacja finansowa końca lat 90. XIX wieku w ramach systemu goldstandardu (1870-1914).

<sup>6</sup> M. Bordo, *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Paper Series, 11383/ May 2005.

2. Międzywojenny okres oparty na próbach restauracji goldstandardu. Prowadził on do niemożności odtworzenia sprawnego mechanizmu dostosowawczego klasycznej waluty złotej, gdyż władze monetarne podporządkowywały warunek równowagi zewnętrznej uwarunkowaniom wewnętrznym. Główne kraje nadwyżkowe (USA i Francja) nie pozwalały na uruchomienie mechanizmu dostosowawczego poprzez wzrost cen, zmuszając Wielką Brytanię – główny kraj deficytowy – do ponoszenia ciężaru dostosowawczego w postaci deflacji.

3. System z Bretton Woods.

4. Kryzys USD z okresu 1977-1979.

W obu prezentowanych próbach periodyzacji nierównowag globalnych zwraca uwagę wyodrębnianie systemu goldstandardu, co intuicyjnie może budzić pewne kontrowersje wobec powszechnie przyjętej opinii o sprawności funkcjonującego wówczas mechanizmu dostosowawczego, zatem traktowania go w kategorii systemu zdolnego do automatycznego przywracania równowagi. Tymczasem nierównowagi globalne z okresu 1870-1914 są uznawane za najbardziej ze wszystkich wymienianych epizodów zbliżone do współczesnego zjawiska. Pogląd taki wyraża M. Bordo, wniosek taki wypływa także z badań MFW<sup>7</sup> nad nierównowagami globalnymi. Podobieństwa wyrażają się w:

1. Dużej skali przepływów kapitałowych netto i stanów deficytów i nadwyżek. W okresie 1870-1914 przepływy kapitałowe netto z krajów Europy Zachodniej do Ameryki i Australii, finansujące rozwój infrastruktury (głównie drogi kolejowe), oraz deficyty budżetowe prowadziły do narastania nierównowag: nadwyżek sięgających 9% PKB (Wielka Brytania, Francja, Niemcy) i deficytów w krajach będących importerami kapitału, sięgających średnio 5% PKB (Argentyna, Australia, Kanada). Przed 1914 r. udział zagranicznych aktywów w PKB sięgał 20%, podobny udział odnotowywano po stronie pasywów zagranicznych.

2. Dużej uporczywości nierównowag (*persistence of imbalances*). Uporczywość nierównowag sprzed 1914 r. była nawet większa w porównaniu ze współczesnym epizodem<sup>8</sup>.

Ponadto, jak zauważa M. Bordo, podobieństwo systemu waluty złotej do współczesnego epizodu nierównowag globalnych przejawia się także w tym, że oba systemy mają mechanizmy stabilizujące system – w okresie 1870-1914 był nim standard złota, a obecnie stosowanie krajowych kotwic nominalnych (w postaci strategii bezpośredniego celu inflacyjnego lub progów dla zadłużenia budżetowego).

M. Bordo wykazuje także, że częstotliwość kryzysów jest co prawda większa w ramach współczesnego systemu, jednak w okresie przed 1914 r. straty produkcji wynikające z kryzysów były większe.

Z kolei różnice między oboma epizodami nierównowag przejawiają się w tym, że:

<sup>7</sup> *Globalisation and external imbalances*, IMF Economic Outlook, April 2005

<sup>8</sup> M. Bordo, wyd. cyt.

1. Inne są kierunki przepływu kapitału (wniosek eksponowany także przez T. Brackego i innych) – w systemie waluty złotej krajami deficytowymi były kraje *emerging markets*, nadwyżkowymi zaś rozwinięte gospodarki europejskie – obecnie nie ma tak jednokierunkowego przepływu.

2. Przepływy kapitałowe brutto są obecnie o wiele większe niż w systemie waluty złotej, kiedy to poziom przepływów netto i brutto był do siebie zbliżony<sup>9</sup>. Powoduje to, że obecnie większość krajów uprzemysłowionych jest jednocześnie wierzycielem i dłużnikiem. Wzrost dwukierunkowych przepływów kapitałowych między krajami rozwiniętymi, widoczny od lat 80. XX wieku, wynika zarówno z dywersyfikacji finansów międzynarodowych, jak i z międzyokresowego wygładzania konsumpcji.

3. Odmienne jest mechanizm dostosowawczy. W systemie waluty złotej był to mechanizm cenowy (*price-specie-flow-mechanism*) – przepływy złota miały gwarantować przywrócenie równowagi zewnętrznej poprzez zmiany w podaży pieniądza, *terms of trade* i realnych kursach walutowych. Współcześnie są to zmiany w kursie walutowym, rezerwach międzynarodowych, ruchach cen relatywnych, krótkoterminowych przepływach kapitałowych oraz efekty wyceny.

4. Kraj posiadający dominującą pozycję w gospodarce światowej i emitujący walutę międzynarodową był w systemie funkcjonującym do 1914 r. krajem nadwyżkowym (Wielka Brytania), obecnie jest to kraj deficytowy (USA).

Ponadto okres 1870-1914 charakteryzował się relatywnie dużą mobilnością kapitałów oraz stabilnością kursów walutowych. Ta cecha międzynarodowego systemu finansowego ułatwiała przepływ inwestycji z krajów uprzemysłowionych (głównie Wielkiej Brytanii, ale także Francji) do gospodarek *emerging markets* (głównie USA, Kanada, Australia oraz Indie). Współcześnie trudno mówić o stabilności kursów walutowych.

Szukając historycznych analogii dla współczesnego zjawiska nierównowagi globalnej, J. Kregel<sup>10</sup> koncentruje się na okresie powojennym ze względu na konsekwencje relacji gospodarczych między krajami rozwiniętymi a rozwijającymi się, przechodzącymi proces szybkiej industrializacji (*catching-up industrializing countries*). Zwraca uwagę na to, że nierównowagi globalne były raczej regułą aniżeli wyjątkiem w okresie powojennym, a cechą charakterystyczną było wyłanianie się nowych krajów rozwijających się, będących na ścieżce industrializacji (Japonia, Korea).

System z Bretton Woods (BW) charakteryzowały nierównowagi płatnicze niemal od początku funkcjonowania. USA od lat 50. XX wieku wykazywały deficyty

<sup>9</sup> W okresie 1995-2006 światowe zagraniczne aktywa brutto wzrosły z 55 do 130% światowego PKB, zagraniczne zaś aktywa netto z 7 do 15% PKB. Tak dynamiczny wzrost przepływów kapitałowych brutto wynika z wysokiego stopnia integracji finansowej, podziału ryzyka i mniejszego „*home bias*”.

<sup>10</sup> J. Kregel, *Understanding imbalances in a globalised international economic system*, [w:] *Global imbalances and the US debt problem*, ed. J. Teunissen, Fondad the Hague, Hague 2006.



płatnicze. Były one odmienne od współczesnego deficytu CA w USA, gdyż nie odzwierciedlały pogorszenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, lecz spadek zasobów złota i narastanie krótkoterminowych pasywów zagranicznych. Podczas gdy we wczesnym okresie funkcjonowania systemu BW spadek zasobu rezerw złota był niewielki, sytuacja radykalnie zmieniła się w 1958 r., kiedy kraje Europy Zachodniej wprowadziły wymienialność swoich walut. W wyniku tego niedostatek USD (*dollar shortage*) został zastąpiony nadwyżką USD (*dollar glut*).

J. Kregel zwraca jednocześnie uwagę na to, że współczesny epizod nierównowagi globalnej różni się od doświadczeń powojennych gospodarki światowej z kilku powodów:

1. W okresie powojennym nierównowagi miały charakter bilateralny (USA-Europa, następnie USA-Japonia, USA-kraje OPEC). Współczesna nierównowaga ma charakter multilateralny, co oznacza, że więcej krajów i regionów jest zaangażowanych w nierównowagi, utrudniając jednocześnie proces koordynacji, zważywszy na odmienne wymagania i cele polityki gospodarczej krajów rozwiniętych i przechodzących industrializację. Wniosek ten może jednak budzić kontrowersje, zważywszy, jak często współczesna nierównowaga globalna jest ograniczana do bilateralnych relacji USA-Chiny.

2. Obecnie przepływy kapitałowe dominują nad przepływami wynikającymi z transakcji handlu międzynarodowego. Współczesne zjawisko charakteryzują przepływy kapitału prywatnego (wynikające zarówno z procesu geograficznej dyspersji łańcuchów produkcji, jak i arbitrażu stóp procentowych, spekulacji walutowej oraz inwestycji portfelowych), akumulacja długu oraz liberalizacja i deregulacja systemów finansowych.

3. Zmiana w strukturze produkcji w USA – dyspersja geograficzna poszczególnych etapów procesu produkcyjnego. Zmiana w segmentacji produkcji w przedsiębiorstwach międzynarodowych działających w Azji ma istotny wpływ na regionalne przepływy handlowe. Podczas gdy proces industrializacji Japonii polegał na imporcie technologii, w ramach współczesnych nierównowag występuje stosunkowo ograniczony zakres transferu technologii do krajów rozwijających się.

Nierównowagi płatnicze w ramach systemu Bretton Wood były wynikiem stworzenia systemu walutowego, w którym kraj emitujący walutę rezerwową nie był w efektywny sposób powstrzymywany przed dopuszczaniem do deficytów płatniczych. Nierównowagi płatnicze, które powstawały w okresie funkcjonowania systemu Bretton Wood, były wynikiem wkomponowanej w system asymetrii, polegającej na uprzywilejowanej pozycji USA<sup>11</sup>. USA były jedynym krajem, który miał przywilej prowadzenia niezależnej polityki monetarnej oraz, dzięki międzynarodowej roli USD, eksportowania inflacji do innych krajów.

Okres powojenny cechowała powtarzalność epizodów nierównowagi globalnej (lata 60.: USA-Europa, lata 70. i 80.: USA-Japonia)

---

<sup>11</sup> M. Ivanova, *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, "International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.

Globalne nierównowagi z lat 1977-1979 są akcentowane w literaturze dotyczącej historycznych epizodów nierównowag, stanowią bowiem przykład dominującej roli wewnętrznej polityki gospodarczej kraju (USA) w ich generowaniu. Błędy w polityce monetarnej USA, nie zaś problemy związane z funkcjonowaniem msw, są postrzegane jako główna determinanta narastania nierównowag<sup>12</sup>. W drugiej połowie lat 70., w okresie gwałtownego wzrostu inflacji<sup>13</sup>, kiedy kraje rozwinięte (USA, Kanada, Niemcy, Szwajcaria) stosowały ekspansywną politykę pieniężną, mającą uchronić gospodarkę przed spadkiem produkcji i wzrostem bezrobocia, rozpoczął się trend deprecjacyjny USD. USA odnotowywały deficyty na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy Niemcy, Szwajcaria, Japonia – znaczne nadwyżki. W stosunku do współczesnej nierównowagi globalnej, epizod z lat 70. może nie być aż tak istotny (skala nierównowagi nie przekraczała wówczas 2% PKB), jednak reakcja krajów na doświadczenia z lat 70. i zwiększony zakres wahań kursów walutowych doprowadziły kraje G7 do prób koordynowania polityki kursowej, czego wyrazem były porozumienia z Plaza (1985) i Louvre (1987).

Głównym odpowiednikiem narastającego deficytu w USA w latach 80. XX wieku były nadwyżkowe gospodarki krajów rozwiniętych (Japonia, Niemcy, Holandia). W drugiej połowie lat 80. miała miejsce relatywnie łagodna korekta nierównowagi, której towarzyszyła stopniowa deprecjacja USD oraz niskie stopy procentowe w Japonii. Niektórzy ekonomiści są skłonni przypisywać recesję w Japonii z lat 90. korekcie deficytu w USA, gdyż niskie stopy procentowe przyczyniły się do narastania bąbli na rynku japońskich aktywów finansowych, których przebicie dało skutek deflacyjny w latach 90. XX wieku<sup>14</sup>.

Jednym z czynników obniżających CA w USA w latach 80. była głęboka, prawie 40% deprecjacja efektywnego kursu USD. Korekta deficytu CA w USA<sup>15</sup> nie miała negatywnych konsekwencji ani dla USA, ani dla gospodarki globalnej. W USA słabszy dolar przyczynił się do gwałtownego wzrostu cen importowych, podnosząc inflację i wymagając zacieśnienia polityki pieniężnej.

W latach 80. i 90. wiele krajów *emerging markets* było dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, który miał istotne konsekwencje dla sektora realnego gospodarki (spadek produkcji nawet do 20% PKB). Istotną cechą tych kryzysów było to, że odpowiadał klasycznemu przypadkowi krajów bogatych, wierzycielskich, inwestujących w biednych krajach dłużniczych. Są przykładem, że nawet w sytuacji klasycznego kierunku przepływu kapitału możliwa jest gwałtowna korekta nierównowagi zewnętrznej (*disorderly unwinding*).

<sup>12</sup> Pogląd taki wyraża m.in. M. Bordo, wyd. cyt.

<sup>13</sup> Wśród przyczyn inflacji z lat 70. wymienia się głównie błędną wiarę w wymiennosc wynikającą z krzywej Philipsa oraz błędy w polityce monetarnej. Inflację wzmagał wzrost podaży pieniądza. Dwa szoki naftowe z lat 1973 i 1979 także przyczyniły się do wzrostu inflacji, choć niektórzy postrzegają to inaczej – wzrost cen ropy jako endogeniczną odpowiedź na wyższą inflację.

<sup>14</sup> T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub, wyd. cyt.

<sup>15</sup> Korekta deficytu handlowego USA była istotna (deficyt handlowy w 1991 r. stanowił 1/5 deficytu handlowego z 1987 r.).

### 3. Podsumowanie

Historyczne doświadczenia gospodarki globalnej ze stanami nierównowag płatniczych wykazują, że nie można jednoznacznie postawić tezy o ich kryzysogennym charakterze. Ich udział w generowaniu i rozprzestrzenianiu kryzysów finansowych (walutowych, zadłużeniowych) był zróżnicowany, zdolność zaś nierównowag do przekształcania się w stan długotrwały (*persistence*) potwierdza, że niekoniecznie musi się uruchamiać korekta nierównowagi. Użyteczność odnoszenia się do historycznych epizodów nierównowag globalnych należy upatrywać w spostrzeżeniu, że są one naturalnym, powtarzalnym zjawiskiem w gospodarce światowej, ich korekta zaś może mieć charakter zarówno łagodny, jak i gwałtowny.

Mnogość determinant nierównowag globalnych (współoddziaływanie czynników wewnętrznych i zewnętrznych), kanałów transmisyjnych, oraz odmienne cechy gospodarki globalnej i zasad funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego zarówno utrudniają ocenę zakresu wpływu współczesnych nierównowag na kryzys finansowy, jak i zmniejszają użyteczność formułowanej w literaturze tezy o podobieństwie między nierównowagami globalnymi w goldstandardzie i epizodem współczesnym.

### Literatura

- Bordo M., *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Paper Series, 11383/May 2005.
- Bracke T., Bussiere M., Fidora M., Straub R., *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occasional Paper Series, no. 78, January 2008.
- Frankel J., Saravelos G., *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global crises*, NBER Working Paper no. 16047, June 2010.
- Globalisation and external imbalances*, IMF Economic Outlook, April 2005.
- Gourinchas P., Obstfeld M., *Stories of the Twentieth Century for the Twenty-first*, "American Economic Journal Macroeconomics" 2012, no. 4/ January.
- Ivanova M., *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, "International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.
- Kregel J., *Understanding imbalances in a globalised international economic system*, [w:] *Global imbalances and the US debt problem*, ed. J. Teunissen, Fondad the Hague, Hague 2006.

### THE EXPERIENCE OF GLOBAL ECONOMY WITH GLOBAL IMBALANCES AS A CRISIS-BREEDING ELEMENT

**Summary:** The aim of the article is to present the main episodes of the historical global imbalances against the background of the evolution of the international monetary system. Taking such a perspective creates an interesting research possibility as global imbalances are a phenomenon which is difficult to investigate due to its complexity (many determinants, difficulties in assessing its impact on financial crisis). Focusing on historical episodes of global imbalances may help to understand whether they can destabilize a monetary system as well as predict its potential role in creating crisis situations.

**Keywords:** global imbalances, financial crisis, global economy.