

## SPIS TREŚCI

Przedmowa .....	9
Wprowadzenie .....	15
ROZDZIAŁ 1. Anomalie, dylematy i fragmenty układanki .....	31
ROZDZIAŁ 2. Jak zawodzą tradycyjne mechanizmy regulacji światowej gospodarki .....	47
ROZDZIAŁ 3. Oddzielanie ważnych sygnałów od szumu ...	69
ROZDZIAŁ 4. Zrozumieć nowy kierunek sekularny .....	97
ROZDZIAŁ 5. Plan podróży .....	139
ROZDZIAŁ 6. Skorzystać na przemianie globalnej gospodarki i finansów: plan działania dla inwestorów ...	175
ROZDZIAŁ 7. Plan działania dla władz państwowych i instytucji globalnych .....	209
ROZDZIAŁ 8. Lepsze zarządzanie ryzykiem .....	233
ROZDZIAŁ 9. Podsumowanie .....	253

<b>Przypisy</b> .....	261
<b>Podziękowania</b> .....	267
<b>O autorze</b> .....	271
<b>Indeks</b> .....	273

## PRZEDMOWA

To książka o siłach zmieniających globalną gospodarkę. Te siły, choć trudne do pełnego zdefiniowania i zrozumienia, mają wielki wpływ na wyniki inwestorów. Pociągają za sobą zmiany tak na dojrzałych, jak i na wschodzących rynkach finansowych, które otworzą przed inwestorami nowe możliwości ukryte pod złożonymi konfiguracjami ryzyka.

To książka o czymś, co nazywam „nowym kursem” globalnej gospodarki. Pokażę, jakie są przeszkody i zakręty na tym kursie, jakie mylne przypuszczenia przesłaniają nam widok celu i jak rynek wznosi się i opada wraz z transformacją gospodarek pokonujących fazę burz i chaosu.

Długookresowe przemiany zwane przez analityków „sekularnymi” (czy też międzypokoleniowymi) wpływają z ciągle zmieniających się czynników. Te czynniki to przetasowania gospodarczego układu sił i coraz to nowe kompromisy pomiędzy wzrostem, bogactwem, inflacją i zwrotem z inwestycji. Na scenę gospodarczą wchodzi nowi aktorzy i nowe instrumenty, początkowo trudne do analizowania. W ujęciu bardziej ogólnym – przemiany sekularne powodują, że świat dnia wczorajszego zderza się ze światem jutra. Powstaje przy tym wielki hałas.

W miarę jak posuwamy się nowym kursem do przodu, istniejące systemy i infrastruktury są poddawane trudnej próbie: rządy muszą stawiać czoło zmianom i wyzwaniom politycznym, mając niekompletne informacje i nieaktualne narzędzia. Inwestorzy indywidualni

i instytucje finansowe muszą przystosować się do nowego układu sił makroekonomicznych i na poziomie wielonarodowych organizacji kształtujących politykę. Gracze, którzy wcześniej dominowali na polu globalnym, muszą pogodzić się z tym, że mają do czynienia z poważną konkurencją ze strony organizacji, które jeszcze parę lat temu nie miały istotnych wpływów. Z kolei ci nowi gracze muszą unieść ciężar wyzwań, jakie przed nimi stoją.

Ta książka pomoże inwestorom odnaleźć się w transformacji globalnej gospodarki – zjawisku, które wywrze wielki wpływ na strategię inwestowania i na skuteczność zarządzania ryzykiem. Nakreślam w tej książce plan działania i wskazuję czynniki, które mogą wywołać załamania rynku. Pokazuję, jak inwestorzy powinni uwzględniać działania polityków, tak na szczeblu krajowym, jak i międzynarodowym (a w zasadzie wielonarodowym).

W mojej karierze miałem przywilej być na rynkach finansowych zarówno w świecie instytucji komercyjnych, jak i politycznych. Nie da się omawiać strategii inwestowania w erze globalnych zmian bez określenia, jak zareagują na te przemiany inwestorzy *oraz* politycy. Nowy kurs wymaga, aby politycy rozumieli zachowania inwestorów i potrafili je przewidywać. I vice versa: inwestorzy muszą umieć analizować decyzje polityków i skutecznie je prognozować.

Ta książka daje inwestorom kontekst nowego krajobrazu gospodarczego. Pomoże zrozumieć implikacje globalnej transformacji i, na co liczę, ograniczyć ryzyko nagłych, dużych strat.

W rozdziale 1 omawiam anomalie, dylematy i ważne fakty, które w ostatnich latach miały kluczowy wpływ na gospodarkę i rynki finansowe. Na najbardziej podstawowym poziomie te wszystkie zjawiska sygnalizują transformację międzypokoleniową.

W rozdziale 2 koncentruję się na następującym problemie: inwestorzy podejmują ryzyko, mimo że zmieniający się krajobraz gospodarczy coraz trudniej jest ogarnąć i zrozumieć. Co więcej, rynki finansowe znajdują coraz to nowe instrumenty, których ryzyko wyryka się spod kontroli władz monetarnych i fiskalnych. W efekcie tego doszło do poważnych zaburzeń równowagi systemu finansowego, co uwidoczniło się w lecie 2007 roku – największe instytucje

finansowe poniosły potężne straty, a nad światem zebrały się czarne chmury zwiastujące kryzys kredytowy, więc władze monetarne i fiskalne w dużej części świata zareagowały interwencją, która na krótko przedłużyła poprzedni stan równowagi.

Po zobrazowaniu bieżącej sytuacji na rynkach finansowych podejmuję w rozdziale 3 dyskusję o tym, dlaczego inwestorzy tak długo uczą się transformacji gospodarczej. Oddzielając szum od wiarygodnych sygnałów, prezentuję wnioski oparte na tradycyjnej ekonomii i finansach, naukach behawioralnych i neuronaukach. Te wnioski pomogą wyjaśnić przyczyny nieokreśloności wahań rynkowych i rzuca światło na nieprzewidywalność schematów zachowań rynkowych.

Następnie przechodzimy do przemian sekularnych globalnego systemu finansowego. Tę dyskusję podejmuję w rozdziale 4. Skupiam w się w niej na faktycznych i potencjalnych czynnikach determinujących cztery zmienne cechujące prawie wszystkie zjawiska kształtowane przez uczestników rynku: wzrost, zawieranie transakcji, kształtowanie ceny i przepływy kapitałowe. Efektem tego jest przemiana całego systemu w procesie globalizacji i integracji i idąca za tym dywersyfikacja źródeł globalnego wzrostu, wyrównanie się rachunków bilansów handlowych i płatniczych pomiędzy państwami, nawrót presji inflacyjnej i bardziej zdywersyfikowana alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych na świecie.

Obieranie kursu ma sens tylko wtedy, gdy przewidujemy, że nie zagubimy się w trakcie podróży. Dlatego w rozdziale 5 analizuję drogę do celu i przeszkody, którymi ta droga jest usiana. Zwracam uwagę na czynniki nieliniowe odpowiadające za to, co nazywam *wpadkami rynkowymi*. Mam na myśli wstrząsy wynikające z niekonsekwencji inwestorów i pośredników na rynkach finansowych. Omawiam złożony wpływ potencjalnych *błędów polityki* państw i organizacji międzynarodowych.

W rozdziałach 6, 7 i 8 piszę o tym, jakie pozycje uczestnicy rynku powinni zajmować, żeby lepiej wykorzystywać wzrosty i lepiej radzić sobie na spadkach. System globalny jako całość powinien dążyć do równowagi dynamicznej wolnej od dużych wahań strukturalnych i finansowych w krajach uprzemysłowionych (a złasz-

cza w USA). Fundamentem tej równowagi w przyszłości będą gospodarki wschodzące, które stają się ważnym źródłem globalnego wzrostu i przepływów kapitałowych.

To wszystko wymaga skoordynowania dwóch elementów, które inwestorzy muszą pojąć i stosować. Pierwszy element to projektowanie i wdrażanie planu alokacji aktywów, który odpowiada przyszłym (a nie historycznym) przemianom sekularnym. Mówiąc językiem technicznym, inwestorzy muszą dokładnie określić *źródła* ryzyka na globalnych rynkach finansowych. Drugim elementem jest zarządzanie ryzykiem zdarzeń mało prawdopodobnych – „ogonków” rozkładu prawdopodobieństwa, a w szczególności chronienie portfeli przed wahaniami na nowym sekularnym kursie.

Rozdział 6 rozpoczynam od analizy głównych czynników odpowiadających za dobre wyniki inwestowania w długim okresie. Kładę nacisk na alokację aktywów i skuteczne mechanizmy wdrażania. Inwestorzy uzyskują wysoki zwrot tylko wtedy, gdy dobrze rozumieją kontekst polityczny, dlatego rozdział 7 poświęcam spojrzeniu na polityki państw. Wskazuję, jak trzeba zmienić tradycyjne podejście do inwestowania. Oferuję plan działania dla instytucji wielonarodowych, które mają szansę odegrać ważną rolę w zespalaniu działań poszczególnych krajów, ale obecnie podchodzą do tego niewłaściwie.

W rozdziale 8 uzupełniam tę analizę o zarządzanie ryzykiem. Biorąc pod uwagę asymetrię minimalizowania ryzyka w międzynarodowym systemie finansów, koncentruję się na strategiach zarządzania ryzykiem w inwestycjach długookresowych. Ostatnim rozdziałem książki jest podsumowanie.

Kiedy podejmowałem decyzję o napisaniu tej książki, miałem kilka opcji. Zastanawiałem się, do kogo powinna być skierowana. Czy powinienem zwracać się przede wszystkim do inwestorów, czy do bliskiego mi środowiska kręgów politycznych i sfer naukowych? Jakie powinienem podać narzędzia analityczne? Czy powinienem wybrać tylko jedną z tych grup docelowych, czy nastawić się na wszystkie trzy?

Starannie to rozważyłem i postanowiłem napisać książkę skierowaną do wszystkich trzech grup, mimo ryzyka, że trafię w pustkę

pośrodku. Zwracam się do inwestorów oraz twórców polityk krajowych i międzynarodowych. Przyjąłem podejście multidyscyplinarne, które łączy tradycyjne narzędzia analizy z nowszymi. Powiązałem analizę z wydarzeniami historycznymi i dzisiejszymi, dodając wnioski z mojego własnego doświadczenia.

Podjąłem takie, a nie inne decyzje w dużej mierze dlatego, że miałem możliwość pracować na styku działalności badawczej, polityki i inwestowania. Moje decyzje są także wynikiem stymulacji intelektualnej, jakiej doświadczyłem na Uniwersytecie Cambridge, gdzie naukę tradycyjnej (neoklasycznej) szkoły ekonomii znakomicie łączono z innymi szkołami: keynesizmem, neoricardyzmem i marksizmem. Ten koktajl zmuszał studentów do intensywnego myślenia. Pokazywał, jak ważne jest, by spoglądać na te same sprawy z różnych stron, uznając fakty i ograniczenia każdej ze szkół ekonomii.

Tyle o wyborze adresatów tej książki. A co z ludźmi, którzy pomogli mi w jej pisaniu? Udało mi się omówić zjawiska gospodarcze od wielu różnych stron, ponieważ wkład w tworzenie tej książki wniosło wielu ludzi, z którymi zetknąłem się w przeszłości, i wielu, którzy wspierają mnie dziś. Ilekroć utknąłem, sięgałem po motywację do wcześniejszych książek, takich jak *Freakonomia* Steve'a D. Levitta i Stephena J. Dubnera, dwutomowy *Ślepy traf* Nassima Nicholasa Taleba, *Capital Ideas Evolving* Petera Bernsteina i *Inside the Investor's Brain* Richarda Petersona. Te wszystkie dzieła mają jedną cechę wspólną: pokazują, jak dobrze jest korzystać z synergii pomiędzy różnymi dyscyplinami nauki.

Wreszcie, na moją decyzję o wyborze wszystkich trzech grup odbiorców wpłynęły obserwacje Johna Maynarda Keynesa, być może najbardziej wpływowego ekonomisty wszech czasów (i z pewnością mojego ulubionego). Keynes przypomniał nam, że ekonomia jest „bardziej metodą niż doktryną i bardziej narzędziem umysłu czy też techniką myślenia pozwalającą wyciągać prawidłowe wnioski”<sup>1</sup>. Ekonomia może korzystać i korzysta z interakcji z innymi dyscypli-

---

<sup>1</sup> Uniwersytety często cytują tę wypowiedź w swoich przekazach marketingowych.

nami. Te interakcje ograniczają ryzyko tego, że pojedyncze narzędzie analityczne czy podejście zostanie zredukowane przez nadmierne uproszczone założenia i niepełne zastosowania.

Liczę, że eklektyczna natura tej książki pomoże ci zrozumieć zachodzące dziś globalne zjawisko, które ma tak szerokie konsekwencje i wywiera tak szeroki wpływ na świat. Być może nawet taki sposób ujęcia tematu to jedyny sposób, by zrozumieć początki nowego wieku ekonomii. Złożoność zmiany „reżimu ekonomicznego” jest tak wielka, że musimy sięgnąć po najodpowiedniejsze narzędzia do najważniejszych dyscyplin.

Skończyłem pisać tę książkę w styczniu 2008 roku. Od tamtej pory w globalnej gospodarce miały miejsce wydarzenia, które wcześniej byłyby nie do pomyślenia. Mam na myśli między innymi upadek jednego z największych amerykańskich banków inwestycyjnych Bear Stearns i gorączkowe próby łagodzenia wstrząsów na rynkach finansowych. Skuteczna analiza pozwala przewidywać takie wydarzenia. Wnioski z tej analizy są ważne dla wszystkich, którzy chcą skorzystać na globalnych zmianach i nie stać się ofiarami nieuniknionych wstrząsów, które towarzyszą przemianie.

## ROZDZIAŁ 1

# **Anomalie, dylematy i fragmenty układanki**

We wprowadzeniu zauważyłem, że na przestrzeni ostatnich kilku lat pojawiły się problemy ekonomiczne i finansowe, których nie da się wyjaśnić przy pomocy istniejących modeli, schematów myślenia i danych historycznych. Zaczęto nazywać te problemy „anomaliami”, „dylematami” i „fragmentami układanki”. Wielu uczestników rynku uznało je po prostu za „szum” pozbawiony istotnych informacji. Jednak były to sygnały rozpoczynających się przemian, których wpływ będzie potężny. Szczególnie widocznym przejawem tych zmian jest kryzys, który w lecie 2007 roku wstrząsnął fundamentami międzynarodowego systemu finansowego. Te sygnały są dla inwestorów kluczowe i pozostaną takimi w przyszłości.

Bodaj najbardziej nagłośnioną reakcją na te tak zwane anomalie i niespójności było to, co Alan Greenspan, wtedy przewodniczący Fed, zawarł w półrocznym raporcie monetarnym dla amerykańskiego Senatu. W tym raporcie, z lutego 2005, Greenspan pisał, że „obecna nieprzewidywalność zachowań światowych rynków obligacji jest dylematem”. Wciąż pamiętam ożywienie w sali operacyjnej PIMCO na słowo „dylemat” użyte przez Greenspana. Wielu z nas było zaskoczonych tym, że najbardziej szanowany, najbardziej czytany i najbardziej wpływowy polityk tamtych czasów nie zna wyja-

śnienia czegoś tak podstawowego, jak kształt krzywej stóp procentowych (to jest krzywej dochodowości) w USA.

Nie tylko Greenspan nie potrafił wyjaśnić tego zjawiska. Później, również w 2005 roku, „The Economist” opublikował artykuł poświęcony zagadce globalnej gospodarki. Następnie, po kilku miesiącach, Larry Summers, profesor Harvardu i były sekretarz amerykańskiego Departamentu Skarbu, mówił o „ironii naszych czasów”; miał na myśli konfigurację globalnej nierównowagi bilansów płatniczych. Zastanawiał się nad dużym napływem kapitału z państw rozwijających się do państw wysoko uprzemysłowionych albo inaczej z krajów biednych do bogatych. Ten napływ wydawał się całkowicie przeciwny podręcznikowym prognozom ekonomicznym. Więcej: zdawał się przeczyć logice relacji bogaci-biedni. Summers tak to komentował: „Według mojej wiedzy to nie było do przewidzenia i nie zostało przewidziane, a implikacje tego są ogromne i, jak dotąd, nie zostały do końca rozpracowane”<sup>i</sup>. Minister finansów Nowej Zelandii był nie mniej zakłopotany, gdy spytano go o działania inwestorów w jego kraju. We wrześniu 2006 roku w wywiadzie dla „Financial Times” uznał indyjskich inwestorów za „nieracjonalnych”, zauważając, że zachowują się jak „ktoś trochę dziwaczny”<sup>ii</sup>.

Zastanawiały mnie nie tyle same wypowiedzi polityków, ile reakcje inwestorów – to, że rynek finansowy produkuje i pochłania ryzykowne instrumenty o potężnej wartości, mimo że przyszłość systemu jest tak niepewna. Podobnie jak inni, byłem zaskoczony, że dwa zjawiska, pomiędzy którymi należałoby spodziewać się ujemnej korelacji, były skorelowane dodatnio przez tak długi czas. Pierwszym z tych zjawisk był znaczący spadek premii pobieranych przez inwestorów za podejmowanie ryzyka. Drugie zjawisko to skłonność inwestorów do podejmowania jeszcze większych kwot obciążonych źle wycenianym ryzykiem.

Wyjaśnienie tej dodatniej korelacji, które omówię bliżej w rozdziale 2, jest mniej więcej takie: w związku z ogólnym spadkiem premii za ryzyko część inwestorów nie była skłonna zaakceptować obniżonych stóp zwrotu. Ci inwestorzy próbowali więc wycisnąć dodatkowy zwrot. Najlepszym sposobem ku temu było zastosowanie

dźwigni finansowej: inwestorzy zaczęli się zapożyczać, dzięki czemu angażowali większy kapitał. To miało sens, dopóki aktywa inwestorów dawały zwrot przekraczający koszt pożyczanego pieniądza. Dźwignia finansowa spychała premie za ryzyko jeszcze niżej, a to zachęcało do zapożyczania się na jeszcze większą skalę.

Ten cykl zanikających premii i rosnących dźwigni to jeszcze jeden przykład na to, że inwestorzy czuli się pewnie pomimo istnienia wielu niewyjaśnionych czynników. Zamiast wycofać się z rynku i zaczekać na wytłumaczenie nieznanymi zjawisk, inwestorzy spieszyli ku jeszcze bardziej ryzykownym transakcjom i coraz bardziej podnosili dźwignie. W związku z tym wzrosła „produkcja” skomplikowanych instrumentów finansowych, aż w końcu system się przeciążył. Dźwignia finansowa była „wbudowana” w wiele z tych nowych instrumentów, chętnie kupowanych przez inwestorów usiłujących sztucznie podnosić oczekiwany zwrot. Władze państwowe i ponadnarodowe wyrażały obawy, ale nie zrobiły niczego, żeby powstrzymać to narastające zagrożenie.

W parę miesięcy później światową gospodarkę dotknęły kolejne wstrząsy. Ten kryzys, w przeciwieństwie do większości poprzednich globalnych recesji na przestrzeni ostatnich dwudziestu pięciu lat, był wywołany wydarzeniami w najbardziej rozwiniętej gospodarce świata: gospodarce Stanów Zjednoczonych. Kryzys objął rynek najbliższy władzom monetarnym: rynek międzybankowy. Efekty tego były co najmniej zaskakujące.

Weźmy nadzwyczajne wahania stóp procentowych – zmiany o amplitudzie do stu punktów bazowych – na rynku amerykańskich obligacji skarbowych. W co najmniej jednym przypadku te odchylenia były wywołane alarmującym zanikiem płynności finansowej. Można by się spodziewać, że tak szerokie zjawisko wywoła efekt domina. Niektórzy widzieli oczami wyobraźni, jak ludzie tłoczą się przed bankami, żeby wypłacić pieniądze. Zapewne powiedziałbyś, że ofiarami kryzysu padną przede wszystkim gospodarki mniej rozwinięte, gdzie systemy bankowe są słabe, a nie państwa wysoko uprzemysłowione, gdzie systemy finansowe są dojrzałe i stabilne.

I rzeczywiście, ludzie rzucili się do kas banków, ale w Wielkiej Brytanii. Rząd, panikując po tym incydencie, objął gwarancjami państwowymi wszystkie depozyty bankowe i zrobił zadziwiający zwrot o sto osiemdziesiąt stopni, jak chodzi o deklarowaną politykę szanowanej instytucji, jaką jest brytyjski bank centralny: Bank Anglii. Szkody dla systemu były tak duże, że gdyby coś takiego stało się wcześniej, to straciliby posady przynajmniej niektórzy ministrowie finansów, szefowie banków centralnych, premierzy, a może nawet i prezydenci państw rozwijających się. Tym razem ofiarami z elit byli dyrektorzy zarządzający największych banków świata i szefowie innych korporacji.

Takich anomalii było dużo więcej. Co ciekawe, całe to zjawisko nie ograniczało się do jednego rynku, jednego kraju i jednej grupy uczestników rynku. Prawie wszyscy ucierpieli w ten czy inny sposób. Co ważne, nasilające się niespójności występujące *sekwencyjnie* doprowadziły do powstawania niespójności pojawiających się *symultanicznie*.

Nie dziwi więc, że wobec tak wielu anomalii niektóre sprawdzone strategie inwestowania straciły na efektywności. Dziś konwencjonalne strategie i modele biznesowe nie obejmują już rzeczywistości globalnej gospodarki. Największych graczy doganiają nowi konkurenci, którzy wcześniej zdawali się ograniczać do działań o niewielkiej wartości dodanej i których wpływ na światową gospodarkę uznawano wcześniej za marginalny. Jednocześnie środki polityczne i mechanizmy koordynacji stają się coraz mniej skuteczne.

## **Globalna nierównowaga bilansów płatniczych i rola państw rozwijających się**

Autorzy podręczników ekonomii zgadzają się, że kapitał w globalnej gospodarce w naturalny sposób płynie z państw rozwiniętych do państw rozwijających się. Zakłada się, że w krajach rozwijających się kapitał jest deficytowy i w związku z tym oczekiwane stopy

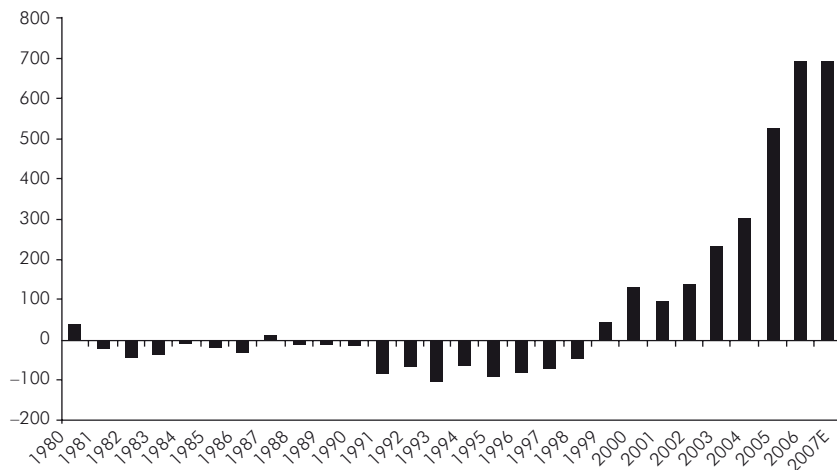
zwrotu są tam wyższe niż w krajach wysoko rozwiniętych. To założenie wynika stąd, że praca w krajach rozwijających się jest stosunkowo tania, a ich rynki finansowe są mniej zaawansowane. Oba te czynniki podnoszą oczekiwany zwrot z kapitału.

Jednak ten naturalny kierunek przepływu może być zakłócony bądź nawet odwrócony, gdy w grę wchodzi określone czynniki ryzyka. Mam na myśli między innymi państwową kontrolę kapitału i ryzyko nacjonalizacji czy wręcz konfiskaty majątku prywatnego. Jeśli obce państwo ma zablokować przepływy z tytułu dywidend bądź uniemożliwić odzyskanie kapitału, to po co inwestować za granicą? To jedne z przyczyn, dla których kierunek przepływów kapitałowych może zostać odwrócony. Wręcz zdarza się, że inwestorzy w krajach rozwijających się, gdzie swoboda kapitału jest zagrożona, wolą eksportować kapitał do krajów uprzemysłowionych, które oferują niższy zwrot, ale większe bezpieczeństwo.

Jak chodzi o międzynarodowe przepływy kapitałowe, w ostatnich kilku latach trendy historyczne i oczekiwane zmieniły się gwałtownie i trwale. Wykres 1.1 pokazuje, jak w latach 1980–2007 wyglądały salda przepływów kapitałowych państw rozwijających się. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych kraje rozwijające się przestały pochłaniać kapitał i same zaczęły generować znaczące nadwyżki. Można powiedzieć, że kraje te zaczęły globalnie oszczędzać więcej, niż w nie inwestowano. Od tamtej pory nadwyżki są znaczne i występują stale rok po roku. To oznacza, że kraje rozwijające się zaczęły akumulować międzynarodowe rezerwy kapitałowe. W 2007 roku Chiny powiększały swoje rezerwy kapitałowe przez trzeci rok z rzędu, a wzrost tych rezerw odpowiadał, na przestrzeni tych trzech lat, dziesięciu procentom chińskiego PKB.

Akumulacji tych nadwyżek towarzyszył wzrost gospodarczy państw rozwijających się, w tym wzrost – a nie spadek – ich importu. To zjawisko jest czymś nowym. Wcześniej państwa rozwijające się, aby generować nadwyżki, utrzymywały restrykcyjne polityki gospodarcze – wydatki budżetowe były obcinane, podatki rosły, a waluty gospodarek wschodzących dewaluowały się.

Wykres 1.1. **Obroty kapitałowe państw rozwijających się w latach 1980–2007, w miliardach dolarów\***



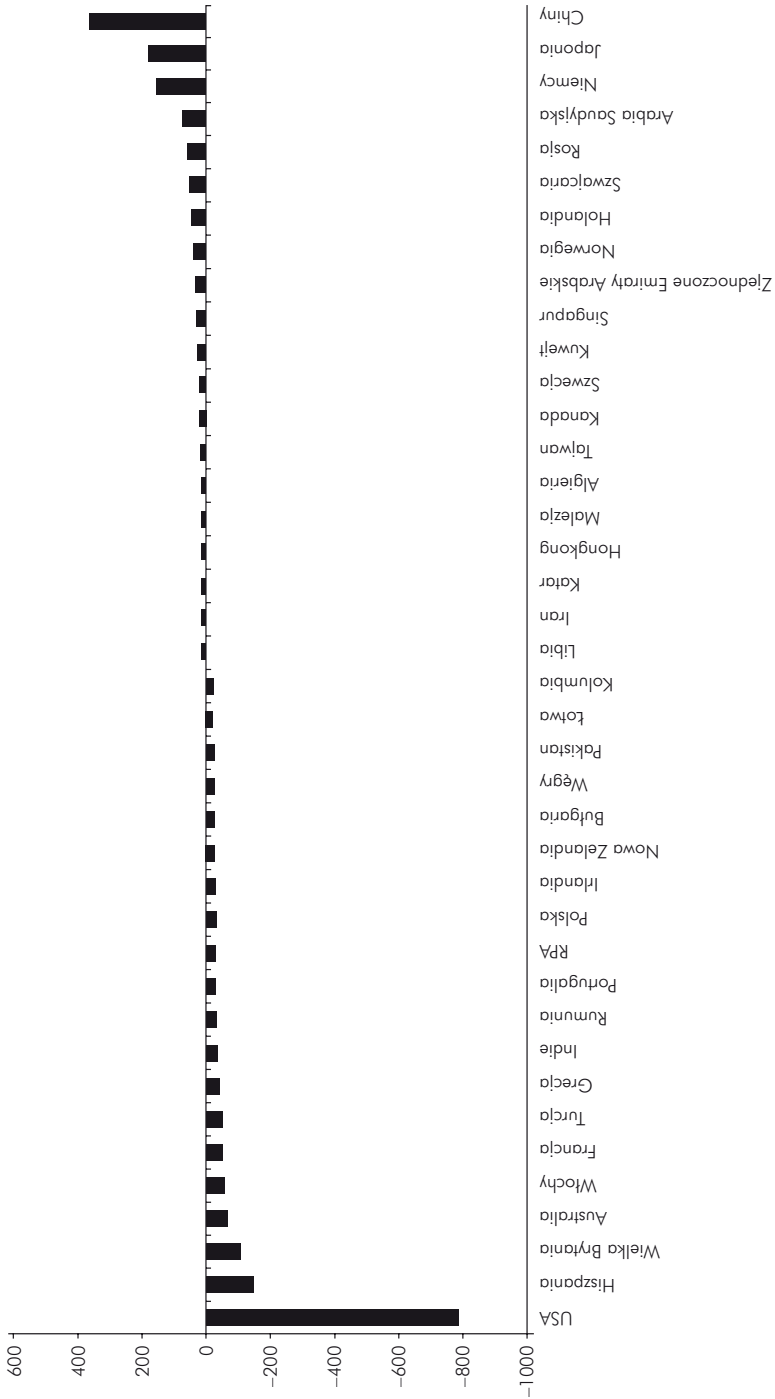
\* Słupki wykresu obejmują obroty państw rozwijających się oraz krajów nowo uprzemysłowionych.

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, World Economic Outlook, 2007.

Krótko mówiąc, w ostatnich kilku latach globalne przepływy kapitałowe *odwróciły się*. Państwa rozwijające się zaczęły generować stałe nadwyżki, i to w sposób, który wskazuje na dużą siłę gospodarczą, a nie słabość tych krajów. Gospodarki wschodzące zaczęły akumulować znaczną część swoich nadwyżek. To niebywale zjawisko wywołało szereg innych odchyień od wcześniejszych trendów. Bodaj najbardziej widoczną z tych anomalii był duży deficyt obrotów bieżących USA, który skonsumował ponad 90 procent światowych oszczędności. Choć wpływ deficytu USA na światowe oszczędności jest dziś mniejszy, Stany Zjednoczone znalazły się na lewym krańcu rozkładu nierównowagi bilansów płatniczych (wykres 1.2).

Tę nadzwyczajną konfigurację globalnej asymetrii bilansów płatniczych nazywaliśmy w PIMCO „stabilną nierównowagą”. O nierównowadze świadczyła duża skala deficytu płatniczego USA. Jednak stabilność, przynajmniej krótkookresową, nadawało całemu układowi to, że kraje rozwijające się były skłonne finansować deficyty krajów uprzemysłowionych. W efekcie Stany Zjednoczone stały się dłużni-

Wykres 1.2. Mocno asymetryczny rozkład bilansów płatniczych, w miliardach dolarów

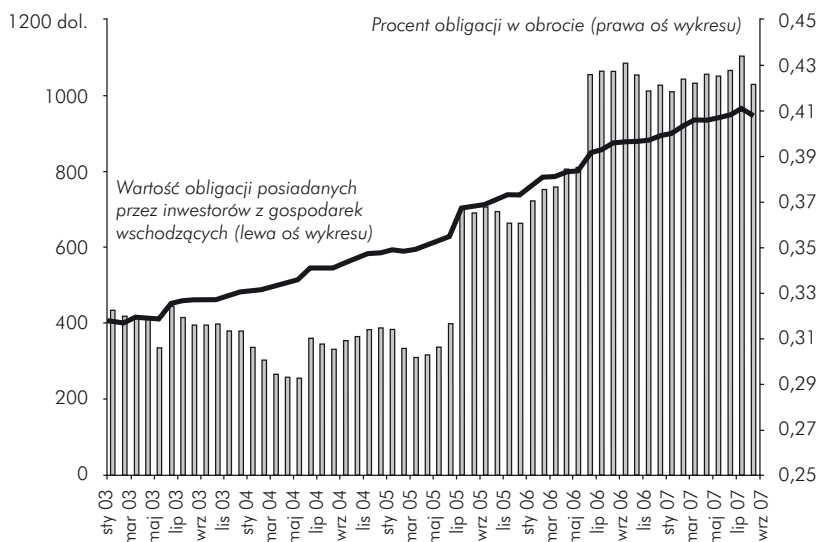


Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, World Economic Outlook, 2007.

kiem państw rozwijających się (zob. wykres 1.3)<sup>4</sup>. Państwa uboższe pożyczają kapitał państwom zamożniejszym, co oznacza, że mają wobec nich roszczenia. Stają się coraz ważniejszymi współwłaścicielami aktywów w państwach rozwiniętych. Bez względu na to, w jakiego rodzaju aktywa są inwestowane te środki, cała sytuacja wpływa na rynki w skali globalnej. Ten efekt jest odczuwalny w cenach obligacji, w cenach akcji spółek i w wahaniach kursów walutowych.

To oznaki pokazujące, że państwa rozwijające się przestały być *dłużnikami*, a stały się *kredytodawcami*. W rezultacie inwestorzy zaczynają inaczej postrzegać rolę gospodarek wschodzących w światowej ekonomii. Zachodzi potężna zmiana. Duży napływ kapitału z państw rozwijających się przyspiesza jeszcze bardziej tempo akumulacji ich rezerw, zarówno inwestycji portfelowych, jak i bezpośrednich.

Wykres 1.3. **Amerykańskie obligacje skarbowe w posiadaniu inwestorów z gospodarek wschodzących\***



\* Dane dotyczą Chin, Tajwanu, OPEC, Korei Południowej, Hongkongu, Meksyku, Singapuru, Indii, Brazylii, Tajlandii, Polski, Izraela i Turcji.

Źródło: Departament Skarbu USA, Treasury International Capital.

<sup>4</sup> Istnieje kilka interpretacji tego, które państwa zalicza się do rozwijających się. Ja przyjmuję definicję Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego.

Zaledwie parę lat temu kraje rozwijające się postrzegano jako główne źródła wstrząsów gospodarczych, i to nie bez powodu. Przecież Ameryka Łacińska straciła całą dekadę rozwoju (mowa o latach osiemdziesiątych). Ten kryzys w Ameryce Łacińskiej wywołał daleko idące szkody w całej globalnej gospodarce: ogólne spowolnienie wzrostu, nasilenie ubóstwa w Ameryce Południowej i spadek jakości życia. Ale nie tylko to. Kryzys południowoamerykański stwarzał zagrożenie dla płynności banków centralnych, między innymi dla amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W latach 1994–1995 świat odczuł meksykański „kryzys tequili”, który wymagał znaczących interwencji zagranicznych władz monetarnych, wywołanych między innymi obawami, że Meksykanie będą częściej przekraczać granicę ze Stanami Zjednoczonymi, żeby uciec przed głębokim kryzysem i wysokim bezrobociem. Nie sposób nie wspomnieć w tym miejscu o kryzysie azjatyckim w latach 1997–1998 i o wydarzeniach w Rosji w roku 1998, kiedy władze w Moskwie wstrzymały płatności z tytułu obligacji trzymanyh przez zagranicznych inwestorów. Wskutek kryzysu rosyjskiego upadł potężny fundusz hedgingowy LTCM (Long-Term Capital Management), co zagroziło stabilności globalnego systemu finansowego.

W ostatnich latach kraje rozwijające się nie są już uważane za potencjalne bomby zagrażające stabilności na świecie. Wręcz przeciwnie: to one stały się fundamentami globalnej stabilności. Jeszcze parę lat temu takie stwierdzenie byłoby niewyobrażalne. Jednak ten nowy pogląd jest solidnie uzasadniony, a stabilizująca rola krajów rozwijających się jest odczuwalna w co najmniej kilku obszarach. Gospodarki wschodzące mają coraz większy udział w globalnym wzroście i eksportują tani kapitał finansujący budżety państwowe, banki, domy inwestycyjne i inne prywatne instytucje finansowe w krajach rozwiniętych.

Wstrząsy na globalnym rynku finansowym, które rozpoczęły się w lecie 2007 roku, ujawniły, jak zmieniła się międzynarodowa pozycja gospodarek wschodzących. Ku powszechnemu zaskoczeniu, rynki wschodzące wykazały zaskakującą odporność na głęboki kryzys, który doprowadził do zapaści całych segmentów rynków

kredytowych i sparaliżował wymianę międzybankową w krajach wysoko rozwiniętych. Co jeszcze bardziej zaskakujące, to właśnie kapitał z rynków wschodzących uchronił przed bankructwem ikony zachodniej branży finansowej, takie jak Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley czy UBS.

Niektóre gospodarki wschodzące nie tylko okazały się odporne na kryzys, ale też zadziałały jak stabilizatory globalnego rynku. 27 listopada 2007 roku ADIA, inwestycyjne ramię Abu Dhabi (miasto-emirat Zjednoczonych Emiratów Arabskich), wpompowało w Citigroup 7,5 miliarda dolarów. Tym samym ADIA stało się największym akcjonariuszem Citigroup, wchodząc w posiadanie prawie 5 procent akcji zwykłych tej grupy kapitałowej<sup>5</sup>. Tę pozytywną wiadomość podano tuż po tym, jak Citigroup wykazała potężną stratę, a jej akcje gwałtownie spadły. Na dzień przed podaniem informacji o transakcji z ADIA akcje Citigroup były na zamknięciu sesji po 29,80 dolara, to jest o ponad 40 procent niżej niż na początku 2007 roku (cały indeks Dow Jones wzrósł w tym okresie o 4,4 procent). Po podaniu pozytywnej wiadomości akcje Citigroup wzrosły o 12 procent w ciągu czterech sesji, a potem jeszcze o 4 procent na przestrzeni kolejnego tygodnia. Gwałtowny wzrost kursu Citigroup poprawił dynamikę całego indeksu Dow Jones, który zanotował największy dwudniowy skok w górę od pięciu lat (ponad 500 punktów).

W parę tygodni później UBS wykazał stratę rzędu 10 miliardów dolarów z tytułu kredytów subprime i jednocześnie zasygnalizował zamiar sprzedaży części swoich akcji państwowemu funduszowi majątkowemu zarządzanemu przez singapurską Government Investment Corporation (GIC). Mechanizm zastrzyku kapitałowego miał być podobny jak w przypadku Citigroup: emisja obligacji zamiennych na akcje. Rynek i tym razem zareagował pozytywnie. Inwestorzy uznali, że napływ kapitału z dużego i cierpliwego funduszu ustabilizuje sytuację. W grudniu 2007 roku tą samą drogą poszedł

---

<sup>5</sup> ADIA wykupiła akcje zamienne na akcje zwykłe Citigroup. Wartość 5 procent (akcji zwykłych) została obliczona przy założeniu, że akcje zamienne trzymane przez ADIA są zamienione na akcje zwykłe – *przyj. tłum.*

Morgan Stanley, ogłaszając dużą stratę łącznie z informacją, że spodziewa się 5 miliardów dolarów zastrzyku kapitałowego z Azji. Chiny, za pośrednictwem China Investment Corporation, wykupiły obligacje zamienne, które dały im prawie dziesięcioprocentowy udział we własności Morgan Stanley.

Krótko mówiąc, rola państw rozwijających się w światowej gospodarce nadal będzie się zmieniać. Jest to część szerszego zjawiska w branży finansowej, które jeszcze parę lat temu wydawało się nie do pomyślenia. Martin Wolf, redaktor rubryki finansowej „Financial Times”, następująco podsumował zmianę roli państw rozwijających się, opisując przyczyny wstrząsów rynkowych w 2007 roku: „To wynika z ekspansji kredytowej i innowacji finansowych właśnie w USA. Nie można zrzucić winy na »kumoterski kapitalizm« na peryferiach światowej gospodarki. Przyczyną jest nieodpowiedzialność w centrum światowej gospodarki”<sup>iiii</sup>.