

Marcin Jałowiecki

Wyższa Szkoła Bankowa w Chorzowie

ZMIANY NA GLOBALNYM RYNKU FINANSOWYM W ŚWIETLE GLOBALIZACJI

Streszczenie: W artykule opisane zostały zmiany na globalnym rynku finansowym w okresie globalizacji po kryzysie *subprime* w USA. Przytoczono dane w zakresie transgranicznych przepływów kapitałowych w porównaniu z latami 1999-2008. Pokazano również saldo rachunków bieżących w USA oraz innych ważnych centrach gospodarczych świata. Opisano dalszy rozwój globalnych rynków finansowych po kryzysie *subprime*.

Słowa kluczowe: globalny rynek finansowy, globalizacja, transgraniczne przepływy kapitałowe, saldo rachunków bieżących, globalne nierównowagi finansowe.

Zmiany zachodzące na międzynarodowym rynku finansowym wywoływane są w głównej mierze procesami globalizacji. Proces ten powoduje w większości przypadków przesunięcia kapitału w skali światowej. Przepływy finansowe z jednej strony są związane z chęcią powiększenia już posiadanego kapitału, a z drugiej jest to popyt na kapitał płynący od pożyczkobiorców. Obecna sytuacja na globalnym rynku finansowym pokazuje zmiany, jakie zaszły pod wpływem kryzysu *subprime*. Należy się zastanowić, czy kryzys finansowy i recesja na całym świecie mogą nagle zatrzymać niemal trzy dekady ekspansji na globalnych rynkach kapitałowych. Od 1980 do 2007 r. na świecie aktywa finansowe, w tym akcje, publiczny i prywatny dług (obligacje), i lokaty bankowe powiększyły się prawie czterokrotnie w stosunku do wielkości światowego PKB. Globalny przepływ kapitału podobnie wzrósł. Ten wzrost odzwierciedla trendy wielu powiązań, w tym postęp technologii, informatyzacji i komunikacji, liberalizacji rynku i innowacji w zakresie produktów finansowych i usług. W rezultacie powstała finansowa globalizacja. Wydaje się, że wstrząsy na rynkach finansowych pod koniec 2008 r. nie powinny oznaczać, iż ten trend zostanie przerwany. Łączna wartość aktywów finansowych na świecie spadła o 16 bilionów USD w 2008 r., osiągając wartość 178 bilionów USD, największy regres w historii¹.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat globalna sieć inwestycji transgranicznych wzrasta bardzo szybko od czasu, kiedy proces globalizacji finansowej się rozpoczął (rys. 1 i 2). Jednak przepływy finansowe nieznacznie osłabiły się w 2008 r. Pokazuje to

¹ Więcej można przeczytać w: *Fifth annual report*, McKinsey Global Institute, October 2008; *Long-term trends in the global capital markets*, „The McKinsey Quarterly”, February 2008.

tendencję, iż wartość inwestycji transgranicznych spadła w większości krajów świata. Wartość inwestycji transgranicznych między Stanami Zjednoczonymi a Japonią oraz między USA a Wielką Brytanią szczególnie gwałtownie spadła. Tak duża zmiana czy też odwrót inwestycji w ostatnich latach budzi wątpliwości, czy globalizacja finansowa będzie kontynuowana.

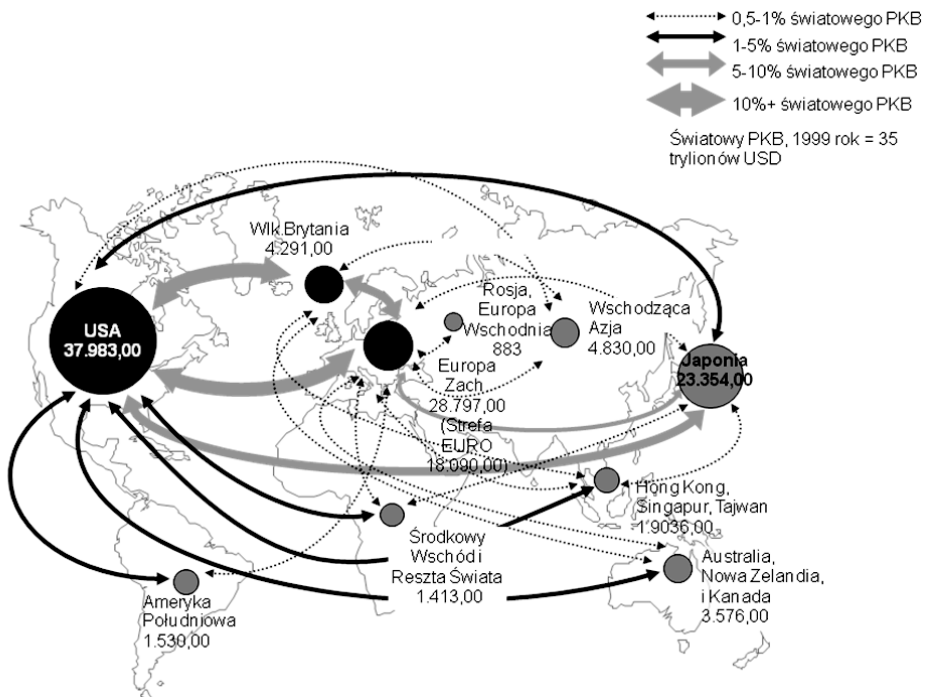
Gwałtowny spadek pożyczek transgranicznych może być przykładowo powodem, że wiele rządów zastanawia się nad celowością ułatwiania bankom zagranicznym posiadania dominującej pozycji w swojej lokalnej gospodarce. Kryzys zmusił lokalne filie zagranicznych banków, szczególnie w Europie Wschodniej i Ameryce Łacińskiej, do wycofania kredytowej odpowiedzialności kapitałowej banku. Reakcja ta częściowo odzwierciedla znany *home bias*² w inwestycji zarówno dla inwestorów, jak i bankowców, którzy mają tendencję do nadawania większej wagi inwestycjom lokalnym niż zagranicznym. Jednakże wycofanie się jest również wynikiem politycznej presji na banki w celu utrzymania lub nawet zwiększenia kredytów krajowych w zamian za poparcie rządu. Decydenci analizują korzyści płynące z obecności zagranicznych banków, tj. zwiększenie konkurencji oraz zapewne efektywnego pośrednictwa finansowego, z kosztami nagłego spadku finansowania na rynku krajowym.

Nie jest jasne, czy i kiedy światowe przepływy kapitału powrócą do stanu sprzed recesji w związku z kryzysem *subprime*. Najnowsze badania sugerują, że niektóre rodzaje przepływów, takich jak pożyczki międzybankowe i inwestycje na rynkach wschodzących powoli, odzyskują swoją siłę po kryzysie. Na przykład przepływy netto do nowych rynków wschodzących jako inwestycji *mutual fund portfolios*³

² *Home bias*, czyli większa skłonność krajowych inwestorów do inwestowania w krajowe aktywa niż w aktywa zagraniczne (międzynarodowej ekonomii nazwano to zagadką Feldsteina-Horioki, za dwoma ekonomistami, którzy pierwsi empirycznie dowiedli jego istnienia – M. Feldstein, *Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*, NBER Working Paper 11856, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005). Ostatnie badania sugerują jednak, że *home bias* na przestrzeni ostatnich lat mógł się istotnie obniżyć – przynajmniej w krajach OECD. Jego zmniejszenie można przypisać właśnie wzrostowi transgranicznych przepływów kapitałowych. Jakże może mieć to znaczenie dla polityki pieniężnej? Jeśli krajowe i zagraniczne aktywa finansowe są traktowane w coraz większym stopniu jak doskonale substytuty, to krajowe stopy procentowe, szczególnie średnio- i długoterminowe, determinowane są na globalnym rynku finansowym, a przez to wpływ pojedynczych banków centralnych na nie maleje. Zjawisko to już dziś obserwuje się w USA. Otóż, mimo że podstawowa stopa banku centralnego została podwyższona z poziomu 1,00% w 2004 r. do 4,75% w 2006 (czyli o 3,75 pkt proc.), poziom stóp długoterminowych, które są ważniejsze z punktu widzenia zagręganego popytu, pozostał na mniej więcej tym samym poziomie co wcześniej. W efekcie skutek zaostrzenia polityki pieniężnej dla zagręganego popytu został istotnie ograniczony przez brak reakcji długoterminowych stóp procentowych. Więcej można przeczytać w: K. Rybiński, *Globalizacja a polityka pieniężna*. Cykl seminariów Centrum Europejskich Studiów Regionalnych i Lokalnych oraz Katedry UNESCO, Uniwersytet Warszawski, 6 kwietnia 2006 r.

³ *Mutual fund portfolios* jest to rodzaj programu zbiorowego inwestowania, gdzie pieniądze pochodzą z puli wielu inwestorów, a następnie są one inwestowane w akcje, obligacje, instrumenty krótkoterminowe i/lub inne papiery wartościowe.

wzrosła w 2009 r. Ale największą częścią transgranicznych przepływów kapitału pozostają kredyty i nie ma pewności, kiedy banki poprawią swoje bilanse, a kiedy odzyskają chęć na ekspansję transgraniczną; czy polityka rządów będzie wymuszała na nich priorytet pożyczek na rynku krajowym. Powstaje zagrożenie, że 30 lat wzrostu globalizacji finansowej może się zatrzymać⁴.



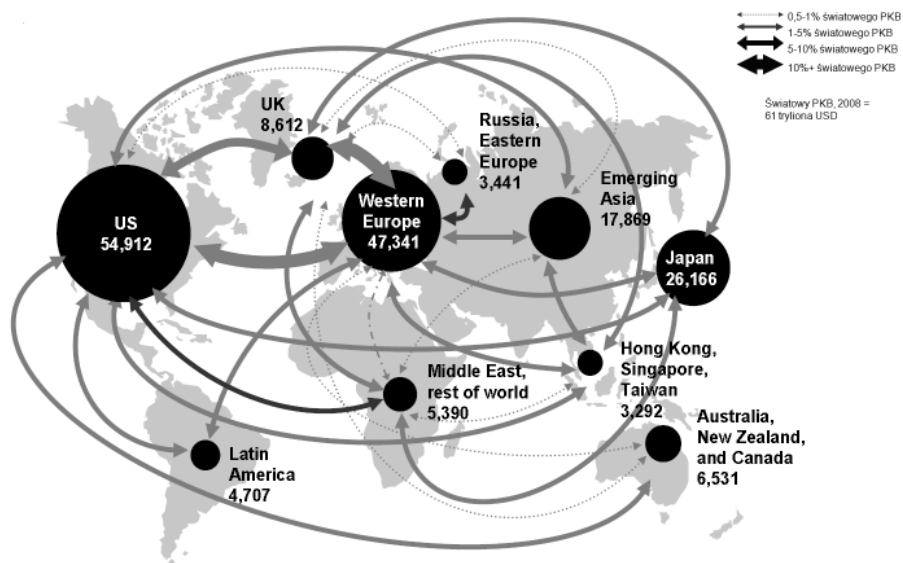
Szerokość linii wskazuje wartość całkowitą transgranicznych inwestycji pomiędzy regionami. Zawiera wartość całkowitą inwestycji transgranicznych w akcje, obligacje, pożyczki i lokaty oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Kurs wymiany z 2008 r.

Dane w kółkach pokazują całkowite krajowe aktywa finansowe.

Rys. 1. Globalna sieć transgranicznych inwestycji w 1999 r. w miliardach USD

Źródło: McKinsey Global Institute, opracowanie własne na podstawie: Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W.W. Hu, M.S. Pierce, *Global Capital Markets: Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009, s. 17. Globalne dane finansowe podają za: D. Farrell, S. Lund, Ch. Folster, R. Bick, M. Perce, Ch. Atkins, *Mapping Global Capital Markets Fourth Annual Report January 2008*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2008, s. 64.

⁴Należy jednak brać pod uwagę, że powiązania gospodarek powinny wrócić do stanu sprzed kryzysu, gdyż w dalszym ciągu pozostaje dużo wolnego kapitału w skali światowej.



Szerokość linii wskazuje wartość całkowitą transgranicznych inwestycji pomiędzy regionami. Zawiera wartość całkowitą inwestycji transgranicznych w akcje, obligacje, pożyczki i lokaty oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Kurs wymiany z 2008 roku.

Dane w kółkach pokazują całkowite krajowe aktywa finansowe.

Rys. 2. Globalna sieć transgranicznych inwestycji w 2008 r. w miliardach USD

Źródło: McKinsey Global Institute. Globalne dane podają za: Ch. Roxburgh i in., wyd. cyt., s. 18.

Po 2000 r. w wielu krajach na całym świecie widoczne stały się coraz większe deficyty i nadwyżki, co powoduje tworzenie się globalnej nierównowagi finansowej. Bardzo niebezpieczny jest, potencjalnie szkodliwy, skutek ekonomicznych nagłych korekt; nagłe zmiany w nastrojach inwestorów powodują bowiem gwałtowną deprecjację waluty w krajach o wysokim deficycie, wyższe stopy procentowe i niższy PKB. W czasie kryzysu *subprime* bardzo podobny scenariusz rozegrał się jedynie w kilku krajach, takich jak Islandia czy Łotwa⁵. W szerszym znaczeniu odwrócenie przepływów kapitałowych i spadek w światowym handlu zaczął zmniejszać niektóre nierównowagi.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy przewiduje, że powstanie połączony deficyt budżetowy gospodarek rozwiniętych, który wzrośnie od 75,2% PKB w 2007 r. do 93,6% w 2009 r.⁶ Spowoduje to przyrost nowego bąbla finansowego. W niektórych krajach poziom ten może pójść znacznie wyżej. Dług publiczny USA ma wzrosnąć

⁵ Więcej można przeczytać w: Ł. Wróbel, *Niewypłacalność państw – jak znaleźć przyszłych bankrutów*, Open Finance, Warszawa, 22 stycznia 2010.

⁶ Więcej można przeczytać na: www.imf.org.

z 63% PKB w 2007 r. do 100% do końca 2010 r.⁷ Dług publiczny Japonii wyniósł w 2009 r. aż 188% PKB, po ponad dekadzie wprowadzania programu naprawczego i fiskalnego, a ma wzrosnąć do 226% do końca 2010 r.⁸ Emisja długu publicznego stworzy nowe możliwości dla pośredników finansowych. Ale te duże długi stanowią znaczący transfer bogactwa od przyszłych pokoleń do współczesnych społeczeństw i będą ciężar na wroście, ponieważ zostaną one wypłacane w przyszłości. A jeśli rządy wpompują ogromne ilości nowych pieniędzy do światowej gospodarki, zarówno poprzez politykę pieniężną i fiskalną, to istnieje ryzyko zawyżenia ceny dóbr konsumpcyjnych i towarów oraz aktywów, które mogłyby stworzyć w przyszłości nowe bąble finansowe⁹.

Gospodarka USA jest jednym z głównych źródeł światowych dysproporcji finansowych z deficytami na rachunku bieżącym, które urosły do 804 miliardów USD (więcej niż 6% PKB) w szczytowym okresie w 2006 r. Kiedy kryzys finansowy pogłębił się, a gospodarka światowa uległa pogorszeniu, kilka czynników spowodowało, że ta różnica zmniejszyła się do 3% PKB w pierwszym kwartale 2009 r.¹⁰ (rys. 3).

Deficyt obrotów bieżących USA skurczył się przede wszystkim ze względu na wzrost eksportu netto, choć zarówno import, jak i eksport, spadł, a import spadł bardziej niż eksport poprzez zmniejszenie się wydatków konsumentów w USA¹¹. Zmniejszanie deficytu odzwierciedla również różnicę między oszczędnościami i inwestycjami w tym kraju. Przez wiele lat amerykańskie inwestycje znacznie przekraczały oszczędności. Oszczędności i inwestycje spadły w czasie kryzysu¹², ale in-

⁷ W ten sposób w 2010 r. amerykański dług znajdzie się na poziomie 100% PKB. W takiej sytuacji koszty jego obsługi będą stanowić 3-4% PKB lub nawet więcej, jeśli rynek zacznie wyżej oceniać prawdopodobieństwo bankructwa USA. Rząd amerykański ma możliwość skorzystania z rozwiązania, które było już wykorzystane w okresie powojennym, kiedy to udało się w sześć lat sprowadzić zadłużenie z poziomu 118% PKB do 80% w 1951 r. Obligacje zacznie masowo skupować Fed, a problem zadłużenia publicznego zacznie się zmniejszać. Ceną za takie posunięcie byłaby wielka inflacja i potężna deprecjacja amerykańskiej waluty. W latach 1945-1951 ceny wzrosły o 46%, co oznaczało roczną inflację na poziomie ok. 6,5%. Monetaryzacja długu wydaje się jednak i tak bardziej dyplomatycznym rozwiązaniem niż odmowa jego zapłaty czy manipulowanie przy obligacjach. Więcej można przeczytać w: M.J Bitner, *Rezerwy walutowe Chin a problem dolara*, Wealth Solutions SA, Warszawa 2009, www.walth.pl.

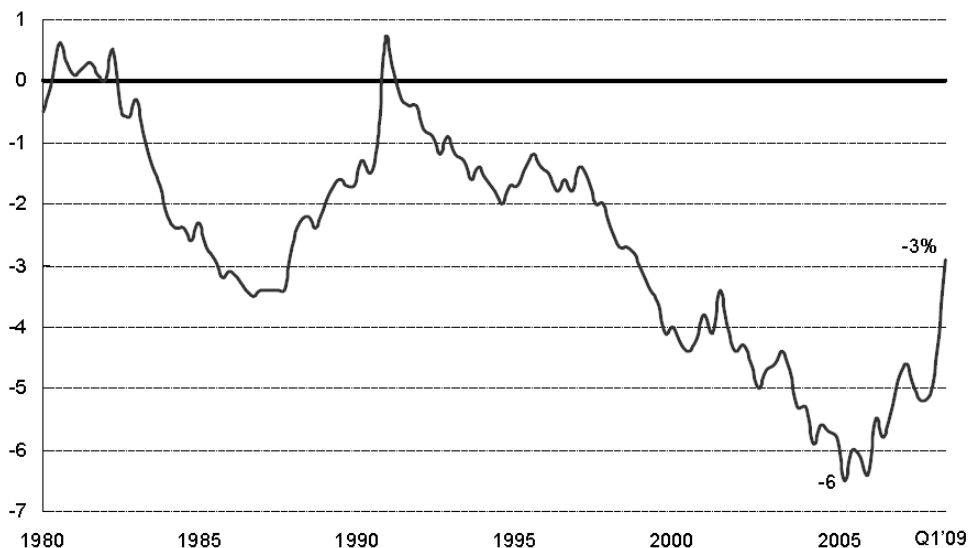
⁸ Więcej w: M. Horton, M. Kumar, P. Mauro, *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF staff position note, July 30, 2009.

⁹ Ch. Roxburgh i in., wyd. cyt., s. 29.

¹⁰ Tamże, s. 20.

¹¹ Duży wpływ miał tutaj zarówno wzrost bezrobocia w USA, jak i sprzedaż domów, a także aut. Jednak od początku 2010 r. widać lekkie ożywienie we wroście zakupów konsumenckich, co dobrze wróży danym płynącym z gospodarki USA.

¹² Amerykańska krajowa stopa oszczędności, stopa oszczędności gospodarstw domowych, instytucji rządowych i biznesowych spadła pod koniec 2008 i na początku 2009 r. do 11,8%. Mimo że oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych jest więcej, wzrost ten jest bardziej niż zrekompensowany przez gwałtowny wzrost deficytu i niższe oszczędności firmy.



Procent PKB, skorygowana sezonowo roczna stopa

Rys. 3. Saldo na rachunku bieżącym USA w okresie od 1980 r. do I kwartału 2009 r.

Źródło: Bureau of Economic Analysis; McKinsey Global Institute, podają za: Ch. Roxburgh i in., wyd. cyt., s. 19.

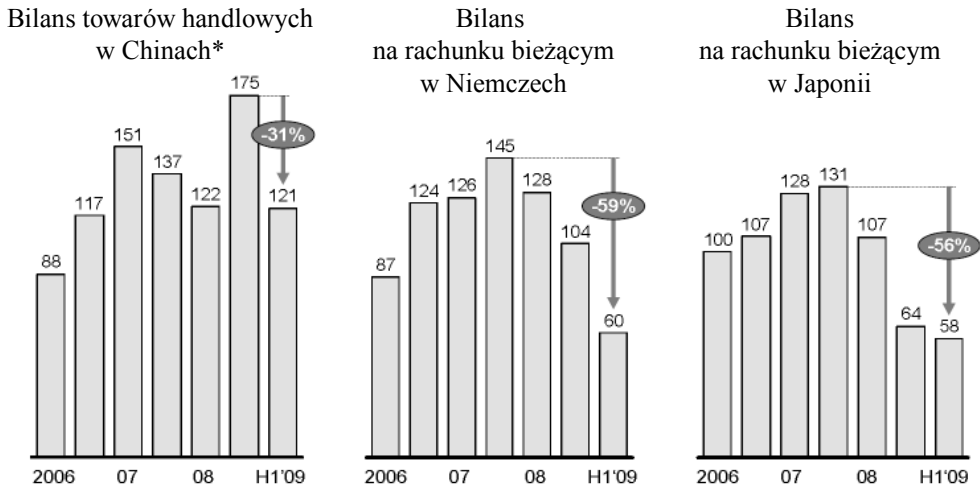
westycje spadły bardziej, zmniejszając różnice między nimi. Tymczasem nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w Chinach, Niemczech i Japonii – krajach z największą nadwyżką – wpadły w światową recesję i ograniczyły handel (rys. 4). Choć nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Chin osiągnęła rekordową wartość 426 miliardów USD w 2008 r., w pierwszej połowie 2009 roku spadła do 31%¹³, nadwyżka w obrotach bieżących w Niemczech i Japonii spadła w 2008 roku oraz w pierwszej połowie 2009 roku. Poza Chinami – w krajach azjatyckich nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących zmniejszyły się znacznie pod koniec 2008 i na początku 2009 roku, gdy spadła wartość eksportu¹⁴.

W wyniku tych zmian suma wartości bezwzględnych nadwyżek i deficytów w Stanach Zjednoczonych i Azji w 2008 r. zmniejszyła się po raz pierwszy od 2001 r. Jednak brak równowagi wzrósł w wielu innych częściach świata (rys. 5). Na przykład saldo obrotów bieżących wzrosło pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro w 2008 r., ponieważ ma to związek z przyjęciem euro jako wspólnej waluty

¹³ Więcej w: *The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are faring in the financial crisis*, McKinsey Global Institute, July 2009.

¹⁴ Tamże.

w 1999 r.¹⁵ Wzrost cen towarów w pierwszej połowie 2008 r. spowodował powstanie nadwyżek dla eksporterów ropy naftowej, gazu ziemnego, minerałów i innych surowców. W związku z tym w 2009 r. suma wszystkich sald na rachunku obrotów bieżących na świecie wzrosła¹⁶.



Dane półroczne w USD według kursu walutowego z 2008 roku.

*Chiny nie publikują danych aktualnych sald na rachunku bieżącym kwartalnie, jednak miesięczne statystyki handlu towarami w przeszłości stanowiły około 70% obecnej nadwyżki sald na rachunku bieżącym.

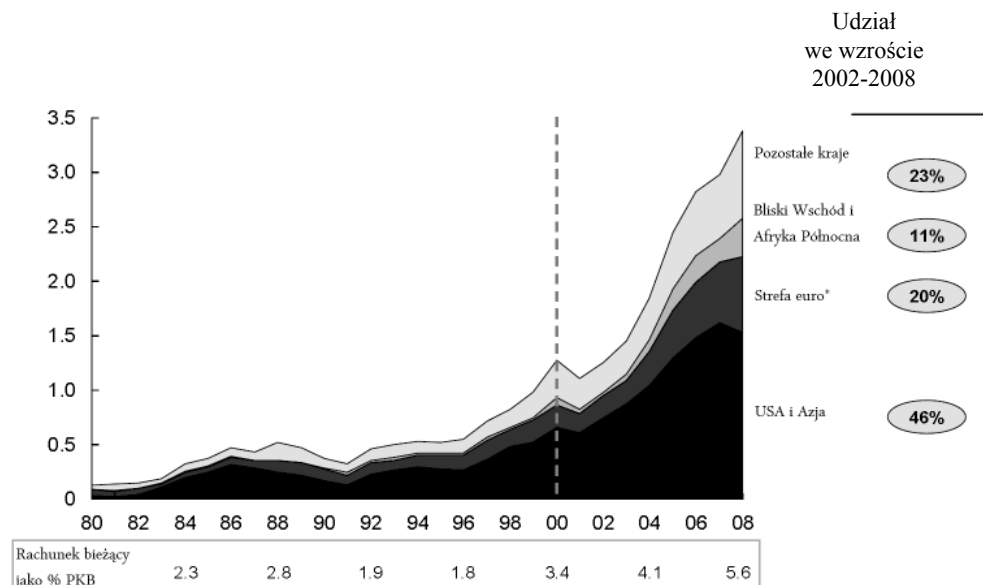
Rys. 4. Saldo na rachunku bieżącym Chin, Niemiec i Japonii w okresie od 2006 r. do I połowy 2009 r. w miliardach USD

Źródło: Haver Analytics, McKinsey Global Institute, podają za: Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W.W. Hu, M. S. Pierce, wyd. cyt., s. 19.

Jeśli trend zapoczątkowany w pierwszej połowie 2009 r. byłby kontynuowany, widoczne powinno być zmniejszenie globalnej nierównowagi finansowej w 2010 roku. Jednakże w wyniku zwiększenia globalnego handlu czy przepływów kapitałów może on powodować raczej sytuację odwrotną. Ceny energii mogą wzrosnąć, gdy gospodarka podniesie się z kryzysu, wytwarzając nadwyżki handlowe dla wielu eksporterów ropy naftowej i gazu ziemnego. Amerykańskie inwestycje mają duże szanse poprawić się, ponieważ towarzystwa kontynuują inwestycje odłożone podczas recesji. Nie wiemy jeszcze, czy amerykańskie gospodarstwa domowe nadal

¹⁵ Bezwzględna suma sald na rachunkach bieżących wśród krajów strefy euro wzrosła do wysokości 16,3% po roku 2000. Może to być wynikiem przyjęcia wspólnej waluty przez kraje o różnym poziomie rozwoju.

¹⁶ Tamże, s. 20.



Dane według kursu walutowego z 2008 r.

*Wzrost ujemnego bilansu w strefie euro odzwierciedla wzrost na rachunku bieżącym w Niemczech i Holandii, a także zwiększony deficyt we Włoszech, Francji i w Hiszpanii. Wielkość tych dysproporcji powiększyła się po przyjęciu euro w 1999 r.

Rys. 5. Suma bezwzględnych wartości sald na rachunku bieżącym w bilionach USD w okresie od 1980 do 2008 r.

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, McKinsey Global Institute, podają za: Ch. Roxburgh i in., wyd. cyt., s. 20.

będą oszczędzać więcej po zakończeniu recesji, czy gospodarstwa domowe w Chinach zaczną kupować więcej¹⁷. Wszystkie te czynniki będą wpływać na kierunek globalnych finansów, w tym światowego¹⁸ salda rachunku bieżącego¹⁹. Globalny rynek finansowy został wystawiony na próbę. Należy zwrócić uwagę, że jest to pierwszy kryzys, który dotknął tak wiele gospodarek jednocześnie. Świadczy to o powiązaniu i połączeniu światowych rynków finansowych. Tak duża ilość kapitałów przepływająca w skali światowej, która do tej pory przyrastała w szybkim tempie, nie zostanie powstrzymana. Świadczą o tym między innymi dane płynące z początku

¹⁷ Więcej w: *If You've Got It, Spend It: Unleashing the Chinese Consumer*, McKinsey Global Institute, August 2009.

¹⁸ Tamże, s. 20.

¹⁹ Istnieje jedna niepewność, czy zwiększone spożycie przez kraje z nadmiarami wystarczą, by zrównoważyć zmniejszone spożycie w USA. W 2008 r., łączona konsumpcja Niemiec, Japonii i Chin wyniosła około 6,5 biliona USD (w USA około 10 bilionów USD). Wyraźnie żaden inny kraj nie może zastąpić amerykańskich konsumentów.

2010 r. w zakresie ilości emisji międzynarodowych obligacji oraz zainteresowanie inwestorów pomnażaniem swoich portfeli inwestycyjnych.

Literatura

- Bitner M., *Rezerwy walutowe Chin a problem dolara*, Wealth Solutions SA, Warszawa 2009.
- Feldstein M., *Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*, NBER Working Paper 11856, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005.
- Farrell D. i in., *Mapping Global Capital Markets: Fifth Annual Report – October 2008*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2008.
- Farrell D. i in., *Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report – January 2008*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2008.
- Horton M., Kumar M., Mauro P., *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF staff position note, July 30, 2009.
- If You've Got It, Spend It: Unleashing the Chinese Consumer*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
- Long-term Trends in the Global Capital Markets*, „The McKinsey Quarterly”, February 2008.
- Roxburgh Ch., Lund S., Atkins Ch., Belot S., Hu W.W., Pierce M.S., *Global Capital Markets: Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
- Rybiński K., *Globalizacja a polityka pieniężna*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2006.
- Rybiński K., *Globalizacja w trzech odślonach*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2007.
- The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Faring in the Financial Crisis*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
- Wróbel L., *Niewypłacalność państw – jak znaleźć przyszłych bankrutów*, Open Finance, Warszawa 2010.
- Xu W., *China to begin yuan-settlement trials*, „China Daily”, 25.12.2008.

CHANGES IN THE GLOBAL FINANCIAL MARKET IN THE LIGHT OF GLOBALIZATION

Summary: The article describes changes in the global financial market for the period of globalization after the U.S. subprime crisis. The data on cross-border investments over the years 1999 to 2008 are quoted and the balance of current accounts in the U.S. and other major economic centres of the world are shown. The article describes further development of the global financial markets after the subprime crisis.