

w obrotach całkowitych (materiałów, części, komponentów). Przedsiębiorstwa międzynarodowe wyznaczają poszczególnym gospodarkom miejsce w globalnym systemie powiązań produkcyjnych. W wyniku tego procesu dany kraj i jego gospodarka mogą zostać na stałe przypisane do takiej sekwencji w międzynarodowym podziale pracy, który nie musi być korzystny dla niego w długim okresie. Rozwój gospodarczy państw może zostać w ten sposób uzależniony od obcych podmiotów. Z tego względu przedsiębiorstwa międzynarodowe można uznać za wpływowe podmioty nie tylko handlu międzynarodowego, lecz także całej gospodarki światowej. Należy się spodziewać, iż w kolejnych latach udział przedsiębiorstw międzynarodowych w handlu światowym będzie nadal wzrastał.

Współczesny handel międzynarodowy charakteryzuje – obok rosnącej roli przedsiębiorstw międzynarodowych przejawiającej się w postaci wzrostu znaczenia obrotów wewnątrzfirmowych oraz rosnącej dynamiki pionowego handlu wewnątrzgałęziowego – znacząca koncentracja. Analiza danych statystycznych przywołanych w tej części pracy dowodzi, że dominującą pozycję w międzynarodowych obrotach towarowych i usługowych zajmują państwa wysoko rozwinięte. Obserwuje się także rosnącą rolę rynków wschodzących, czego przykładem są gospodarki Chin i Indii. Handel międzynarodowy jest ponadto skoncentrowany regionalnie. Największy udział w wymianie zarówno towarów, jak i usług mają bowiem trzy regiony: Europa, Ameryka Północna i Azja. W strukturze rzeczowej handlu światowego dominują artykuły przemysłowe oraz obserwuje się wzrost znaczenia usług, co jest związane bezpośrednio z rolą, jaką sektor ten odgrywa w gospodarkach narodowych. Należy przypuszczać, iż opisane w niniejszym rozdziale cechy strukturalne przetrzeni geoeconomicznej w wymiarze handlowym utrzymają się w kolejnych latach.

KARINA JĘDRZEJOWSKA

## MIĘDZYNARODOWE STRUKTURY FINANSÓW

### 1. WSTĘP

Poproszony o komentarz w sprawie kryzysu gospodarczego lat trzydziestych XX wieku były prezydent Stanów Zjednoczonych Herbert Hoover miał powiedzieć, że pieniądź jest źródłem potęgi, gdy jest trzymany pod kontrolą, lecz uwolniony staje się narzędziem destrukcji<sup>1</sup>. Słowa te – wskazujące na ogromny wpływ systemu finansowego na pozycję międzynarodową państwa – do dziś nie straciły na aktualności, mimo przeobrażeń, jakim uległa międzynarodowa struktura finansów w ciągu ostatnich dekad. W podobnym tonie wypowiedział się w 1998 roku Alan Greenspan. Ówczesny szef amerykańskiej Rezerwy Federalnej stwierdził, że sprawnie działający międzynarodowy system finansowy jest katalizatorem wzrostu i rozwoju gospodarczego. Jednak gdy pojawiają się zakłócenia, staje się on źródłem kryzysu i zagrożeniem dla państw i podmiotów prywatnych<sup>2</sup>.

Niniejszy rozdział ma na celu scharakteryzowanie międzynarodowych struktur finansów i przetrzeni geoeconomicznej w wymiarze finansowym. W kolejnych częściach opracowania podjęto próbę zdefiniowania międzynarodowych struktur finansów, następnie scharakteryzowano relacje monetarne między państwami, w tym najważniejsze waluty międzynarodowe, i strukturę rezerw walutowych. W dalszej części przedstawiono funkcje i specyfikę międzynarodowych rynków finansowych i przepływów kapitału, procesy liberalizacji i integracji przetrzeni finansów oraz zależność między państwa-

<sup>1</sup> S. Strange, *States and Markets*, London 1988, s. 93.

<sup>2</sup> The Federal Reserve Board, *The structure of the international financial system*, przemówienie prezesa Alana Greenspana na dorocznym spotkaniu Securities Industry Association w Boca Raton na Florydzie, 5 listopada 1998, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19981105.htm> [dostęp 7.12.2011].

mi charakteryzującymi się deficytem i nadwyżką kapitału. Rozdział zamyka próba określenia zagrożeń, jakie niesie ze sobą dzisiejszy kształt międzynarodowego systemu finansów.

## 2. POJĘCIE I ZNACZENIE MIĘDZYNARODOWYCH STRUKTUR FINANSÓW

W logice geopolityki władza jest w rękach tych, którzy są zdolni zapewnić bezpieczeństwo przy wykorzystaniu środków o charakterze militarnym. W logice międzynarodowej ekonomii politycznej władza należy do podmiotów kontrolujących tworzenie majątku poprzez produkcję. Jednak poza sferą materialną władza zależy od zdolności kreacji i akumulacji kapitału, której niekoniecznie musi towarzyszyć rozwój sfery materialnej. Cytując Susan Strange, można stwierdzić, że zdolność udzielania kredytu oznacza możliwość decydowania, komu zezwolic, a komu odmówić możliwości konsumpcji dzisiaj, płacąc jutro. Oznacza to oddziaływanie na siłę nabywczą poszczególnych podmiotów, a tym samym na struktury produkcji oraz na kurs waluty, w której kredyt jest denominowany, czyli wpływ na wartość środków posiadanych i wartość zobowiązań innych podmiotów<sup>3</sup>.

Zgodnie z przyjętymi w pierwszej części tego opracowania założeniami, przestrzeń geoeconomiczną w wymiarze finansowym można zdefiniować jako arenę akumulacji kapitału i/lub przekształcania oszczędności w fundusze pożyczkowe. Międzynarodowe struktury finansów to finansowy wymiar przestrzeni geoeconomicznej. Za bliskoznaczne można uznać pojęcie: międzynarodowy system finansowy i walutowy oraz międzynarodowa architektura finansowa. Międzynarodowe struktury finansów to suma instytucji i regulacji wpływających na dostępność kredytu i relacje finansowe pomiędzy państwami oraz wszystkie czynniki oddziałujące na kursy i warunki wymiany walut<sup>4</sup>. Na tej podstawie można stwierdzić, że na struktury finansów składają się relacje monetarne, w tym specyficzny segment rynku finansowego, jakim jest rynek walutowy, oraz układ rynków finansowych i występujących na nich powiązań. Innymi słowy, przestrzeń geoeconomiczną w wymiarze finansowym należy analizować, biorąc pod uwagę dwa nie-zerwalnie ze sobą związane elementy: systemy monetarne, a dokładniej mechanizmy określające relacje wymienne między walutami, w których są denominowane aktywa finansowe, oraz mechanizmy umożliwiające kreację kredytu. Taki podział został uwzględniony w niniejszym opracowaniu, co jednak nie zmienia faktu, że jednoznaczne rozdzielenie kwestii monetarnych i finansowych nie jest możliwe. Co więcej, część opisywanych w tym rozdziale części składowych struktur finansów można uznać za spojrzanie z różnych stron na te same zjawiska.

<sup>3</sup> S. Strange, op. cit., s. 91.

<sup>4</sup> Ibidem.

W przeciwieństwie do sfery materialnej, przestrzeń finansowa jest w mniejszym stopniu uwarunkowana przez czynniki o charakterze geograficznym, takie jak klimat czy ukształtowanie powierzchni. Można wręcz stwierdzić, że przestrzeń finansowa i jej rozwój pozwalają ominąć ograniczenia stawiane przez czynniki geograficzne. Ponadto w finansowym wymiarze przestrzeni geoeconomicznej – głównie dzięki postępowi technologicznemu – zacierają się pojęcia czasu, miejsca i odległości. Pojawia się przestrzeń elektroniczna, w której nie istnieje pojęcie terytorium w tradycyjnym rozumieniu. Pomiedzy punktami w tej przestrzeni dokonuje się przepływ – będący przedmiotem rywalizacji państw – kapitału<sup>5</sup>.

Podstawową funkcją systemu finansowego jest realizacja pośrednictwa finansowego, czyli przekazywanie środków pieniężnych od pożyczkodawców do pożyczkobiorców. Można to rozumieć jako kreowanie i emitowanie zobowiązań finansowych w celu nabycia przynoszących zysk roszczeń finansowych w stosunku do innych podmiotów<sup>6</sup>. Sfera finansowa zapewnia środki niezbędne do rozwoju sfery materialnej, niezależnie od tego, czy chodzi o struktury produkcji, handlu czy nawet technologii. Dobrze rozwinięty system finansowy jest warunkiem koniecznym dla szybkiego rozwoju gospodarki. Umożliwia on efektywniejszą alokację i akumulację zasobów finansowych, mobilizację oszczędności oraz – pośrednio – postęp technologiczny dzięki realizowanym inwestycjom. Zgromadzony kapitał może zostać przeznaczony na inwestycje w infrastrukturę, zapewnienie dóbr publicznych czy systemy zabezpieczenia społecznego i bezpieczeństwa w sferze militarnej. Wszystkie te czynniki przekładają się na zwiększenie konkurencyjności i bezpieczeństwa danej gospodarki<sup>7</sup>. Będąc narzędziem wspierania wzrostu gospodarczego, pieniądz staje się swoistym substytutem siły militarnej i narzędziem umożliwiających realizację podstawowych funkcji państwa. Odpowiednia sytuacja na rynkach finansowych pozwala więc na odpowiednie kształtowanie sfery politycznej i bezpieczeństwa<sup>8</sup>.

Jeszcze trzydzieści lat temu przepływy kapitału w znacznej mierze odpowiadały przepływowi towarów. Kapitał podążał za rozwojem handlu międzynarodowego. Jednak w ostatnich dekadach doszło do swoistej eksplozji przestrzeni finansowej, w efekcie której coraz bardziej widoczna staje się dominacja sfery finansowej nad sferą realną<sup>9</sup>. Zachodzące od upadku systemu z Bretton Woods procesy deregulacji i liberalizacji doprowadziły do ekspansji sektora finansowego. Od połowy lat siedemdziesiątych XX wieku wzrost

<sup>5</sup> Więcej na ten temat w części I niniejszego opracowania.

<sup>6</sup> J. Żyżyński, „System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem”, *Ekonomista* 2006, nr 4, s. 526.

<sup>7</sup> J. Pera, „Międzynarodowy rynek finansowy a kraje rozwijające się”, w: S. Miklaszewski (red.), *Kraje rozwijające się w światowym systemie gospodarczym*, Warszawa 2007, s. 103; P.K. Rao, *International Finance*, Berlin 2003, s. 13.

<sup>8</sup> S. Strange, op. cit., s. 95.

<sup>9</sup> I. Angeloni, *Testing Times for Global Financial Governance*, Brussels 2008, s. 1.

liczby i wolumenu transakcji finansowych znacznie przewyższa wzrost produkcji i obrotów handlowych. Obserwuje się także stały wzrost znaczenia sektora finansowego w wytwarzaniu dochodu narodowego. Sfera finansów stała się w znacznym stopniu autonomiczną względem obrotów i powiązań handlowych. Wzrost bogactwa coraz częściej jest wynikiem wzrostu wartości aktywów finansowych. Wynika to w znacznej mierze z rozwoju obrotu instrumentami finansowymi na rynku wtórnym. Sektor finansowy w coraz mniejszym stopniu pełni klasyczną funkcję pośrednictwa finansowego, równocześnie przyczyniając się do generowania bogactwa w inny sposób. Na zliberalizowanych rynkach finansowych funkcjonują instytucje, jak np. fundusze hedgingowe, których sens istnienia stanowi obrót papierami wartościowymi, a nie inwestycje w sferę realną<sup>10</sup>.

Pieniądz może służyć transferowi wartości w przestrzeni, ale nie musi mu towarzyszyć przepływ wartości w sensie materialnym. Następuje ciągły wzrost przepływów kapitału, którym nie towarzyszą transakcje w sferze realnej. Ponadto dla kapitału nie istnieją granice w tradycyjnym tego rozumieniu, a dzięki postępowi technicznemu przestrzeń nie jest ograniczona czasowo. Kapitał pieniężny może przemierzać świat w poszukiwaniu najwyższych stóp zwrotu z inwestycji i przenosić się z jednego punktu do drugiego w ciągu kilku sekund<sup>11</sup>.

Przestrzeń geoeconomiczną w wymiarze finansowym uznaje się za najbardziej zliberalizowany wymiar tej przestrzeni. Nie oznacza to jednak, że podmioty poruszające się w tym systemie mają równe prawa i znaczenie, a wpływ polityki poszczególnych państw przestał być widoczny. Obecne międzynarodowe struktury finansów można – wzorem Susan Strange – scharakteryzować jako swoistą hybrydę: system zliberalizowany i globalny, gdzie jednak nadal występują narodowe systemy monetarne i finansowe. Kluczowa dla kształtu dzisiejszej przestrzeni finansowej liberalizacja przepływów kapitałowych nie byłaby możliwa bez upowszechnienia modelu gospodarowania opartego na tzw. globalnym kapitalizmie. W przestrzeni finansowej widać jedność opartą na wspólnych zasadach ekonomicznych, zgodnych systemach technologicznych pozwalających na dokonywanie transakcji czy daleko idącej standaryzacji zasad rachunkowości. Znaczącą rolę w promowaniu wspólnych reguł gry odegrał również anglosaski system prawny, któremu podlega najważniejsze ośrodki finansowe<sup>12</sup>.

W przestrzeni finansowej dochodzi do interakcji między podmiotami publicznymi i prywatnymi. Przy obecnym kształcie tej przestrzeni trudno różnić, które procesy zdominowane są przez państwo, które zaś przez rynek.

<sup>10</sup> J. Żyżyński, op. cit., s. 527–528.

<sup>11</sup> A. Hoogvelt, *Globalization and the Postcolonial World. The New Political Economy of Development* (wydanie 2 poprawione i zaktualizowane), New York 2001, s. 139.

<sup>12</sup> Więcej na ten temat w części I niniejszego opracowania; zob. też: L.W. Pauly, „What new architecture? International financial institutions and global economic order”, *Global Governance* 2001, t. 7, nr 4, s. 469.

W sferze finansowej różnice między podmiotami publicznymi a prywatnymi coraz bardziej się zacierają, czego przykładem może być rozwój tzw. państwowych funduszy majątkowych (*Sovereign Wealth Funds* – SWFs). Nadal istnieją sfery zarezerwowane dla działalności państwa – jak chociażby polityka monetarna – jednak rozwój tzw. pieniądza wirtualnego (*bitcoin*) pokazuje, że może istnieć substytut pieniądza, za którym nie stoi autorytet określonej władzy monetarnej. Co więcej, pieniądz może istnieć jedynie w przestrzeni wirtualnej<sup>13</sup>.

Liberalizując przepływy kapitałowe, państwa otworzyły się na zewnątrz. Ich decyzje w coraz większym stopniu oddziałują na to, co dzieje się w przestrzeni finansowej poza ich granicami. Państwa uzyskały dostęp do przestrzeni i innych państw nie tylko za pośrednictwem rozbudowanych sieci produkcji, lecz przede wszystkim poprzez przepływ kapitału i możliwość akumulacji kapitału poza granicami. Z tego samego powodu utraciły jednak pełnię kontroli nad swoim terytorium. Narodowe przestrzenie finansów są w coraz większym stopniu przepuszczalne dla wpływów spoza granic, które zresztą mają coraz bardziej symboliczny wymiar. Obszar jednego państwa to w świecie finansów często za mało, by odpowiednio zdwersyfikować ryzyko i zminimalizować kapitał.

Przestrzeń geoeconomiczną w wymiarze finansowym jest globalna i pozbawiona granic w tym sensie, że główne rynki finansowe wykazują powiązania na tyle bliskie, iż pod wieloma względami funkcjonują, jakby były jednym systemem. Jest to widoczne przede wszystkim w ich reakcjach na poszczególne wydarzenia na rynkach. Dla podmiotów aktywnych na rynkach finansowych większe znaczenie niż granice państw zdają się mieć strefy czasowe. Co więcej, większość tych podmiotów – nie tylko prywatnych – ma swoje przedstawicielstwa w wielu ośrodkach na świecie i rzadko ogranicza swoje działania (inwestycje) tylko do obszaru jednego państwa<sup>14</sup>.

Jednak te ekstraterytorialne wirtualne procesy materializują się na terytorium poszczególnych państw, prowadząc mierzadko do zakłóceń w gospodarce w postaci kryzysu finansowego. Główne centra obrotu kapitałem pieniężnym mają swoje siedziby, które podlegają narodowym regulacjom. Kluczowe dla rozwoju struktur finansów waluty nadal mają oparcie w gospodarce państw emitentów. Ponadto międzynarodowe transakcje finansowe wymagają odpowiedniego reżimu prawnego. Mimo wielu innowacji w tej sferze nadal różni się emisje papierów wartościowych podległe prawu określonych państw. Niemniej jednak specyficzna natura międzynarodowych przepływów kapitału wymusza na państwach narodowych deregulację i ustanowienie reżimów sprzyjających swobodnemu transferowi kapitału. Globalizacja pociąga za sobą częściową denacjonalizację przestrzeni (terytorium) państw i przekazanie części uprawnień suwerena na rzecz instytucji ponadnarodowych czy międzynarodowych rynków finansowych. Następuje również wspomniana już wirtualizacja aktywności gospodarczej. W cyfro-

<sup>13</sup> Informacje na temat wirtualnej waluty zob.: <http://bitcoin.org/>.

<sup>14</sup> S. Strange, op. cit., s. 91–92.

wcy przestrzeni tempo zmian powoduje, że międzynarodowe rynki finansowe wymykają się prywatnej czy państwowej kontroli<sup>15</sup>.

### 3. RELACJE MONETARNE – WALUTY MIĘDZYNARODOWE, REZERWY WALUTOWE I RYNEK WALUTOWY

Jednym z przejawów suwerenności państwa jest posiadanie własnej waluty. Dzięki odpowiednio prowadzonej polityce pieniężnej i kursowej państwo może realizować cele związane z postępowaniem społeczno-gospodarczym oraz umacniać swoją pozycję w gospodarce światowej. Oznacza to, że pieniądź jest jednym z instrumentów realizacji celów geoeconomicznych państwa<sup>16</sup>. Największy wpływ na funkcjonowanie międzynarodowego systemu finansowego mają te państwa, których waluty pełnią funkcję pieniądza międzynarodowego oraz są składnikiem rezerw walutowych. Państwa te odnoszą z tego tytułu wymierne korzyści, wpływające na sposób prowadzenia polityki gospodarczej. Na tej podstawie można wręcz mówić o swoistym centrum przestrzeni finansowej – państwach emitentach walut rezerwowych oraz politykę proeksportową<sup>17</sup>.

Przeptyw walut pomiędzy państwami umożliwia rozbudowany międzynarodowy rynek walutowy, na którym dochodzi do wyceny poszczególnych walut. Wartość poszczególnych walut może stanowić podstawę do oceny polityki państw emitentów.

#### 3.1. Waluty międzynarodowe

Waluty większości państw pełnią podstawowe funkcje pieniądza. Są mierzalną wartością, środkiem płatniczym i umożliwiają gromadzenie wartości (środek tezauryzacji). Zdecydowana większość walut pełni te funkcje jedynie na obszarze państwa emitenta<sup>18</sup>. Jednak niemal równocześnie z powstaniem systemów monetarnych i rynku walutowego niektóre waluty uzyskały status walut międzynarodowych, pełniąc funkcję pieniądza na skalę międzynarodową, ułatwiając wymianę międzynarodową i stając się źródłem dochodu dla emitujących je suwerenów. Perskie złote daryjki, ateńskie srebrne sowy czy monety z wizerunkiem Aleksandra Wielkiego pełniły w czasach staroży-

nych funkcje analogiczne do średniowiecznych złotych florenów, dziewiętnastowiecznego funta szterlinga czy współczesnego dolara amerykańskiego<sup>19</sup>.

W przypadku walut międzynarodowych można rozróżnić ich wykorzystywanie przez podmioty prywatne oraz przez władze monetarne, przede wszystkim banki centralne. Jako miernik wartości waluta międzynarodowa służy wyrażaniu cen oraz fakturowaniu dostaw w obrocie międzynarodowym (*invoicing currency*). Władze walutowe mogą używać tej waluty jako podstawy stabilizowania kursu swojej waluty (*reference currency*). Waluta międzynarodowa jest również środkiem płatniczym w międzynarodowej wymianie handlowej (*payment currency*), może być również przedmiotem obrotu na rynku walutowym. Jeśli służy ona jako pośrednik w wymianie między dwiema wzajemnie niewymienialnymi walutami, bywa wówczas nazywana walutą pośredniczącą (*vehicle currency*). Na rynku walutowym działają mogą również banki centralne, dokonując interwencji walutowych (*intervention currency*) poprzez zakup i sprzedaż walut międzynarodowych. Ponadto, jako środek akumulacji kapitału, waluta międzynarodowa może służyć – zarówno bankom centralnym, jak i podmiotom prywatnym – do utrzymywania aktywów finansowych<sup>20</sup>.

Aby dana waluta mogła zostać uznana za międzynarodową, musi spełnić wiele warunków. Po pierwsze, musi mieć wysoką pozycję w gospodarce światowej, szczególnie ważny jest udział w światowej produkcji i eksporcie. Po drugie, emitent waluty międzynarodowej musi być na tyle stabilny pod względem politycznym i gospodarczym, by zapewnić wysoki poziom zaufania do danej waluty. Po trzecie, niezbędny jest dobrze rozwinięty i płynny rynek finansowy państwa emitenta. Musi on być również dostępny dla podmiotów zagranicznych, czyli państwo emitent nie może stosować znaczących ograniczeń dewizowych. Waluta ta musi więc być również w pełni wymierna. Wszystkie te warunki – w znacznej mierze zależne od polityki państwa emitenta i jego pozycji na arenie międzynarodowej – muszą być spełnione równocześnie. Brak spełnienia choćby jednego z nich dyskwalifikuje daną walutę jako pieniądź międzynarodowy i pozbawia państwo emitenta korzyści płynących z tego tytułu. Przykładowo, frank szwajcarski – mimo rozwiniętego rynku finansowego i przewidywalnej polityki państwa emitenta – nie odgrywa dominującej roli ze względu na stosunkowo niewielkie rozmiary gospodarki Szwajcarii. Z kolei w przypadku Chin problemem pozostaje nadal (poza obszarem Hongkongu) relatywnie słabo rozwinięty rynek finansowy i ograniczenia związane ze sztywnym kursem juana<sup>21</sup>.

Na przestrzeni wieków rolę pieniądza międzynarodowego pełniło stosunkowo niewiele walut. Zmiany preferencji odnośnie do poszczególnych

<sup>19</sup> L. Orzeziak, *Euro. Nowy pieniądź*, Warszawa 2004, s. 111; L. Allen, *The Global Financial System 1750–2000*, London 2001, s. 126.

<sup>20</sup> L. Orzeziak, op. cit., s. 111–112.

<sup>21</sup> Ibidem, s. 112–114; B. Eichengreen, D.J. Mathieson, „The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect”, *IMF Working Paper* 2000, nr WP/00/131.

<sup>15</sup> S. Sassen, *Losing Control? Sovereignty in an Age of Globalization*, New York 1996, s. XII oraz s. 5–6.

<sup>16</sup> Więcej na temat polityki pieniężnej w rozdziale M. Dumin-Wąsowicz, s. 327–357 niniejszego tomu.

<sup>17</sup> B. Eichengreen, „Global imbalances and the lessons of Bretton Woods”, *NBER Working Paper* 2004, nr 10497, s. 1.

<sup>18</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, *International Economics. Theory & Policy*, Boston 2009, s. 352–353.

walut związanych były ze zmianami w systemie walutowym, postępowaniem technicznym w sferze finansów oraz zmianami pozycji gospodarczej państw emitentów. Zwykle emitentem najważniejszej waluty międzynarodowej był aktualny lider gospodarczy świata. Należy jednak podkreślić, że zmiany w pozycji poszczególnych walut zachodzą wolniej niż zmiany w pozycji poszczególnych gospodarek. Upowszechnienie nowego pieniądza wymaga zwykle zmiany wielu przyzwyczajzeń i regulacji w obrocie międzynarodowym i jest kosztowne dla podmiotów dokonujących transakcji międzynarodowych<sup>22</sup>.

Mimo że już w starożytnych systemach monetarnych istniały waluty o zasięgu międzynarodowym, wyraźna dominacja poszczególnych walut uwidoczniła się dopiero w średniowieczu. Bity przez władców Florencji złoty floren był z założenia monetą o zasięgu międzynarodowym, służącą liczeniom między zagranicznymi kupcami. Jego znaczenie – podobnie jak walut nowożytnych – było uzasadnione siłą i ekspansją gospodarki, którą reprezentował. Następca florena w obrocie międzynarodowym – wenecki dukat – również stanowił odzwieriedlenie gospodarczej potęgi piętnastowiecznej Wenecji. Kolejne wieki przyniosły spowodowaną napływem złota z Nowego Świata dominację hiszpańskiego reala. Real utracił swoją pozycję na rzecz funta szterlinga, który stał się walutą światową dzięki prowadzonej w tej walucie wymianie handlowej między europejskimi mocarstwami kolonialnymi<sup>23</sup>.

Dolar awansował do roli głównej waluty międzynarodowej po II wojnie światowej. Umożliwiły to zgromadzone przez Stany Zjednoczone zasoby złota i fakt uchronienia zdolności produkcyjnych tej gospodarki przed zniszczeniami wojennymi. Ustalenia konferencji z Bretton Woods potwierdziły dominującą pozycję dolara w obrocie międzynarodowym i została ona utrzymana długo po upadku systemu kursów sztywnych między innymi dzięki powstaniu rynków eurodolarowych oraz notowaniu w tej walucie wielu surowców na światowych rynkach<sup>24</sup>.

Mimo wyraźnej dominacji dolara amerykańskiego nie jest on i nigdy nie był jedyną walutą międzynarodową. W okresie od II wojny światowej znaczącą rolę w obrocie międzynarodowym – szczególnie w niektórych regionach – pełniły również frank francuski, frank szwajcarski, marka niemiecka czy japoński jen. Stosunkowo duże znaczenie utrzymywał również wcześniejszy pieniądź światowy – funt brytyjski. Te waluty, podobnie jak amerykański dolar, rozwinęły pozaterytorialne rynki eurowalutowe<sup>25</sup>.

Specyficzną rolę w międzynarodowym systemie walutowym pełni pieniądź utworzony przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), tak zwane specjalne prawa ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR). Od 1970 roku

SDR traktowane są w rozliczeniach między państwami analogicznie do złota i pozostałych walut międzynarodowych. Jednak w przeciwieństwie do złota, którego zasoby zależą od odkrytych złóż i stopy produkcji, SDR mogą być kreowane przez MFW zawsze, gdy zdaniem funduszu kondycja gospodarki światowej wymaga stworzenia dodatkowych rezerw. Pojawienie się SDR wskazuje również na wzrost roli organizacji międzynarodowych w globalnym systemie finansowym<sup>26</sup>.

Pod koniec XX wieku dolar amerykański był podstawową walutą międzynarodową. Biorąc pod uwagę wszystkie wyznaczniki statusu waluty międzynarodowej, pozycja dolara wydawała się niezagrożona. W 1995 roku 61,5% światowych rezerw walutowych stanowiły rezerwy dolarowe, niemal 77% kredytów międzynarodowych i 39,5% międzynarodowych emisji obligacji denominowanych było w dolarze. Ponadto ponad 44% eurodepozytów stanowią depozyty eurodolarowe. Była to również waluta fakturowania niemal 48% światowych obrotów handlowych. Transakcje z udziałem dolara stanowiły również 83% wszystkich transakcji na międzynarodowym rynku walutowym. W tym czasie prezydent Bill Clinton otwarcie mówił o korzyściach, jakie amerykańskiej gospodarce przynosi seniorat i status światowego kredytodawcy – sprzedając na międzynarodowych rynkach denominowane w dolarach papiery wartościowe, Stany Zjednoczone otrzymywały *de facto* nieoprotcentowaną pożyczkę. Korzyści z tytułu senioratu szacowano w 1999 roku na 13 mld dol. rocznie. Suma ta, swoisty „podarunek” dla gospodarki amerykańskiej, przewyższała dwukrotnie całkowitą oficjalną pomoc rozwojową dla Afryki Subsaharyjskiej w tamtym okresie. Tuż przed kryzysem finansowym dochody Stanów Zjednoczonych z tytułu odsetek szacowano już na około 39 mld dol.<sup>27</sup>

Nie bez wpływu na układ walut międzynarodowych pozostała integracja walutowa w Europie. Unia Europejska jako całość reprezentuje potencjał porównywalny z gospodarką amerykańską. Za wspólną walutą stoi niezależny bank centralny oraz coraz bardziej zintegrowany i płynny rynek finansowy. Euro przejęło międzynarodową pozycję między innymi marki niemieckiej i franka francuskiego, jednak przez ponad dekadę funkcjonowania nie zdołało zagrozić dominującej pozycji dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej. Nawet po wprowadzeniu euro dolar utrzymał czołową pozycję jako waluta rezerwowa i waluta pośrednicząca. W 2007 roku transakcje z udziałem dolara stanowiły 86% wszystkich transakcji na rynku walutowym, podczas gdy z euro – niespełna 37% transakcji<sup>28</sup>. Dodatkowo w tym samym czasie bezpośrednio powiązanych z dolarem było 66 walut, podczas gdy jedynie

<sup>26</sup> F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 642.

<sup>27</sup> A. Hoogvelt, op. cit., s. 157–158.

<sup>28</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 325; B. Lang, „The value of seigniorage”, *Currency News*, grudzień 2008, <http://currency-news.com/articles/the-value-of-seigniorage-december-2008/pdf> [dostęp 2.01.2012].

27 państw zdecydowało się powiązać swoją walutę z euro, a dalsze 15 państw ustalało kurs walutowy w odniesieniu do koszyka walut<sup>29</sup>.

Mimo początkowego wzrostu znaczenia euro obecny kryzys zadłużeniowy państw Eurosystemu stawia pod znakiem zapytania przyszłość tej waluty. Jako że swoisty kryzys przeżywa również dolar, na forum międzynarodowym coraz częściej pojawiają się głosy o utworzeniu nowego pieniądza światowego<sup>30</sup>. Wśród zwolenników zastąpienia dolara nowym pieniądzem międzynarodowym dominują silne gospodarki wschodzące, w tym między innymi Indie i Chiny. W marcu 2009 roku Zhou Xiaochuan, prezes chińskiego banku centralnego, umieścił na stronie internetowej Ludowego Banku Chin list otwarty, w którym nawoływał do utworzenia waluty rezerwowej niepowiązanej z poszczególnymi państwami. Postulował utworzenie takiej waluty na bazie SDR. Podobne poglądy pojawiły się w raporcie Konferencji Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju z końca 2009 roku. Nowa waluta miałaby być utworzona na podstawie SDR, powiązana z koszykiem obecnych walut międzynarodowych i zarządzana przez nowo utworzony światowy bank rezerw<sup>31</sup>.

Powyższe rozwiązanie nie pozostałoby bez wpływu na międzynarodowy rynek walutowy. Wprowadzenie nowej, opartej na SDR, waluty rezerwowej mogłoby doprowadzić do znacznego zwiększenia podaży dotychczasowych walut rezerwowych, tj. przede wszystkim euro i dolara. Skokowy wzrost płynności na rynkach tych walut mógłby spowodować obniżkę ich kursu, a tym samym straty dla państw-emitentów. Zjawisku temu mógłby zapobiec odpowiedni mechanizm denominacji rezerw, w efekcie którego MFW stałby się swoistym depozytariuszem dotychczasowych rezerw państw członkowskich oferując w zamian SDR. Równocześnie nowa waluta oznaczałaby również mniejszą zależność międzynarodowych rynków od wielkości amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących, a tym samym – w dłuższej perspektywie – większą stabilność międzynarodowego rynku finansowego<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> International Monetary Fund, *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*, kwiecień 2008, <http://www.imf.org/external/np/mtf/er/2008/eng/0408.htm> [dostęp 7.12.2011].

<sup>30</sup> Więcej na ten temat: R. Vasudevan, „Finance, imperialism, and the hegemony of the dollar”, *Monthly Review* 2008, t. 59, nr 11, s. 35–50.

<sup>31</sup> D. Bedell, „Foreign exchange reserves, 2000–2010”, *Global Finance*, <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10518-foreign-exchange-reserves-2000-2010.html> [dostęp 7.12.2011].

<sup>32</sup> Więcej na ten temat: J. Stiglitz, „The best alternative to a new global currency”, *Financial Times*, 31 marca 2011, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e2215510-5bc4-11e0-b8e7-00144feab49a.html> [dostęp 28.04.2012]; M. Obstfeld, *The SDR as an International Reserve Asset: What Future?*, University of California, Berkeley, and International Growth Centre, London School of Economics, 27 marca 2011, [http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/SDR\\_Obstfeld.pdf](http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/SDR_Obstfeld.pdf) [dostęp 28.04.2012].

### 3.2. Rezerwy walutowe

O znaczeniu danej waluty jako międzynarodowej świadczy przede wszystkim skala jej stosowania jako waluty rezerwowej. Według jednej z definicji rezerwy walutowe to aktywa, które mogą być użyte przez władze monetarne do finansowania deficytu płatniczego<sup>33</sup>. Znaczenie części tej jednak można spójnie zdefiniować jako rezerwy walutowych poprzez ich składniki. Są to – za MFW – waluty wymiatalne, SDR oraz tzw. pożyczki rezerwowe w MFW. Rezerwy są środkami do dyspozycji podmiotów oficjalnych, w praktyce przede wszystkim banków centralnych. Pod hasłem dewizy kryją się depozyty bankowe, rządowe papiery wartościowe oraz weksle skarbowe. Należy podkreślić, że statystyki MFW nie wykazują złota jako składnika rezerw, podczas gdy w literaturze ekonomicznej i sprawozdaniach finansowych poszczególnych państw często jest ono wymieniane jako istotny składnik rezerw<sup>34</sup>.

Gromadzenie rezerw walutowych przez państwa może być podyktowane wieloma czynnikami. Mogą one służyć utrzymaniu wymiatalności waluty i oddziaływaniu na kurs walutowy, określeniu stopnia wypłacalności państwa, wyrównywaniu deficytów w bilansie obrotów kapitałowych oraz finansowaniu deficytów handlowych<sup>35</sup>.

Trudno określić, jaki poziom rezerw należałoby uznać za optymalny. W starszej literaturze stosunkowo często pojawiał się pogląd, że wielkość rezerw dewizowych państwa nie powinna przekraczać więcej niż trzy-, maksymalnie czterokrotnie poziomu importu<sup>36</sup>. W przeszłości wzrost poziomu rezerw nie wykazywał zbytnej korelacji z wolumenem handlu międzynarodowego. Biorąc pod uwagę jedynie państwa Zachodu, tempo akumulacji rezerw w latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych XX wieku było trzykrotnie wolniejsze niż wzrost obrotów handlowych. W okresie funkcjonowania systemu z Bretton Woods MFW, pełniąc funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, oddziaływał również na poziom światowych rezerw. Likwidacja oficjalnej ceny złota w 1971 roku oraz nieco wcześniejsza kreacja systemu SDR doprowadziły do wzrostu poziomu rezerw. Uwolnienie kursów walutowych dodatkowo zdynamizowało ten proces<sup>37</sup>. Uplynięcie kursów walutowych doprowadziło ponadto do wspomnianego już rozwoju rynku instrumentów pochodnych, których część stanowiła zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym<sup>38</sup>.

<sup>33</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 307.

<sup>34</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, Warszawa 2006, s. 120–121.

<sup>35</sup> J. Bilski, op. cit., s. 122.

<sup>36</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 638.

<sup>37</sup> J. Bilski, op. cit., s. 123–128.

<sup>38</sup> J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), *International Finance and Development*, London 2007, s. 41.

Historycznie rezerwy państw trzymane były w kruszczach. Stanowiło to odzwierciedlenie systemu walutowego opartego na sztywnym powiązaniu wartości waluty z zasobami złota – i ewentualnie srebra – posiadanyymi przez dane państwo. Znaczące zmiany w tym zakresie wprowadziły dopiero postanowienia z Bretton Woods. Odiąd rezerwy mogły być trzymane zarówno w złocie, jak i w walutach, których wartość była ściśle powiązana z wartością złota<sup>39</sup>.

W czasie funkcjonowania systemu z Bretton Woods stabilność kursów walutowych względem dolara zależała od interwencji dokonywanych na rynkach walutowych przez banki centralne wszystkich państw, z wyjątkiem amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Tym samym Stany Zjednoczone nie musiały trzymać rezerw dewizowych, podczas gdy pozostali uczestnicy systemu byli zobligowani do utrzymywania rezerw dolarowych. Stany Zjednoczone musiały jedynie gwarantować wyrażoną w dolarach cenę złota i tym samym utrzymywać rezerwy tego kruszcu. System załamał się, gdy roszczenia względem Stanów Zjednoczonych przekroczyły posiadane przez to państwo zasoby złota<sup>40</sup>.

W obecnym systemie walutowym nie istnieje powiązanie między wartością poszczególnych walut a złotem. Jednak Stany Zjednoczone, jako emitent światowej waluty rezerwowej, wciąż nie muszą utrzymywać rezerw walutowych, gdyż są w stanie finansować deficyt w obrotach zewnętrznych własną walutą. Zdecydowana większość państw, chcąc uczestniczyć w obrocie międzynarodowym, musi posługiwać się obcą walutą. Tym samym – w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych – ich udział w międzynarodowych transakcjach handlowych i finansowych jest limitowany przez posiadane zasoby dewiz. Daje to oczywiście ogromną siłę gospodarczą emitentowi waluty rezerwowej<sup>41</sup>. Jednak fakt, że znaczna część zasobów dolarowych znajduje się poza granicami Stanów Zjednoczonych, powoduje, że amerykańska gospodarka jest w pewnym sensie zakładnikiem państw wierzycielskich<sup>42</sup>.

Jak już wspomniano, zmiany w strukturze rezerw dewizowych odzwierciedlają zmiany w pozycji poszczególnych państw w gospodarce światowej. Wielkość rezerw poszczególnych państw i ich struktura świadczą również o kierunku polityki gospodarczej poszczególnych państw. W ostatnich dekadach obserwuje się bezprecedensowy wzrost światowych rezerw dewizowych. Światowe rezerwy dewizowe zwiększyły się w ciągu ostatniej dekady z niespełna 2 bln dol. w 2000 roku do – według wstępnych szacunków MFW – przeszło 10 bln dol. na koniec 2011 roku<sup>43</sup>. Banki centralne i inne

<sup>39</sup> P. R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 486.

<sup>40</sup> J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), op. cit., s. 141.

<sup>41</sup> Ibidem, s. 142; P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 483.

<sup>42</sup> A. Hoogvelt, op. cit., s. 51.

<sup>43</sup> Niemal wszystkie państwa regularnie publikują dane dotyczące poziomu swoich rezerw walutowych. Jednak dane dotyczące struktury walutowej rezerw poszczególnych

podmioty oficjalne stały się tym samym znaczącym uczestnikiem rynku walutowego<sup>44</sup>.

Rozpatrując udział poszczególnych walut w rezerwach walutowych na przestrzeni ostatnich trzech dekad, można wyodrębnić następujące trendy. Po pierwsze, jeszcze w 1980 roku około 60% światowych rezerw stanowiły zasoby złota. W tym samym okresie dolar amerykański stanowił około 70% rezerw dewizowych, jednak przez całą dekadę lat osiemdziesiątych XX wieku tracił na znaczeniu na rzecz jena i marki niemieckiej, by w kolejnej dekadzie znów odzyskać ponad siedemdziesięcioprocentowy udział w rezerwach dewizowych. Udział japońskiego jena – ze względu na osłabienie gospodarki tego kraju – spadł systematycznie od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Spadek ten został odzwierciedlony w relatywnym wzroście znaczenia funta szterlinga. Równolegle spadało znaczenie franka szwajcarskiego. Największą zmianę w strukturze rezerw spowodowało wprowadzenie euro, które zastąpiło markę niemiecką, franka francuskiego, europejską jednostkę monetarną (*European Currency Unit* – ECU) oraz guldena holenderskiego<sup>45</sup>. Zmiany w strukturze rezerw w ostatnich latach prezentuje rycina 1.

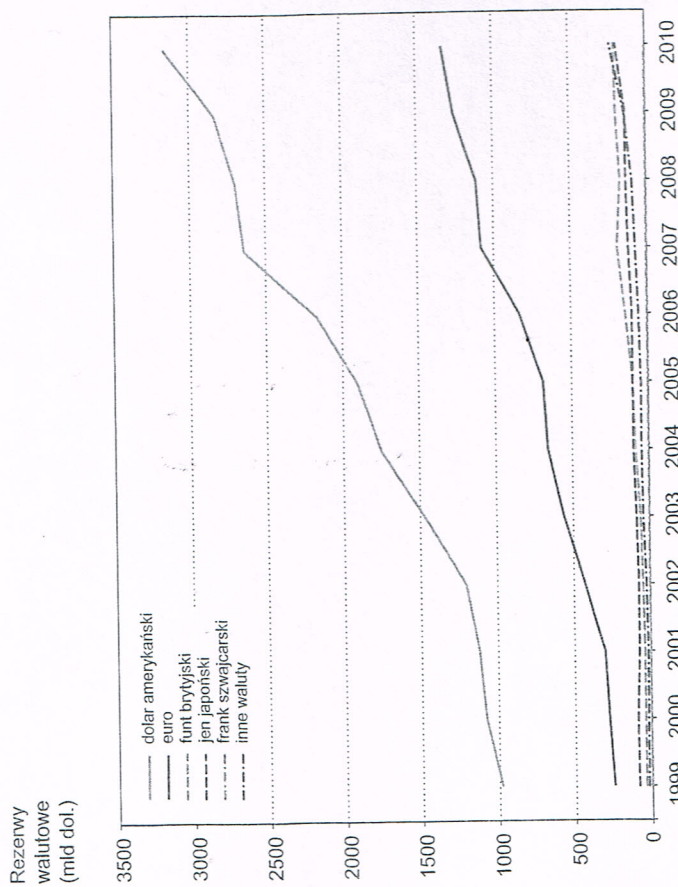
Obecnie podstawową walutą rezerwową pozostaje dolar amerykański. Roszczenia wyrażone w tej walucie stanowiły w 2010 roku około 62% wszystkich rezerw dewizowych, co odpowiadało zasobom wysokości około 3,2 bln dol. zgromadzonym poza granicami Stanów Zjednoczonych. Rezerwy wyrażone w euro stanowiły niewiele ponad 26% światowych rezerw (około 1,3 bln dol.). Udział pozostałych walut rezerwowych, w tym funta szterlinga, japońskiego jena i franka szwajcarskiego nie przekraczał 5% światowych rezerw<sup>46</sup>. Strukturę walutową rezerw na koniec 2010 roku prezentuje rycina 2.

państw są utajnione. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements* – BIS) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy udostępniają jedynie zbiorcze dane dotyczące struktury walutowej rezerw w skali świata. Szczegółowe znaczenie ma tu baza danych dotyczących rezerw publikowana przez MFW (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* – COFER) Więcej na temat źródeł danych: P.D. Woolridge, „The changing composition of official reserves”, *BIS Quarterly Review*, wrzesień 2006, s. 26–28; International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER) 30 grudnia 2011, online: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> [dostęp 3.01.2012].

<sup>44</sup> P.D. Woolridge, op. cit., s. 25.

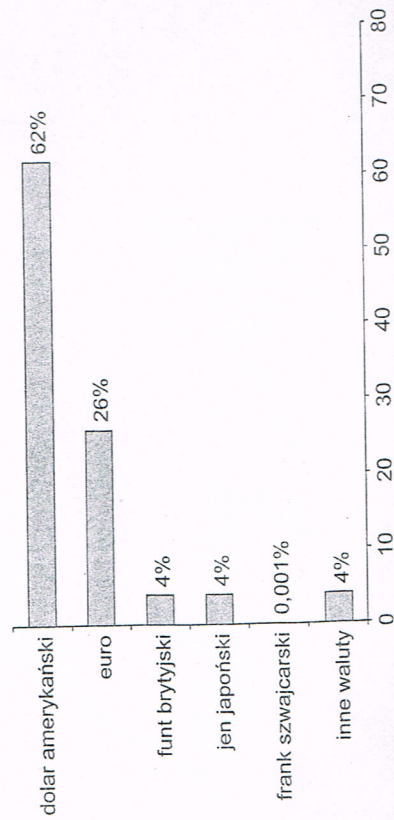
<sup>45</sup> Ibidem, s. 34–36; J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), op. cit., s. 144.

<sup>46</sup> International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), wrzesień 2010, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> [dostęp 7.12.2011].



Rycina 1. Struktura walutowa rezerw oficjalnych w latach 1999–2010

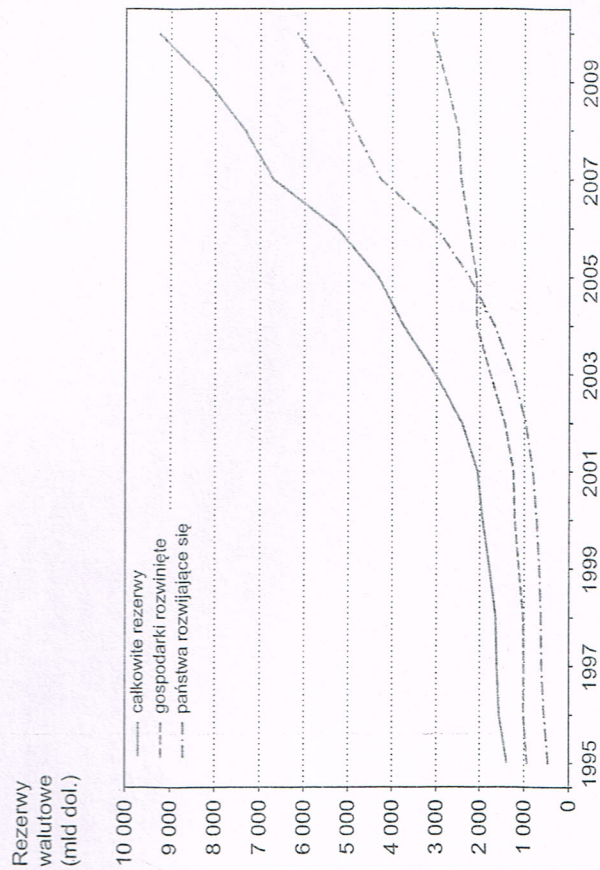
Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, grudzień 2011.



Rycina 2. Struktura walutowa rezerw oficjalnych na koniec 2010 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, grudzień 2011.

Obok zmian w strukturze walutowej i wartości rezerw, w ostatnich latach doszło również do znaczących przesunięć w strukturze własnościowej rezerw, co prezentuje rycina 3. W pierwszej dziesiątce państw o największych zasobach rezerw dewizowych znajdują się dzisiaj przede wszystkim państwa rozwijające się, w tym tak zwane gospodarki wschodzące. Ich listę oraz zasoby rezerw dewizowych i złota pokazuje tabela 1. Należy podkreślić, że państwa te są w posiadaniu ponad 60% światowych rezerw. Jeszcze w 2000 roku rezerwy gospodarek rozwiniętych niemal dwukrotnie przewyższały rezerwy państw rozwijających się. Obecnie sytuacja się odwróciła – państwa rozwijające się w 2010 roku były w posiadaniu rezerw przekraczających 6 bln dol.<sup>47</sup> Ponadto państwa rozwijające się – w przeciwieństwie do gospodarek rozwiniętych – utrzymują większość rezerw w formie papierów wartościowych, a nie depozytów<sup>48</sup>. Szacunkowe dane dotyczące poziomu rezerw walutowych za rok 2011 wskazują na kontynuację powyższego trendu.



Rycina 3. Poziom rezerw walutowych w latach 1999–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, grudzień 2011.

<sup>47</sup> D. Bedell, op. cit.

<sup>48</sup> P.D. Woolridge, op. cit., s. 32.



są także transakcje terminowe. Obrotu na tym rynku dokonują zarówno podmioty publiczne, jak i prywatne, w tym instytucje wyspecjalizowane w obrocie walutami i podmioty obracające walutami w celach spekulacyjnych. Cenę waluty wyrażoną w innej jednostce pieniężnej wyraża kurs walutowy. Zmiany kursu walutowego są natchmiasz odczuwalne dla gospodarstwa narodowego, oddziałując na konkurencyjność ich eksportu i cenę towarów importowanych. Kurs walutowy może ustalać się w wyniku gry popytu i podaży na rynku walutowym (kurs płynny) lub być utrzymywany na poziomie ustalonym przez państwo (kurs sztywny). W praktyce kursy większości państw są kursami hybrydowymi, o ich wartości decydują zarówno siły rynkowe, jak i władze monetarne<sup>49</sup>.

Rynek walutowy nie mógłby funkcjonować, gdyby waluty nie były wymienne. Jeżeli przyjmiemy się, że gospodarka światowa stanowi mozaikę narodowych systemów pieniężnych, to wówczas można uznać, że międzynarodowy system walutowy stanowi zespół instytucji, norm i zasad oraz narzędzi regulujących, których celem jest utrzymanie określonego stopnia wzajemnej wymienialności walut, tak by umożliwić sprawne dokonywanie płatności przez granice krajów mimo odrębności jednostek i systemów pieniężnych obowiązujących na ich terytoriach<sup>50</sup>.

Historia międzynarodowego rynku walutowego sięga niemal 700 roku p.n.e. W czasach starożytnych wymiany środków pieniężnych dokonywano w świątyniach. W średniowieczu wykształciły się banki jako pośrednicy na rynku walutowym, a głównym narzędziem obrotu stały się weksle (*bills of exchange*). Historycznie wymianie walut pomiędzy państwami towarzyszył przepływ kruszców, które stanowiły podstawę danej waluty. Zawartość metalu szlachetnego w poszczególnych jednostkach pieniężnych odpowiadała również za kursy wymiany walut. Upowszechnienie pieniądza papierowego spowodowało konieczność ustalenia, na jakich warunkach pieniądz ten jest wymienialny na kruszec. Gdy kolejne rządy pod koniec XVIII i w XIX wieku uciekały się do druku pieniądza bez pokrycia, dochodziło do deprecjacji kursu danej waluty. Jedynie rządy zdolne do utrzymania podaży pieniądza w odpowiednich proporcjach do posiadanych zasobów metali szlachetnych, tak jak rząd brytyjski, utrzymywały wysoką wartość i międzynarodową użyteczność swojej waluty. Po zakończeniu II wojny światowej międzynarodowy system walutowy oparty został na systemie kursów sztywnych, który przetrwał do 1971 roku. System ten sprzyjał upowszechnieniu wymienialności walut<sup>51</sup>.

Przed upadkiem systemu z Bretton Woods znoszenie restrykcji w sferze finansów było zwykle utożsamiane z wprowadzaniem zewnętrznej wymienialności walut zgodnie z artykułem VIII MFOW. Chodziło przede wszystkim o liberalizację obrotu dewizami konieczną do rozwoju handlu zagranicznego.

<sup>49</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 321.

<sup>50</sup> K. Lutkowski, *Współczesny międzynarodowy system walutowy*, Warszawa 1983, s. 8.

<sup>51</sup> L. Allen, op. cit., s. 147–150.

Tabela 1. Państwa o największych zasobach rezerw dewizowych i złota (w mld dol.)

Państwo	2010*	2011	
		Wartość	Komentarz
Chiny	2 876,000	3 206,830	Zasoby złota nie zostały uwzględnione; stan na 30.09.2011 r.
Japonia	1 063,000	1 304,763	Stan na 30.11.2011 r.
Rosja	479,400	522,000	Stan na 28.10.2011 r.
Arabia Saudyjska	445,100	531,884	Dane przybliżone; stan na 30.11.2011 r.
Tajwan	387,200	387,900	Stan na 30.11.2011 r.
Korea Południowa	291,600	306,400	Stan na 31.12.2011 r.
Brazylia	288,600	352,012	Stan na koniec sierpnia 2011 r.
Indie	287,100	300,863	Stan na 23.12.2011 r.
Szwajcaria	270,300	272,485	Dane przybliżone; stan na 27.11.2011 r.
Hongkong	268,700	282,500	Stan na 7.12.2011 r.

\* Stan na 31 grudnia 2010 roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie CIA, *The World Factbook*, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html>; People's Bank of China, *Gold & Foreign Exchange Reserves*, <http://www.pbc.gov.cn/publish/html/201109.htm>; Ministry of Finance Japan, [http://www.mof.go.jp/english/international\\_policy/reference/official\\_reserve\\_assets/e2311.html](http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/official_reserve_assets/e2311.html); Saudi Arabian Monetary Agency, *Monthly Bulletin*, listopad 2011; Central Bank of Russia, [http://www.cbr.ru/eng/hd\\_base/mrf/main\\_7d.asp?C\\_mes=09&C\\_year=2010&To\\_mes=10&To\\_year=2011&mode=&x=30&y=12](http://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrf/main_7d.asp?C_mes=09&C_year=2010&To_mes=10&To_year=2011&mode=&x=30&y=12); Central Bank of the Republic of China (Taiwan), <http://www.bcb.gov.tw/tw/ct.asp?xItem=39700&ctNode=448&mp=2>; Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br/?R20111230>; Reserve Bank of India, <http://www.rbi.org.in/scripts/WSSView.aspx?id=16757>; Swiss National Bank, <http://www.snb.ch/en/ia/about/stat/statpub/imisdds>; Hong Kong Monetary Authority, <http://www.info.gov.hk/gia/general/201112/07/P201112070304.htm>; The Bank of Korea, <http://www.bok.or.kr/eng/index.jsp> [dostęp 3.01.2012 – wszystkie źródła].

### 3.3. Międzynarodowy rynek walutowy

Obrotu walutami międzynarodowymi oraz gromadzenia rezerw i interwencji walutowych dokonuje się na międzynarodowym rynku walutowym. Międzynarodowy rynek walutowy (*Foreign exchange market* – Forex) jest mechanizmem umożliwiającym kontakt podmiotów sprzedających i kupujących waluty. Rynek ten jest wysoce zintegrowany, a obecnie – dzięki postępowi technologicznemu – obrót na nim odbywa się niemal przez całą dobę. Wymiana walut odbywa się w czasie rzeczywistym, ale zawierane

Proces ten postępował jednak bardzo powoli. W połowie lat pięćdziesiątych XX wieku jedynie trzy państwa – Stany Zjednoczone, Szwajcaria i Kanada – miały wymienne waluty. W 1959 roku było to już 14 państw. Jeśli mierzyć liberalizację przestrzeni finansowej liczbą państw z wymiennalną walutą, to obecnie jest ona jest prawdziwie globalna z ponad 120 wymiennalnymi walutami. Jednocześnie oznacza to, że nadal około 70 państw stosuje różnego rodzaju restrykcje dewizowe<sup>52</sup>.

Rynek walutowy uznaje się za pierwszy w pełni globalny segment międzynarodowego rynku finansowego. Przyjmuje się, że jego umiędzynarodowienie było możliwe w połowie lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku. Jest to również największy – pod względem wolumenu obrotów – z międzynarodowych rynków finansowych<sup>53</sup>. O ile dawniej obrót na tym rynku w 1970 roku wynosił około 15 mld dol., dekadę później było to już 60 mld, a w 1995 roku – 1,3 bln dol. Już w 1983 roku międzynarodowe transakcje walutowe dziesięciokrotnie przekroczyły obroty w handlu międzynarodowym. W 1992 roku różnica między sferą finansową a wymianą handlową była już sześćdziesięciokrotna, mimo że był to również okres intensywnego wzrostu obrotów handlowych<sup>54</sup>.

W 2010 roku dzienne obroty na rynku walutowym szacowano na niemal 4 bln dol. Według danych BIS stanowiło to około dwudziestoprocentowy wzrost względem roku 2007<sup>55</sup>. W ostatnich latach wzrasta udział transakcji przy użyciu instrumentów pochodnych, co jest szczególnie widoczne w państwach rozwijających się<sup>56</sup>. Widoczny jest również wzrost udziału walut państw rozwijających się w transakcjach na rynku walutowym. Udział podstawowych walut w transakcjach na Foreksie prezentuje tabela 2.

Obok koncentracji obrotu na kilku walutach największych gospodarek w przypadku rynku walutowego dochodzi również do koncentracji miejsca dokonywania transakcji. Większości transakcji walutowych dokonuje się za pośrednictwem rynku brytyjskiego – w 2010 roku było to niemal 40% obrotu. Kolejnymi ośrodkami wymiany walut są rynki Stanów Zjednoczonych z niemal dwudziestoprocentowym udziałem. Dalsze centra, takie jak Japonia, Singapur, Szwajcaria, Hongkong i Australia mają około pięcioprocentowe udziały w rynku<sup>57</sup>.

<sup>52</sup> J. Bilski, op. cit., s. 193; *Waluty wymienne*, Skarbiec.biz, <http://www.skarbiec.biz/forex/wymienne.htm> [dostęp 7.12.2011].

<sup>53</sup> Pozostałe segmenty rynku finansowego zostaną omówione w dalszej części niniejszego opracowania.

<sup>54</sup> S. Sassen, op. cit., s. 43.

<sup>55</sup> Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey. Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010*, Monetary and Economic Department, grudzień 2010, s. 6.

<sup>56</sup> D. Mihajek, F. Packer, „Derivatives in emerging markets”, *BIS Quarterly Review*, grudzień 2010, s. 57.

<sup>57</sup> Bank for International Settlements, *Triennial...*, op. cit., s. 6.

Tabela 2. Forex – główne waluty będące przedmiotem obrotu (% całkowitego obrotu; dane z kwietnia 2010 roku)

Waluta*	1998	2001	2004	2007	2010
Dolar amerykański	86,8	89,9	85,6	88,0	84,9**
Euro	–	37,9	37,4	37,0	39,1
Jen japoński	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
Funt szterling	11,0	13,01	6,5	14,9	12,9
Dolar australijski	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6
Frank szwajcarski	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
Dolar kanadyjski	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3
Dolar Hongkongu	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
Korona szwedzka	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2
Dolar nowozelandzki	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6
Won koreański	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Dolar singapurski	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4
Korona norweska	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3
Peso meksykańskie	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3
Rupia indyjska	0,1	0,2	0,3	0,7	0,9
Rubel rosyjski	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9
Renminbi (juan) chińskie	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9
Złoty polski	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8
Lira turecka	–	0,0	0,1	0,2	0,7
Rand południowoafrykański	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7

\* Kolejne 10 walut to: won koreański, dolar singapurski, korona norweska, peso meksykańskie, rupia indyjska, juan renminbi, złoty polski, lira turecka, rand południowoafrykański oraz real brazylijski.

\*\* Ponieważ w każdej transakcji uczestniczą dwie waluty, suma udziałów w transakcjach wynosi powyżej 100%.

Źródło: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey. Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010*, grudzień 2010, s. 12, <http://www.bis.org/pub/r/rpxf10t.pdf> [dostęp 3.01.2012].

#### 4. RYNKI FINANSOWE I MIĘDZYNARODOWY PRZEPŁYW KAPITAŁU

Zgodnie z przyjętą w tym rozdziale definicją międzynarodowe struktury finansów można po części utożsamić z układem rynków finansowych. Rynki finansowe umożliwiają taką alokację kapitału, która umożliwia uzyskanie najwyższej stopy zwrotu z dokonanej inwestycji<sup>58</sup>. Rynki są swoistymi pośrednikami w międzynarodowym przepływie kapitału. Za ich pośrednictwem kapitał jest transferowany pomiędzy podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi, tworząc swoistą strukturę zależności pomiędzy uczestnikami rynku.

Zadna gospodarka nie jest w stanie funkcjonować bez systemu kreacji pieniądza i kredytu. Dzięki temu procesowi dokonuje się kluczowy dla procesu wzrostu i rozwoju proces zamiany oszczędności na inwestycje (kapitał inwestycyjny). Strumień oszczędności jest generowany przez podmioty dysponujące nadwyżką kapitału. Oszczędności te są następnie za pośrednictwem rynku finansowego przekazywane do podmiotów zgłaszających popyt na dodatkowy kapitał. Tym samym w sferze finansów wyróżnić można kluczowy dla jej funkcjonowania podział na dawców i biorców kapitału<sup>59</sup>.

##### 4.1. Rynki finansowe

Rozwój pieniądza oraz istnienie podmiotów dysponujących wolnymi środkami pieniężnymi, chcących udostępnić te środki za opłatą innym podmiotom, doprowadziły do wykształcenia się rynku finansowego. Rynek ten stanowi mechanizm umożliwiający dokonywanie transakcji, których przedmiotem jest szeroko rozumiany kapitał finansowy, mechanizm umożliwiający sponowanie kapitałodawców i kapitałobiorców<sup>60</sup>. Gdy strony transakcji mają swoje siedziby w różnych krajach, mówi się o międzynarodowym rynku finansowym. Przez ostatnie lata obserwuje się znaczący rozwój międzynarodowych rynków finansowych, uwidoczniający się m.in. w nowych regulacjach czy też raczej przywilejach pozyskiwanych przez uczestników tych rynków. Globalny rynek finansowy stanowi siłę zdolną wpływać na politykę gospodarczą nawet najsilniejszych gospodarzo państw<sup>61</sup>.

Na rynku finansowym dokonuje się transakcji kapitałem pieniężnym, również w postaci papierów wartościowych. Papier wartościowy to dokument potwierdzający fakt odpłatnego udostępnienia kapitału. Pojęcie „papier” jest obecnie pojęciem umownym, gdyż większość z nich istnieje jedynie w formie zapisu komputerowego, czyli w formie zdematerializowanej<sup>62</sup>.

<sup>58</sup> J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), op. cit., s. 17.

<sup>59</sup> Por. J. Żyżyński, op. cit., s. 526.

<sup>60</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2005, s. 15.

<sup>61</sup> S. Sassen, op. cit., s. 40–42.

<sup>62</sup> E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, Warszawa 2007, s. 13.

Jako że papiery wartościowe – czy też szerzej instrumenty finansowe – mogą mieć różne właściwości, a środki pozyskane na rynku finansowym mogą być przeznaczone na różne cele, dokonuje się podziału rynku finansowego na segmenty. Podział taki nigdy nie jest jednoznaczny, można go dokonać według różnych kryteriów. Do najpopularniejszych kryteriów segmentacji rynku finansowego należą: kryterium czasu – okres dysponowania środkami finansowymi przez kapitałobiorcę oraz kryterium celu – cel przeznaczenia pozyskanego kapitału. Stosując te dwa kryteria łącznie można wyodrębnić dwa podstawowe segmenty rynku finansowego: rynek pieniężny oraz rynek kapitałowy. Na rynku pieniężnym dokonuje się finansowania bieżącej działalności, a okres tego finansowania nie przekracza jednego roku. Z kolei rynek kapitałowy dostarcza kapitału na inwestycje, a okres zapadalności jego instrumentów jest dłuższy od jednego roku<sup>63</sup>. Do segmentów rynku finansowego zalicza się ponadto rynek instrumentów pochodnych oraz rynek depozytowo-kredytowy. Specyficznym segmentem międzynarodowego rynku finansowego jest również opisany we wcześniejszej części opracowania rynek walutowy. Jest to rynek wyodrębniony ze względu na przedmiot obrotu, jaki stanowią waluty. Jednak zdaniem niektórych autorów jest to specyficzny segment rynku pieniężnego, wyróżniający się specyfiką instrumentu, jakim są waluty<sup>64</sup>.

W skali świata należy wyróżnić jeszcze dalsze linie podziału pomiędzy rynkami finansowymi. Kierunek debaty na temat międzynarodowego systemu finansowego w ostatnich latach wyraźnie wskazywał na preferencje uniwersalnych norm i regulacji, traktując sferę finansową jako zintegrowaną. Mimo przejawów takiej integracji, o których szerzej będzie mowa w kolejnej części tego rozdziału, nadal widać różnice pomiędzy państwami o zliberalizowanych systemach finansowych i tymi, które starają się utrzymać przynajmniej częściową kontrolę nad własną przestrzenią finansową.

Innym potencjalnym problemem jest utrzymująca się, choć wyraźnie zredukowana w ostatnich latach, różnica między systemami zorientowanymi bankowo i rynkowo. Do tych pierwszych tradycyjnie zaliczały się systemy finansowe większości państw europejskich i azjatyckich, podczas gdy model zorientowany rynkowo utożsamiano z kręgiem anglosaskim. Podział ten przekładał się również na zakres regulacji – państwa o mniejszym zakresie regulacji były bardziej atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów, co w dłuższym okresie skłaniało rywalizujące o kapitał gospodarki do znoszenia barier. Z drugiej strony fakt, że w większości państw europejskich, nawet w dotkniętej kryzysem Hiszpanii, banki nie upadały, należy wiązać z większą kontrolą państwa nad rodzimym systemem finansowym, zdominowanym właśnie przez banki<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> Ibidem, s. 18–19.

<sup>64</sup> Por. A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 11–19.

<sup>65</sup> H. Dieter, L. Seabrooke, E. Tsingou, „The global credit crisis and the politics of financial reform”, *Garnet Policy Brief*, styczeń 2009, nr 8, s. 6.

Warto odnotować również fakt, że nie wszystkie państwa dysponują wystarczająco zaawansowanymi systemami finansowymi, by w pełni czerpać korzyści z globalnej przestrzeni finansowej. W międzynarodowej przestrzeni finansowej widoczny jest podział na państwa o rozwiniętych i nierozwiniętych rynkach finansowych. Rozwój rynku finansowego można oceniać na podstawie jego płynności, czyli łatwości zawierania transakcji oraz stabilności cen instrumentów finansowych. Oznacza to, że poprawa płynności rynku finansowego następuje, gdy po pierwsze, wzrasta liczba zawieranych transakcji i podmiotów obecnych na danym rynku, po drugie, wzrasta skala transakcji – większa wartość transakcji przyczynia się do poprawy stabilności cen instrumentów finansowych. Wysoka płynność rynku oznacza z kolei niższy koszt pozyskania kapitału<sup>66</sup>.

W państwach o słabo rozwiniętych systemach finansowych nie występuje duża dysproporcja między sferą realną a finansową. Pieniądz służy głównie finansowaniu bieżących transakcji. W najbardziej rozwiniętych, opartych na nierynkowej produkcji gospodarkach, sfera finansowa nadal w pewnym sensie pełni funkcję służebną wobec sfery produkcji i wymiany<sup>67</sup>. Rynki te w większym stopniu niż w przypadku państw o wysokim poziomie rozwoju podlegają kontroli państwa. Interwencja państwa często wykracza poza sferę finansową, gdyż państwo jest nierzadko właścicielem istotnej części przedsiębiorstw, a wydatki publiczne mają wysoki udział w produkcie narodowym brutto. Ponadto niektóre rządy – wobec braku niezależnego banku centralnego – wykazują tendencję do finansowania deficytu budżetowego poprzez dodruk pieniądza bez pokrycia. Kontrolowany przez państwo bank centralny staje się podstawowym podmiotem systemu, banki komercyjne często pozostają w gestii państwa. Równocześnie państwo sprawuje kontrolę nad kursem walutowym i obrotem dewizami. Te czynniki sprawiają, że aktywa państw rozwijających się nie stanowią atrakcyjnej lokaty oszczędności, a tym samym brakuje wystarczającej podaży długoterminowych instrumentów finansowych i państwa te nie są zdolne do generowania zadłużenia we własnej walucie. Dodatkowo niski poziom oszczędności wewnętrznych przesądza o konieczności pozyskiwania środków zagranicznych w formie pomocy rozwojowej<sup>68</sup>. Co więcej, rozmiar rynków państw rozwijających się względem zagrożen ze strony kapitału spekulacyjnego, z jakimi się stykają, jest niewielki. Powoduje to większą wrażliwość na wszelkiego rodzaju kryzysy finansowe<sup>69</sup>.

Nie należy zapominać, że czołowe centra finansowe ulokowane są w określonych miastach, przede wszystkim w wysoko rozwiniętych państwach. Podobnie jak w przypadku specyficznego segmentu rynku finansowego, jakim jest Forex, współczynnik koncentracji tych rynków jest zaskakująco wysoki i zdaje się odzwierciedlać również wysoką pozycję poszczególnych państw

<sup>66</sup> J. Pera, op. cit., s. 103.

<sup>67</sup> S. Strange, op. cit., s. 94.

<sup>68</sup> J. Pera, op. cit., s. 103–105.

<sup>69</sup> J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), op. cit., s. 19.

w globalnej produkcji i wymianie handlowej. Wolumen międzynarodowych pożyczek wzrósł między 1980 a 1991 rokiem z niespełna 2 bln do 6,2 bln dol. Jednak 65% tych pożyczek cały czas było generowanych jedynie w siedmiu państwach – Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Szwajcarii, Francji, Niemczech i Luksemburgu. Dopiero deregulacja rynków finansowych w większości regionów świata doprowadziła do wykształcenia się rynków finansowych takich jak Buenos Aires, São Paulo, Bangkok czy Tajpej. Integracja rynków finansowych umożliwiła zmobilizowanie za ich pośrednictwem większego wolumenu kapitału, jednak rynki te – umożliwiające globalną cyrkulację kapitału w ciągu sekund – funkcjonują w obrębie materialnych przestrzeni, czyli miast należących do narodowych terytoriów<sup>70</sup>. Jak pisze Saskia Sassen, Manhattan jako centrum finansowe stanowi swoisty ekwiwalent strefy wolnego handlu w obrocie kapitałem, jednak nie chodzi tu o Manhattan jako jednostkę terytorialną ze wszystkim jej funkcjami i regulacjami, lecz o specyficzną strefę, która ze względu na pełnione funkcje została w znacznym stopniu zdenacionalizowana<sup>71</sup>.

#### 4.2. Międzynarodowe przepływy kapitału

Rynki finansowe są mechanizmem umożliwiającym przepływ kapitału. Termin przepływy kapitału nie jest jednoznaczny. Zgodnie z najprostszą i równocześnie jedną ze starszych, bo sięgającą lat trzydziestych ubiegłego wieku, definicją jest to wszelki odnotowywany w bilansie płatniczym ruch kapitału przez granicę. Tym samym przepływy kapitału oznaczają transfer siły nabywczej z jednego państwa do drugiego – napływy kapitału do poszczególnych państw i odpływy z nich. Dla podkreślenia międzynarodowego aspektu często używa się terminu międzynarodowe przepływy kapitału<sup>72</sup>.

Przestrzeń finansową można więc uoźsamić ze sferą, w której dokonuje się międzynarodowy przepływ kapitału. W obrocie kapitałem biorą udział zarówno podmioty prywatne – gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i banki komercyjne, jak również państwa, które oddziałują na przestrzeń finansową poprzez prowadzenie polityki monetarnej i fiskalnej. Ruch kapitału polega na transferze siły nabywczej pomiędzy granicami. Może on wynikać z dokonywanych transakcji zakupu towarów i usług, z tytułu udzielania i/lub otrzymywania różnego rodzaju kredytów zagranicznych czy zakładania przedsiębiorstw poza granicami kraju pochodzenia lub transakcji zakupu i sprzedaży zagranicznych papierów wartościowych<sup>73</sup>. W zależności od podmiotów dokonujących transferu kapitału można mówić o transferach prywatnych i publicznych. Inny podział wskazuje, czy dany ruch kapitału kreuje

<sup>70</sup> S. Sassen, op. cit., s. 12–13.

<sup>71</sup> Ibidem, s. 30.

<sup>72</sup> A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Warszawa 2001, s. 137–138.

<sup>73</sup> Na temat klasyfikacji transferów zob. P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, Warszawa 2002, s. 111.

zadłużenie (*debt-creating flows*), czy też nie (*non-debt-creating flows*). Zadłużenie państwa wzrasta w przypadku kredytów i pożyczek, również tych związanych z emisją obligacji. Zadłużenia nie zwiększają różnego rodzaju granty oraz – przede wszystkim – inwestycje. Mówiąc o międzynarodowych ruchach kapitału, często wskazuje się na rodzaj przepływu i cel, jakiemu służy. Wówczas wymienia się przede wszystkim zagraniczne inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe i pożyczki. Do tej listy często dodaje się transfery bankowe, przepływy instrumentów pochodnych czy przelewy pochodzące od migrantów (*remittances*)<sup>74</sup>.

Aktywa, które mogą być transferowane pomiędzy państwami, tworzą tzw. płynność finansową. Mogą to być aktywa zarówno sektora prywatnego, jak i oficjalnego. Płynność oficjalną można utożsamiać z rezerwami dewizowymi. Na płynność prywatną składają się rezerwy dewizowe banków komercyjnych, funduszy inwestycyjnych oraz korporacji transnarodowych. Bardziej mobilna jest płynność prywatna i to te przepływy przesądzają o niestabilności międzynarodowego systemu finansowego<sup>75</sup>.

Pojęciem powiązaniem z przepływem kapitału w przestrzeni finansowej jest mobilność kapitału, czyli łatwość, z jaką dokonuje się transgraniczny przepływ kapitału. Niska mobilność kapitału wskazuje na występowanie barier w obrocie kapitałem. Wysoka mobilność kapitału oznacza więc brak ograniczeń w przepływie kapitału pomiędzy granicami państw i wysoki poziom integracji rynków finansowych. Tym samym może być ona miarą liberalizacji przestrzeni geoeconomicznej w wymiarze finansowym<sup>76</sup>.

Wzrost znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału datuje się na pierwszą połowę XIX wieku, gdy następował eksport kapitału z Europy do zamorskich kolonii, a później również do Stanów Zjednoczonych. Ten wzrostowy trend został zablokowany dopiero wiek później w wyniku kryzysu 1929 roku. Po II wojnie światowej przepływ kapitału w formie inwestycji dokonywał się głównie pomiędzy państwami rozwiniętymi. Państwa rozwijające się były przede wszystkim beneficjentami pomocy rozwojowej oraz korzystały z kredytów oficjalnych, a od lat siedemdziesiątych XX wieku również z kredytów komercyjnych<sup>77</sup>. Taka struktura przepływów kapitału doprowadziła do wzrostu zadłużenia państw rozwijających się i ich uzależnienia od zewnętrznych źródeł finansowania. Na zaistniałą sytuację miał również wpływ opisany powyżej niski stopień rozwoju rynków finansowych tej grupy państw. Przepływy kapitału, również w formie inwestycji bezpośrednich, do państw rozwijających się zaczęły dynamicznie wzrastać dzięki ich liberalizacji od lat dziewięćdziesiątych XX wieku. W tym samym czasie wzrastała rola

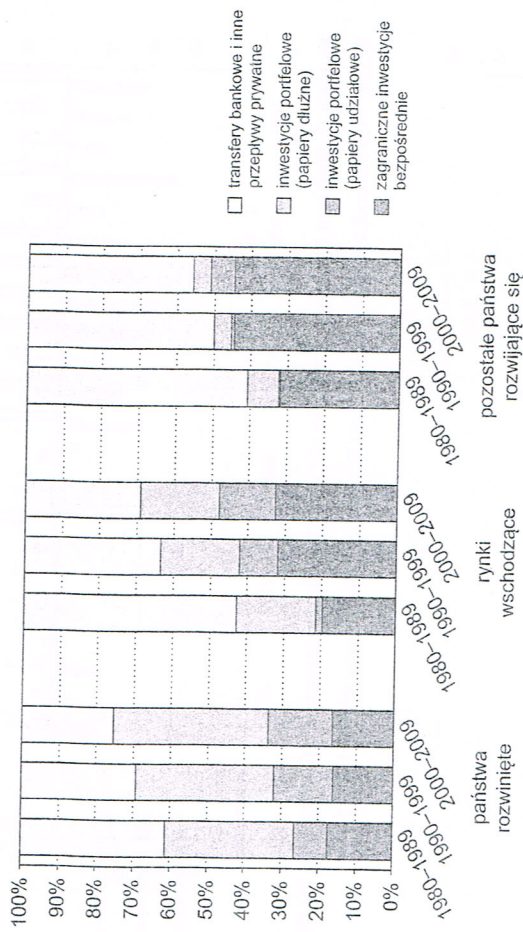
<sup>74</sup> Por. G. Górniewicz, P. Siemiątkowski, *Wprowadzenie do międzynarodowych przepływów kapitału*, Toruń 2006, s. 13–24.

<sup>75</sup> J. Biłski, op. cit., s. 121.

<sup>76</sup> Więcej na ten temat: M. Obstfeld, „Capital mobility in the world economy: Theory and measurement”, *NBER Working Paper* 1986, nr 1692.

<sup>77</sup> Ibidem, s. 15–17.

inwestycji portfelowych i spadało znaczenie transferów bankowych w odniesieniu do wszystkich grup państw, co prezentuje rycina 4. Nadal jednak widać różnice zarówno w strukturze kapitału napływającego do państw o różnym poziomie rozwoju, jak i w poziomie wahań przepływów kapitału.



Rycina 4. Znaczenie różnych form przepływu kapitału dla poszczególnych grup gospodarek<sup>78</sup>

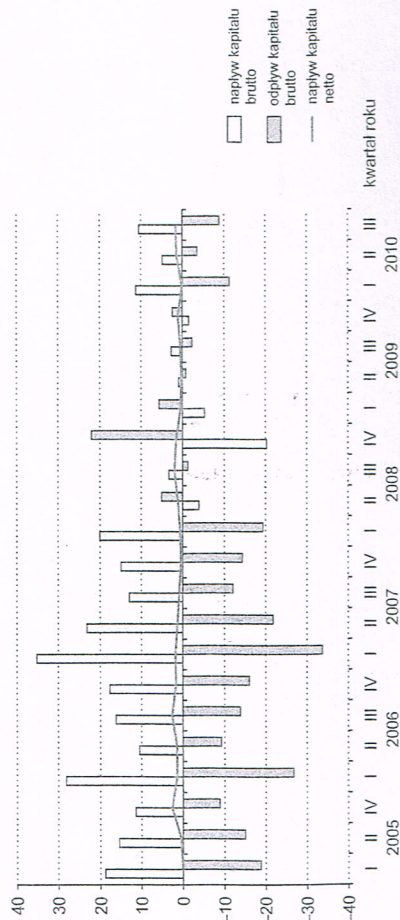
Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kwiecień 2011, s. 134.

Napływ kapitału daje możliwość szybszego rozwoju, podczas gdy gwałtowny odpływ kapitału prowadzi do załamania gospodarki. Szacuje się, że napływ kapitału zagranicznego od lat siedemdziesiątych XX wieku generował – w zależności od gospodarki – jedynie między 0,5 a 3% wzrostu gospodarczego państw beneficjentów<sup>79</sup>. Znamienne jest, że w razie wystąpienia kryzysu finansowego, załamanie wysokości przepływu kapitału dotyczy wszystkich gospodarek, lecz to państwa rozwijające się i rynki wschodzące są bardziej na to załamania wrażliwe<sup>80</sup>. Napływ kapitału do państw rozwiniętych i rozwijających się prezentują ryciny 5 i 6, na których zwraca uwagę znacznie większa zmienność przepływów kapitału netto na rynkach wschodzących oraz zmniejszenie aktywności na rynkach finansowych po kryzysie 2008 roku.

<sup>78</sup> Klasyfikacja państw za *World Economic Outlook* – odpowiednio *advanced economies* (34 państwa), *emerging economies*, *other developing countries* (łącznie 150 gospodarek). Nie jest to klasyfikacja oparta na ścisłych kryteriach, lista państw jest co roku uaktualniana.

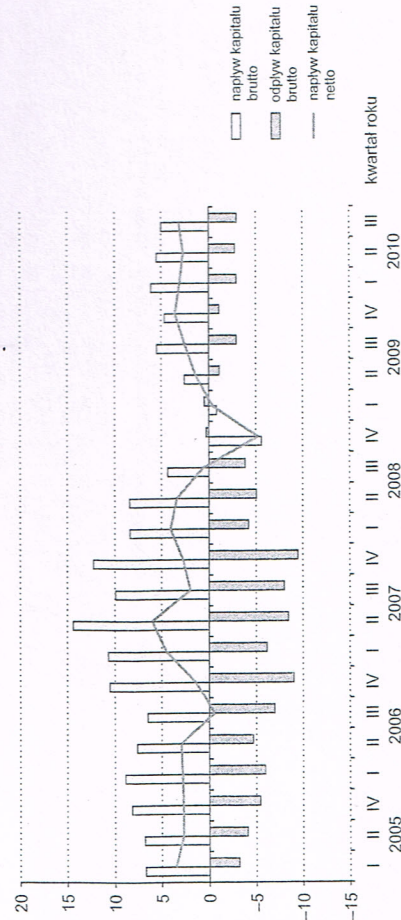
<sup>79</sup> N. Birdsall, L. Rojas-Suarez, „Regionalism for financing development. The unexploited potential”, w: N. Birdsall, L. Rojas-Suarez (red.), *Financing Development. The Power of Regionalism*, Washington D.C. 2004, s. 4.

<sup>80</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kwiecień 2011, s. 125–128.



Rycina 5. Napływ i odpływ kapitału do państw rozwiniętych 2005–2010 (% PKB)

Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kwiecień 2011, s. 127.



Rycina 6. Napływ i odpływ kapitału do gospodarek wschodzących 2005–2010 (% PKB)

Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kwiecień 2011, s. 127.

Ponadto różne rodzaje przepływów kapitału w różny sposób wpływają na państwa. W przypadku transferów ze źródeł oficjalnych wskazuje się na mniejszą zmienność (*volatility*) niż w przypadku przepływów generowanych przez sektor prywatny. Należy jednak podkreślić, że napływ kapitału zależy nie tylko od sytuacji politycznej i gospodarczej danego państwa, lecz również od uwarunkowań międzynarodowych. Jeśli transfery oficjalne przyjmują postać pomocy rozwojowej, wówczas – obok kontrowersji związanych ze skutecznością tego rodzaju finansowania rozwoju chociażby w kwestiach redukcji ubóstwa – wskazuje się na zależność beneficjentów pomocy rozwojowej od

dawców tej pomocy<sup>81</sup>. W przypadku prywatnych przepływów kapitału – obok pożyczek sektora prywatnego – największe znaczenie dla rozwoju państw mają inwestycje. Obecnie nawet pożyczki realizowane są w formie inwestycji w obligacje (*portfolio bond investment*), co pozwala państwom emitentom na nieco tańsze pozyskiwanie kapitału niż w przypadku pożyczek komercyjnych, jednak w większym stopniu uzależnia te państwa od sił rynkowych i utrudnia ewentualną restrukturyzującą zadłużenia w razie wystąpienia problemów z obsługą zadłużenia. Do najbardziej zmiennych przepływów kapitału zalicza się inwestycje portfelowe w akcje (*portfolio equity investment*)<sup>82</sup>.

Tabela 3. BIZ – główni beneficjenci i inwestorzy w 2010 roku (mld dol.)

Państwo	Napływ BIZ	Państwo	Odpływ BIZ
Stany Zjednoczone	228	Stany Zjednoczone	329
Chiny	106	Niemcy	105
Hongkong	69	Francja	84
Belgia	62	Hongkong	76
Brazylia	48	Chiny	68
Niemcy	46	Szwajcaria	58
Wielka Brytania	46	Japonia	56
Rosja	41	Rosja	52
Singapur	39	Kanada	39
Francja	34	Belgia	38

Źródło: UNCTAD, *World Investment Report 2011*, s. 4–9.

Za najbardziej korzystne z punktu widzenia państw beneficjentów uznaje się przepływy w formie zagranicznych inwestycji bezpośrednich (BIZ). Jednak BIZ również mogą rodzić problemy związane z zagrożeniem suwerenności państwa czy transferem zysków z powrotem do inwestora. Tym samym BIZ są również czynnikiem przynoszącym korzyści eksporterom kapitału. Jednak charakterystyczne jest, że największe korzyści z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich nadal odnoszą państwa rozwinięte, mimo że w ostatnich latach na znaczeniu zyskują rynki wschodzące<sup>83</sup>. Ponadto te same

<sup>81</sup> B. Abegaz, „Multilateral development aid for Africa”, *Economic Systems* 2005, t. 29, s. 435.

<sup>82</sup> N. Birdsall, L. Rojas-Suarez, op. cit., s. 11.

<sup>83</sup> World Bank, *Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*, Washington D.C. 2007, s. 37; F. Sagasti, K. Bezanson,

tycznym i ekonomicznym. Mobilność kapitału prowadzi do sytuacji, w której podmioty państwowe (*state agents*) i przedstawiciele władz tracą kontrolę nad nowymi zjawiskami. W szczególności dotyczy to kontrastu między względnie mało mobilną siłą roboczą, na której dochodach i inwestycjach opiera się w przeszłości dobrobyt państw, a hipermobilnym kapitałem niemożliwym do zatrzymania w tradycyjnych ramach terytorialnych państwa. Ten ostatni punkt wskazuje, że ze względu na brak możliwości efektywnej kontroli, przestrzeń finansowa jest najmniej stabilnym wymiarem przestrzeni geoeconomicznej. W razie kryzysu państwa nie dysponują efektywnymi narzędziami zdolnymi powstrzymać ucieczkę kapitału<sup>87</sup>.

#### 4.3. Liberalizacja i integracja rynków finansowych<sup>88</sup>

Globalizacja przestrzeni finansowej i jej eksplozja są w pewnym sensie wynikiem przemian ostatnich czterech dekad. Taki skokowy rozwój stanowi przeciwieństwo sfery realnej, której wzrost na przestrzeni ostatnich stu lat wydaje się relatywnie stabilny. Szacuje się, że od upadku systemu z Bretton Woods do 1995 roku wolumen transakcji na rynkach finansowych wzrósł 80 razy<sup>89</sup>. W ciągu ostatnich dziesięciu lat transgraniczne przepływy aktywów kapitałowych w ramach Europy uległy potrojeniu, na linii Europa–Stany Zjednoczone – podwojeniu. Jak wspomniano powyżej, zmieniła się również geografia centrów finansowych – coraz większą rolę odgrywają rynki azjatyckie. Przestrzeń finansowa nieustannie się zmienia i ewoluuje, podlega procesom liberalizacji i deregulacji. Pojawiają się w niej nowe – niekiedy państwowe – podmioty. Akumulacji kapitału służą nowe wynalazki inżynierii finansowej<sup>90</sup>. Globalny rynek umożliwia radzenie sobie z deficytem kapitału. Środki finansowe mogą się błyskawicznie przemieszczać pomiędzy poszczególnymi państwami.

Obecnie przestrzeń finansową uznaje się za sferę w znacznym stopniu zintegrowaną. Za miarę integracji można przyjąć poziom integracji rynków finansowych tworzących międzynarodowy rynek finansowy. W wyniku zmian – bezpośrednio lub pośrednio inicjowanych przez państwa – oddzielne rynki narodowe zaczynają wspólnie funkcjonować jak jeden rynek<sup>91</sup>.

Podobnie jak w przypadku większości stosowanych w niniejszym rozdziale pojęć również termin integracja rynków kapitałowych nie jest jednoznacznie zdefiniowany. Popularny jest pogląd, że rynki finansowe można

<sup>87</sup> K.R. Cox, *Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local*, New York 1997, s. 2.

<sup>88</sup> Poniższy fragment wykorzystuje elementy nieopublikowanej pracy magisterskiej: K. Jędrzejowska, *Jednolity rynek kapitałowy Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007.

<sup>89</sup> J. Żyżyński, op. cit., s. 531.

<sup>90</sup> A. Hoogvelt, op. cit., s. 80–81.

<sup>91</sup> Szerzej: A. Lamfalussy, „Central banks, governments and the European monetary unification process”, *BIS Working Papers* 2006, nr 201, s. 1–10.

państwa są największymi odbiorcami i dawcami kapitału, co prezentuje tabela 3. Szacuje się, że po załamaniu w latach 2008–2009 globalne przepływy inwestycyjne bezpośrednich przekroczyły 1,2 bln dol., a na koniec 2011 roku mogły sięgnąć 1,5 bln dol. Państwa rozwijające się są już obecnie beneficjentami około połowy globalnych BIZ, generując przy tym około 25% inwestycji wychodzących<sup>84</sup>.

Nie należy przy tym zapominać, że przepływy kapitału generują korzyści również dla eksporterów kapitału. Różnego rodzaju pożyczki i kredyty generują odsetki, stanowiące dochód dla eksporterów kapitału. Również przychody z tytułu inwestycji bezpośrednich zazwyczaj są transferowane do państwa pochodzenia inwestora. Ponadto korzyści dla państwa-importera kapitału zależą od jego zdolności efektywnego wykorzystania pozyskanych środków<sup>85</sup>.

Mobilność kapitału i liberalizacja przestrzeni finansowej zmieniają postrzeganie państwa. Należy podkreślić, że procesy te nie byłyby możliwe bez aktywnego zaangażowania państw i przyzwolenia na liberalizację przepływów kapitałowych. Przyzwolenie takie mogło być podyktowane chęcią uzyskania korzyści w formie napływu inwestycji lub – w pewnym sensie – mogło zostać wymuszone przez silniejszych graczy, czego przykładem może być tzw. konsensus waszyngtoński. Termin ten oznacza swoisty kanon reform proponowanych przez MFW i Bank Światowy państwom rozwijającym się. Reformy te – zwykle utożsamiane z paradygmatem neoliberalnym – miały na celu zapewnienie trwałego wzrostu i rozwoju gospodarczego m.in. poprzez stabilizację, liberalizację i deregulację gospodarki<sup>86</sup>.

W odniesieniu do wspomnianej powyżej zmiany postrzegania państwa Kevin R. Cox pisze o rozdźwięku pomiędzy skalą liberalizacji w sensie poli-

F. Prada, *The Future of Development Financing: Challenges and Strategic Choices*, Basingstoke 2005, s. 14.

<sup>84</sup> UNCTAD, *Press Release*, 22 lipca 2010, <http://www.unctad.org/templates/webflyer.asp?docid=13643&intItemID=1528&lang=1> [dostęp 4.01.2012].

<sup>85</sup> Na temat korzyści z międzynarodowych przepływów kapitału zob. m.in.: L. Alfaro, E. Hammel, „Capital Flows and Capital Goods”, *Working Paper Series*, Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University 2006, marzec.

<sup>86</sup> Wobec negatywnych skutków liberalizacji gospodarek państw najbardziej rozwiniętych paradygmat neoliberalny i rozwiązania oparte na konsensusie waszyngtońskim stały się pod koniec ubiegłego wieku obiektem krytyki. Joseph E. Stiglitz ogłosił w 1998 roku nadejście konsensusu post-waszyngtońskiego (*Post-Washington Consensus*), uzupełnionego o kwestie związane z regulacją sfery finansów, polityką konkurencji, postępem technicznym i transferem technologii, dbałość o środowisko naturalne, czy walkę z nierównościami społecznymi. Ponadto terminem zyskującym na popularności w ostatniej dekadzie jest tzw. konsensus pektingi (*Beijing Consensus*). Zgodnie z jego założeniami czynnikiem w największym stopniu wpływającym na gospodarkę światową i rozwój poszczególnych państw jest wzrost znaczenia Chin. Więcej na temat konsensusu waszyngtońskiego i jego krytyki zob.: N. Ser-nance, J.E. Stiglitz, *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Development Economics*, Oxford 2008; K.S. Jomo, B. Fine (red.), *The New Development Economics*. *After the Washington Consensus*, Zed Books, London 2006.

uznać za zintegrowane, gdy nie istnieją żadne bariery w przepływie kapitału pomiędzy nimi. W przypadku w pełni zintegrowanych rynków koszty transakcyjne związane z przepływem kapitału pomiędzy granicami odpowiadają kosztom transakcji krajowych. Papiery wartościowe o identycznej charakterystyce powinny wówczas mieć taką samą cenę, niezależnie od tego, gdzie dochodzi do transakcji i kto jej dokonuje. Zjawisko to zwane jest prawem jednej ceny (*Law of One Price* – LOOP). Mimo jego dużego znaczenia teoretycznego, empiryczna weryfikacja prawa jednej ceny dostarcza wielu trudności. Bardzo trudno jest bowiem wyselekcjonować papiery wartościowe denominowane w tej samej walucie, o identycznych terminach zapadalności i o tym samym poziomie ryzyka, które byłyby emitowane w różnych krajach<sup>92</sup>. Ponadto identyczny – czy też zbliżony – poziom cen jednorodnych papierów wartościowych na różnych rynkach nie musi oznaczać braku wpływu czynników narodowych na te rynki<sup>93</sup>. W innym ujęciu rynki uznaje się za zintegrowane, jeśli podmioty pochodzące z różnych krajów nie są dyskryminowane w dostępie do kapitału oraz w jego inwestowaniu. W praktyce często próbuje się łączyć pomiar integracji rynków z pomiarem ich umiędzynarodowienia. Stosuje się wówczas kryteria ilościowe oparte na liczbie transakcji z udziałem uczestników zagranicznych dokonanych na danych rynkach lub wielkości transgranicznych przepływów kapitałowych. W odniesieniu do giełd stopień umiędzynarodowienia można mierzyć jako stosunek liczby notowanych na danej giełdzie spółek zagranicznych do liczby wszystkich notowanych spółek<sup>94</sup>.

Mimo że przesłanki do liberalizacji światowego systemu finansowego wystąpiły w latach siedemdziesiątych XX wieku, to przyspieszenie zmian w przestrzemi finansowej i wykształcenie międzynarodowych rynków finansowych w obecnym kształcie jest wynikiem działań podjętych przez niektóre państwa rozwinięte dekadę później. O globalizacji rynków finansowych i gwałtownym wzroście wolumenu międzynarodowych przepływów kapitału zaczęto mówić w latach osiemdziesiątych XX wieku<sup>95</sup>. Na wystąpienie tego zjawiska, przesądzającego o dzisiejszych strukturach finansów, złożyło się kilka czynników. Należą do nich: postępująca liberalizacja przepływów kapitałowych, deregulacja instytucji finansowych, upowszechnienie nowych typów inwestorów instytucjonalnych, postęp w dziedzinie technologii telekomunikacyjnych, rozwój instrumentów po-

<sup>92</sup> „Die Internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte”, *Deutsche Bundesbank Monatsbericht*, grudzień 2001, s. 17.

<sup>93</sup> A. Naranjo, A. Protopadakis, „Financial market integration tests. An investigation using U.S. equity markets”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 1997, t. 7, s. 93–135.

<sup>94</sup> „Die Internationale...”, op. cit., s. 18–19.

<sup>95</sup> Jednak poszczególne procesy związane z tym zjawiskiem występowały z mniejszym nasileniem znacznie wcześniej. Szerzej na ten temat: M. Obstfeld, A.M. Taylor, *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge 2004, s. 4–41.

chodnych, standaryzacja rachunkowości międzynarodowej oraz międzynarodowe procesy fuzji i przejęć. Z wymienionych czynników dwa pierwsze mają kluczowe znaczenie.

Liberalizacja oznacza łagodzenie przepisów regulujących przepływy kapitału pomiędzy poszczególnymi gospodarkami narodowymi oraz łagodzenie przepisów regulujących funkcjonowanie rynków finansowych i świadczenie usług finansowych, szczególnie dostęp inwestorów zagranicznych do krajowych rynków finansowych<sup>96</sup>. Kontrola przepływu kapitału była integralną częścią międzynarodowego systemu monetarnego po zakończeniu II wojny światowej. Upadek systemu z Bretton Woods oraz rosnący stopień umiędzynarodowienia procesów produkcji i handlu sprawiły, że ograniczenia w przepływach kapitałowych straciły rację bytu. Procesy liberalizacji zintensyfikowane zostały w latach siedemdziesiątych XX wieku w krajach wysoko rozwiniętych i kontynuowane były przez następne dekady.

Procesowi liberalizacji przepływów kapitałowych towarzyszyła deregulacja instytucji finansowych, czyli znoszenie ograniczeń w funkcjonowaniu pośredników finansowych oraz innych uczestników tych rynków. Szczegółne znaczenie miał tu rok 1986, gdy na największym rynku finansowym, jakim była i jest giełda londyńska, zlikwidowano większość ograniczeń działalności finansowej. Należy tu oczywiście podkreślić, że działania te były rezultatem określonego kierunku ówczesnej polityki państwa, polegającej na ograniczeniu bezpośredniego wpływu państwa na sferę gospodarczą<sup>97</sup>.

Po 1990 roku do wyżej wymienionych czynników sprzyjających globalizacji rynków finansowych należy dołączyć jeszcze upadek mającego przede wszystkim polityczny charakter podział świata na tak zwane światy, gdzie pierwszy świat stanowiły wysoko rozwinięte gospodarki rynkowe, drugi świat – państwa o gospodarce centralnie planowanej oraz trzeci świat skupiający państwa o niższym poziomie rozwoju. Podział ten przekładał się również na relacje handlowe i finansowe. Do lat siedemdziesiątych XX wieku przepływy finansowe odbywały się przede wszystkim w ramach dwóch pierwszych światów. Państwa rozwijające się przede wszystkim w ramach dwóch rodzajów pomocy rozwojowej. Istniejące bariery polityczne przekładały się również na specyfikę systemu finansowego każdego z bloków. Postępująca liberalizacja doprowadziła do zatarcia granic między nimi. Większa liczba państw stała się beneficjentami międzynarodowych przepływów kapitału. Sprawilo to, że przestrzeń geoeconomiczna w wymiarze finansowym stała się niemal globalna.

<sup>96</sup> T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2006, s. 51–53. Więcej na temat wymiarów liberalizacji finansowej: P. Isard, *Globalization and the International Financial System. What's Wrong and What Can Be Done*, Cambridge 2005, s. 62.

<sup>97</sup> J. Żyżyński, op. cit., s. 530.



#### 4.4. Państwa nadwyżkowe i deficytowe w przestrzeni finansowej

Relacje między państwami mającymi nadwyżkę i deficyt kapitału determinują sposób funkcjonowania międzynarodowych struktur finansów, a także wpływają na relacje między tymi podmiotami w sferze gospodarki realnej. Można uznać, że przestrzeń finansowa podzielona jest na obszary deficytowe i nadwyżkowe, których istnienie warunkuje kierunki przepływu kapitału. W tym wymiarze przestrzeni geoeconomicznej władza należy do podmiotów zdolnych do akumulacji kapitału i mających dostęp do kredytu<sup>98</sup>. Przynależność danego państwa do konkretnej grupy decyduje o sposobie prowadzenia polityki fiskalnej i pieniężnej oraz determinuje, jakie narzędzia geoeconomiczne dane państwo może w danym momencie wykorzystywać.

Wszystkie transakcje międzynarodowe, odpowiadające za napływ lub odpływ kapitału, zebrane są w bilansie płatniczym państwa. Stanowi on zestawienie wszystkich transakcji dokonywanych między rezydentami krajowymi a zagranicą w danym okresie. Jest podzielony na bilans obrotów bieżących, transakcje kapitałowe oraz rachunek rezerw. Stosowanie metody podwójnego zapisu sprawia, że w ujęciu rachunkowym bilans płatniczy musi zawsze być zrównoważony. Jednak nie oznacza to równowagi w sensie ekonomicznym<sup>99</sup>.

Gdy nastąpi napływ lub odpływ kapitału netto na rachunku obrotów bieżących lub kapitałowych, bank centralny musi dokonać rozliczenia (wyrównania) na rachunku rezerw. Kolumna *debit* bilansu płatniczego rejestruje odpływ pieniądza, podczas gdy *credit*, oznaczony znakiem plus, ilustruje napływ pieniądza. Deficyt bilansu płatniczego występuje wówczas, gdy w transakcjach na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych przeważa odpływ pieniądza. Sytuacją przeciwną jest nadwyżka bilansu płatniczego. Na rachunku obrotów bieżących za ruch pieniądza odpowiadają transakcje handlowe. Rachunek kapitałowy odpowiada za przepływ kapitału – zakup i sprzedaż aktywów. Napływ kapitału odnotowuje się, gdy zagraniczni inwestorzy kupują aktywa danego państwa. Odpływ następuje, gdy krajowe podmioty dokonują inwestycji zagranicznych<sup>100</sup>.

Deficyt bilansu płatniczego powoduje zmniejszenie poziomu rezerw danego państwa, podczas gdy nadwyżka prowadzi do jego powiększenia. Deficyt oznacza również, że zagraniczne podmioty mają roszczenia względem danego państwa, podczas gdy nadwyżka oznacza, że dana gospodarka ma roszczenia względem zasobów zagranicy<sup>101</sup>.

Jeszcze przed I wojną światową podział na państwa wierzycielskie i dłużnicze był stosunkowo prosty. Nieliczna grupa państw europejskich dysponowała nadwyżką kapitału, której używała pozostałym państwom, w tym Stanom Zjednoczonym, Kanadzie i Rosji. W 1913 roku państwa za-

<sup>98</sup> S. Strange, op. cit., s. 97.

<sup>99</sup> A. Budnikowski, op. cit., s. 265–269.

<sup>100</sup> L. Allen, op. cit., s. 143–144.

<sup>101</sup> Ibidem, op. cit., s. 145.

chodniej Europy odpowiedzialne były za 85% międzynarodowych pożyczek. We współczesnym systemie finansowym trudno o tak jednoznaczne ograniczenie. Państwa wierzycielskie są również dłużnikami, a w sieci wzajemnych powiązań finansowych coraz trudniej jest powiązać poszczególne aktywa i należności z poszczególnymi państwami. Obecnie, mówiąc o państwach nadwyżkowych i deficytowych, wskazuje się na odpływy i przepływy kapitału netto<sup>102</sup>.

Tabela 4. Państwa o największej nadwyżce i deficycie na rachunku obrotów bieżących (w mld dol.)

Państwo	Nadwyżka	Państwo	Deficyt
Chiny	305 400	Stany Zjednoczone	-470 200
Niemcy	188 400	Włochy	-67 940
Japonia	166 500	Hiszpania	-63 650
Rosja	71 130	Wielka Brytania	-56 190
Szwajcaria	70 360	Francja	-54 400
Arabia Saudyjska	70 100	Indie	-51 780
Holandia	60 090	Kanada	-48 500
Norwegia	53 460	Turcja	-48 420
Singapur	46 270	Brazylia	-47 360
Kuwejt	43 140	Australia	-30 400

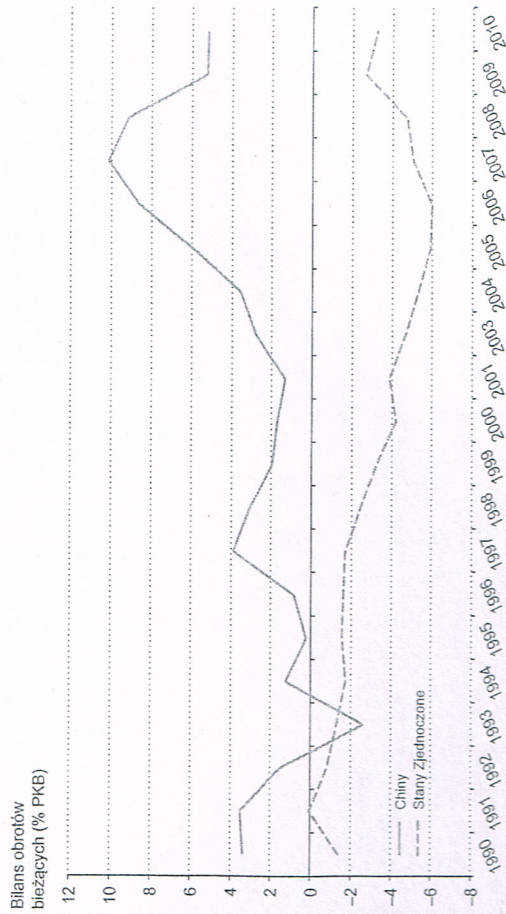
\* Stan na 31 grudnia 2010 roku.

Źródło: CIA, *The World Factbook*, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html>.

W ostatnich latach obserwuje się zmianę struktury międzynarodowych przepływów kapitału i – zdaniem niektórych ekonomistów – powstaniem globalnej nadwyżki oszczędności<sup>103</sup>. Tradycyjnie państwa rozwijające się były importem kapitału netto. Ich oszczędności wewnętrzne nie pozwalały na zapewnienie odpowiedniego poziomu inwestycji. Po kryzysach finansowych lat dziewięćdziesiątych XX wieku państwa te utraciły wiarygodność jako kapitałoborycy i zostały zmuszone do realizacji alternatywnych strategii roz-

<sup>102</sup> A. Hoogvelt, op. cit., s. 83.

<sup>103</sup> Por.: B.S. Bernanke, *Global imbalances – links to economic and financial stability. Speech by Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Banque de France Financial Stability Review Launch Event*, Paris, 18 lutego 2011, <http://www.bis.org/review/r110221b.pdf> [dostęp 7.12.2011].



Rycina 7. Bilans obrotów bieżących Chin i Stanów Zjednoczonych 1990–2010 (% PKB)

Źródło: World Bank, *World Development Indicators*, <http://data.worldbank.org/> [dostęp 3.01.2012].

Deficyt na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych ma odbicie w nadwyżkach obrotów bieżących innych regionów. Są to państwa Azji Wschodniej oraz – w mniejszym stopniu – eksporterzy ropy naftowej z rejonu Zatoki Perskiej. O ile tego rodzaju nierównowaga nie jest nowym zjawiskiem w sferze finansowej, o tyle w ostatnich latach uwagę badaczy przykuwa wzrost pozycji eksportowej Chin. Nadwyżka eksportu Państwa Środka przekłada się na rosnące zasoby rezerw dewizowych i fakt, że gospodarka ta staje się głównym pożyczkodawcą. Poprzez oddziaływanie na strumienie finansowe zwiększa się wpływ Chin na kursy walutowe i stopy procentowe na światowych rynkach. Zachodzi swoisty paradoks: państwa rozwijające się, które powinny inwestować w swój wzrost, same stają się dostarczycielem kapitału niezbędnego na inwestycje gospodarek rozwiniętych<sup>107</sup>.

Zgodnie z hipotezą bliźniaczych deficytów (*twin deficit*) deficyt budżetowy przekłada się na deficyt w obrotach bieżących<sup>108</sup>. Jako jedną z przyczyn opisanej powyżej nierównowagi wymienia się również wyjątkowo niską stopę oszczędności w Stanach Zjednoczonych. Jest to wynik utrzymującego się deficytu budżetowego oraz wysokiej skłonności do konsumpcji gospodarstw domowych nieopartej odpowiednią wysokością dochodów. Od wielu lat stopa inwestycji Stanów Zjednoczonych przekracza poziom oszczędności. W 2010 roku zainwestowano 16,2% PKB, podczas gdy oszczędności wynio-

woju. W rezultacie utrzymywania niedoszacowanych kursów walutowych, wzrostu eksportu i budowy rezerw walutowych niektóre z nich stały się eksporterami kapitału netto. Dotyczy to w szczególności państw eksporterów ropy naftowej i pozostałych surowców energetycznych, czyli przede wszystkim państw Bliskiego Wschodu, Rosji, Nigerii czy Wenezueli. Dla obszarów tych ważne jest utrzymanie sztywnego kursu walutowego na poziomie gwarantującym konkurencyjność eksportu. Z tego względu ich banki centralne kupują dolary i sprzedają lokalne waluty, natomiast zakupione dolary inwestują w amerykańskie obligacje skarbowe i inne papiery dłużne denominowane w dolarach. W interesie tych obszarów, w jakimś stopniu pozostających peryferyjnymi wobec gospodarki Stanów Zjednoczonych, leży utrzymanie takiego stanu rzeczy. Nadwyżka eksportowa przekłada się na szybkie tempo wzrostu PKB i zatrudnienia, a skupowane w wyniku interwencji walutowych dolary powracają do emitenta<sup>104</sup>.

Teoretycznie strumienie kapitału powinny dostosowywać się do przepływów handlowych, bo je finansują. Jednak, jak już wspomniano, obecnie to nie strumienia handlowe wyznaczają kierunek przepływu kapitału. Wzajemnie na relacje strumieni realnych i finansowych, uległa odwróceniu. Dodatkowo lub ujemne saldo handlowe są w znacznym stopniu wynikiem przepływów finansowych. Charakterystyczny dla ostatniej dekady jest brak równowagi płatniczej w trójce relacji: Stany Zjednoczone – Azja Wschodnia i państwa eksporterzy ropy naftowej – Unia Europejska. Ten specyficzny trójkąt odpowiada również kierunkom największych przepływów kapitału i handlu. Centralne miejsce w tym układzie zajmuje deficyt bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych<sup>105</sup>. Państwa o największych nadwyżkach i deficytach na rachunku obrotów bieżących prezentuje tabela 4. Można uznać, że państwa nadwyżkowe to eksporterzy kapitału, podczas gdy państwa deficytowe to importerzy kapitału.

Zgodnie z danymi za 2010 rok wartość amerykańskiego importu ponad dwukrotnie przekroczyła wartość eksportu. Deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych notuje się już od niemal trzech dekad, jednak jego skala zwróciła uwagę dopiero w ostatnich latach. Mimo że problem ten pozornie dotyczy sfery realnej, fakt, że Stany Zjednoczone to emitent podstawowej waluty rezerwowej świata, nabiera szczególnego znaczenia dla równowagi w przetrzeźnieniu finansowej. Największa gospodarka świata stała się również największym dłużnikiem świata. Deficyt w obrotach zewnętrznych Stanów Zjednoczonych odpowiada niedostatkowi oszczędności w stosunku do podejmowanych inwestycji oraz nadwyżce oszczędności nad inwestycjami w innych regionach świata<sup>106</sup>. Zależność między nadwyżką na rachunku obrotów bieżących Chin a deficytem Stanów Zjednoczonych prezentuje rycina 7.

<sup>104</sup> K. Rybiński, „Globalne nierównowagi”, *Ekonomista* 2006, nr 4, s. 492, 485.

<sup>105</sup> K. Lutkowski, „Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej”, *Ekonomista* 2006, nr 4, s. 425 oraz s. 465–466.

<sup>106</sup> J.A. Ocampo, J. Kregel, S. Griffith-Jones (red.), op. cit., s. 140–141.

<sup>107</sup> K. Lutkowski, op. cit., s. 425–426.

<sup>108</sup> Ibidem, s. 431.

sły tylko 12,4%. Ma to szczególne znaczenie, gdy w skali świata oszczędności nieznacznie przeważają nad inwestycjami – odpowiednio 23 i 22,9% PKB w 2010 roku<sup>109</sup>.

Drugą stroną problemu stanowi wspomniany w poprzednich podrozdziałach wzrost rezerw dewizowych w skali świata. W praktyce wzrost rezerw odnotowała jedynie niewielka grupa państw. Największe wzrosty odnotowały Chiny, Algieria, Rosja, Indie oraz państwa Azji Wschodniej<sup>110</sup>. Wzrost rezerw państw azjatyckich należy wiązać przede wszystkim z kryzysami finansowymi lat 1997–1998, które dotknęły ten region. Większość państw ucierpiała również w wyniku warunków postawionych im przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W tym świetle budowę rezerw walutowych należy traktować jako chęć uodpornienia się na szoki związane z nadmierną liberalizacją rynków finansowych oraz chęć uniezależnienia się od instytucji międzynarodowych<sup>111</sup>.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię. Uwagę społeczeństwa międzynarodowej przykuwa przede wszystkim nierównowaga na linii Stany Zjednoczone–Chiny. Jednak w skali świata odnotowuje się również trudną do wytłumaczenia nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Zgodnie z danymi MFW, globalny eksport przewyższał w 2010 roku import o około 331 mld dol. Do 2014 roku nierównowaga ta może przekroczyć nawet 700 mld dol. Przyczyną globalnej nadwyżki może być przeszacowanie wartości eksportu niektórych państw oraz rozbudowa światowych łańcuchów produkcji powodująca wzrost obrotu dobrami pośrednimi<sup>112</sup>.

## 5. PRZESTRZEŃ FINANSOWA

### JAKO SZANSA ROZWOJU I ZAGROŻENIE DLA PAŃSTW

Rozwój rynków finansowych i większe wykorzystanie produktów inżynierii finansowej doprowadziły do wytworzenia instrumentów finansowych, które uszczupliły zdolność skierowanych do wewnątrz i protekcyjnistycznych gospodarek do zachowania kontroli nad swoim terytorium. Równocześnie najlepsze wskaźniki wzrostu i rozwoju odnotowywały te państwa, które zdecydowały się na usunięcie przeszkód dla swobodnego przepływu handlu i kapitału. W ciągu ostatnich trzech dekad przestrzeń finansowa stała się dla wielu państw czynnikiem wzrostu zamożności i potęgi. Od lat siedemdziesiątych XX wieku coraz większa część dochodu narodowego większości państw generowana jest w systemie finansowym. W połączeniu z liberalizacją przepływu towarów i usług międzynarodowy system finansowy wzmocnił konkurencję międzynarodową

<sup>109</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook 2011*, s. 209.

<sup>110</sup> K. Rybiński, *Globalne...*, op. cit., s. 476–477.

<sup>111</sup> P.R. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 638–639.

<sup>112</sup> Więcej na ten temat: „Economics focus. Exports to Mars”, *The Economist*, 12 października 2011, s. 74.

i doprowadził do efektywniejszej alokacji zasobów. Jednak międzynarodowa struktura finansów, przyczyniająca się do generowania bogactwa i umożliwiająca funkcjonowanie pozostałych segmentów gospodarki, umożliwia również szybką transmisję wszelkich zagrożeń i niestabilności. W obecnym kształcie międzynarodowa przestrzeń finansowa jest czynnikiem wzrostu zamożności, lecz jest również coraz bardziej wrażliwa na nadużycia<sup>113</sup>.

Zliberalizowana przestrzeń finansowa niesie ze sobą wiele zagrożeń<sup>114</sup>. Zasadniczym problemem związanym z liberalizacją przepływów finansowych jest ryzyko większej niestabilności systemu finansowego i tym samym większej podatności na wahania aktywności gospodarczej. Pojawia się wręcz pytanie, czy przestrzeń finansowa nie stała się zbyt zliberalizowana. Stabilności przestrzeni finansowej zagrażają m.in. braki płynności, złe aktywa, nierównowagi, nadmierne wykorzystanie dźwigni finansowej, banki spekulacyjne, zbyt szybki wzrost zasobów pieniężnych i nadmierna kreacja kredytu<sup>115</sup>. Po okresie szybkiego rozwoju i liberalizacji sfery finansów coraz częściej podkreśla się jej niestabilność. W latach 1973–1997 odnotowano 139 kryzysów finansów, z czego jedynie 44 dotyczyły państw rozwijających się. W okresie funkcjonowania systemu z Bretton Woods kryzysów finansowych było jedynie 38, co wskazuje na większą stabilność systemu bardziej kontrolowanego przez państwa<sup>116</sup>.

Charakterystyczny dla przestrzeni finansowej jest podkreślony przez ostatni kryzys brak wiarygodnej instytucji zdolnej do zapewnienia zarządzania kryzysowego w skali świata i uprawnionej do wywierania wpływu na państwa. Obecnie w przestrzeni finansowej można mówić o swoistej anarchii, spowodowanej procesami deregulacyjnymi i daleko idącą liberalizacją. Kryzys finansowy rozpoczęty przez upadek banku Lehman Brothers interpretowano nie tylko jako załamanie gospodarcze, lecz również wyzwanie dla międzynarodowego bezpieczeństwa. Kwestie gospodarcze i bezpieczeństwa mieszają się również w konflikcie na linii Waszyngton–Pekin dotyczącym polityki kursowej Chin czy obawach związanych z inwestycjami państwowych funduszy majątkowych<sup>117</sup>.

<sup>113</sup> P.O. Gourinchas, O. Jeanne, *Capital Mobility and Reform*, Sixth Jacques Polak Annual Research Conference, Washington D.C., 25 października 2005, s. 1.

<sup>114</sup> Więcej na temat zagrożeń wynikających z liberalizacji przestrzeni finansowej: K. Jędrzejowska, „Gospodarka światowa wobec nadmiernej liberalizacji rynków finansowych”, w: M. Guzek (red.), *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, Warszawa 2012, s. 106–126.

<sup>115</sup> Por.: S. Pattanaik, „Gaping fault lines in the global financial stability architecture. Lessons from the US sub-prime crisis”, *Journal of International and Area Studies* 2008, t. 15, nr 2, s. 111–113.

<sup>116</sup> E. Carr, „Greed – And fear”, *The Economist. A Special Report. The Future of Finance*, 24 stycznia 2009, s. 3–4.

<sup>117</sup> M.P. Thirlwell, „The return of geo-economics: Globalisation and national security”, *Lowy Institute Perspectives*, wrzesień 2010, s. 1.

walut narodowych oraz centrów finansowych wskazuje, że granice – również te fizyczne – mają znaczenie. W obrębie granic odpowiedzialność za słabość lub siłę tych walut ponoszą rządy. Rządy zarządzają wartością waluty tak, by jak najlepiej przyczyniały się do realizacji interesów danego państwa. Uprawienia przekazane w sferze walutowej organom międzynarodowym pozostają relatywnie niewielkie. Rynki są globalne, jednak rządzące nimi podmioty mają w przeważającej mierze charakter narodowy. Regulacja kursów walutowych odbywająca się za pośrednictwem mechanizmów rynkowych oraz wyłączenie rynków finansowych spod bezpośredniej kontroli państwa doprowadziły do powstania systemu wysoce niestabilnego i tym samym niebezpiecznego. Z drugiej strony te same procesy przyczyniły się do wzrostu dobrobytu i efektywności procesów gospodarczych w skali świata.

W kontekście nadmiernej dominacji rynku w sferze finansowej zwraca uwagę fakt, że w czasie kryzysu finansowego w latach 2007–2008 wiele podmiotów finansowych nie przetrwałoby w warunkach rynkowych. Znaczna część banków i funduszy inwestycyjnych została uratowana dzięki pomocy państwa. Coraz częstsze są opinie, że przestrzeń finansową należałoby poddać w szerszym zakresie międzynarodowej regulacji mającej na celu ograniczenie obrotu najbardziej ryzykownymi papierami wartościowymi czy ograniczenie wpływu na rynki prywatnych agencji ratingowych<sup>118</sup>.

Problemy rodzi również utrzymujący się kryzys zadłużenia publicznego wielu państw, w tym również państw rozwiniętych. Wiele państw kontynuuje obsługę zadłużenia, ale kosztem znaczących oszczędności budżetowych. Są to m.in. Węgry, Grecja czy Włochy. Kilka państw otrzymało pomoc międzynarodową (*bailout*). Uzasadnione jest przypuszczenie, że bez wsparcia ze strony międzynarodowych organizacji finansowych państwa te wstrzymałyby obsługę zadłużenia. Wiele państw (np. Hiszpania, Portugalia i Włochy) znajduje się w sytuacji określonej jako „na granicy bankructwa”. Dodatkowo, ze względu na spadek konsumpcji w państwach rozwiniętych, istnieją obawy, że nastąpi fala niewypłacalności wśród uzależnionych od dochodów z eksportu i pomocy rozwojowej państw o niskim dochodzie. Dla wszystkich przypadków charakterystyczne jest narastanie zadłużenia denominowanego we własnej walucie oraz wzrost zadłużenia spowodowanego przejęciem przez państwa zobowiązań podmiotów prywatnych. Obecnie zadłużenie publiczne najbardziej zadłużonej gospodarki, jaką jest Japonia, przekracza 200% PKB. Powyżej 100% PKB wynosi również zadłużenie m.in. Stanów Zjednoczonych, Włoch czy Grecji. Jest to problem tym większy, że w międzynarodowych strukturach finansów brak jest jednoznacznych reguł postępowania z niewypłacalnymi państwami, a bankructwo któregoś z wymienionych gospodarek może zaostrzyć kryzys systemu finansowego<sup>119</sup>.

Podsumowując, w sferze finansowej, podobnie jak w sferze materialnej, dochodzi w ostatnich dekadach do zmiany przestrzennej organizacji gospodarki światowej. Przestrzeń geoeconomiczna przestała być przestrzenią państwową, staje się przestrzenią globalną. Akumulacja kapitału przestała dokonywać się w tradycyjnie pojmowanych granicach państw oraz doszło do znaczących zmian w kierunku przepływu kapitału<sup>120</sup>. Owe zmiany w kierunku przepływu kapitału wskazują na wykształcanie się nowej mapy przestrzeni finansowej, gdzie coraz większą rolę odgrywają rynki wschodzące z Chinami na czele, lecz dominującą pozycję zachowują wciąż rozwinięte państwa Zachodu. Fakt funkcjonowania w światowej przestrzeni finansowej

<sup>118</sup> S. Pattanaik, op. cit., s. 112.

<sup>119</sup> A.F. Presbitero, „The 2008–2009 financial crisis and the HIPC's: Another debt crisis?”, *MofIR Working Paper* 2009, nr 29 (wrzesień), s. 4–5.

<sup>120</sup> Por. K.R. Cox, *Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local*, New York 1997, s. 1–3.