

Paweł Lubecki*

**WPLYW AGREGATU GLOBALNEJ PŁYNNOŚCI
NA CENY AKTYWÓW FINANSOWYCH
„WSCHODZĄCYCH” GOSPODAREK**

**IMPACT OF GLOBAL LIQUIDITY
AGGREGATE ON EMERGING ECONOMIES’
ASSET PROCESS**

Summary

Contrary to traditional mainstream macroeconomic theory implications, today’s globalized world is akin to persistent current account imbalances, which concern both the major economies and emerging markets. Recent years of unaltered global economic growth witnessed growing integration of major and emerging economies, increasingly interconnected by various financial flows channels in addition to traditional foreign trade channels. This type of integration gave birth to creation of a phenomenon of global liquidity. Several reasons seem to fuel global liquidity, among them being US monetary creation, purposeful FX policy of major emerging market economies, attenuation of global inflation expectations as well as a global quest for return. Global liquidity in turn has implications for the real side of the economy, such as interest rates and consumer demand. It has also played a substantial role in explaining returns of various asset classes and seems to be responsible for growing co-movement between various asset classes in all emerging markets. This implies that mainstream macroeconomic theory will need to put greater emphasis in explaining behavior of emerging markets institutions, such as central banks in order to be able to give an accurate explanation of the global macroeconomic picture.

* dr; Analityk rynków kapitałowych w HSBC Investment Services Sp. z o.o.

1. Uwagi wstępne

Tradycyjne podejście w podręcznikach ekonomii do kwestii zachowań relatywnych cen aktywów finansowych polegało na tym, że rynki instrumentów udziałowych oraz rynki instrumentów dłużnych w danym kraju co do zasady poruszały się w odmiennych kierunkach. W ramach cyklu koniunkturalnego gospodarka będąca w fazie wzrostu charakteryzowała się rosnącymi absolutnymi i relatywnymi cenami instrumentów udziałowych, czego odbiciem z drugiej strony był odpływ środków inwestorów z rynków instrumentów dłużnych. Z kolei przegrzanie gospodarki prowadziło do odpływu oszczędności z rynku akcji i napływu na rynek instrumentów dłużnych (z ang. flight to quality). Obecnie w świecie otwartych przepływów kapitałowych klasyczne podejście nie sprawdza się empirycznie, gdyż tak jak na rynku dóbr i w coraz większym stopniu na rynku usług, występuje możliwość substytucji krajowych towarów i usług towarami i usługami z zagranicy, tak na rynku aktywów finansowych występuje coraz szerszy wybór alternatywnych instrumentów do lokowania oszczędności. Zamiast kupowania obligacji rządu polskiego, inwestorzy mają możliwość kupowania obligacji emitowanych przez np. rząd Brazylii z uwagi na, dajmy na to, na oczekiwane przesunięcie krzywej dochodowości. Daleko jednak istotniejsze jest to, że w ostatnich latach obserwujemy, iż pewne kraje charakteryzują się w sposób regularny deficytem oszczędności krajowych, a inne charakteryzują się, również regularnie, nadwyżką krajowych oszczędności. Tak więc nierównowaga rachunku obrotów bieżących przybiera charakter trwały, w odniesieniu do dużej liczby gospodarek. Co prawda M. Feldstein i C. Horioka [Feldstein, Horioka 1980] zauważyli już w latach 80-tych, że wysoka stopa oszczędności nie musi być związana z wysoką stopą inwestycji (tzw. paradoks Feldsteina-Horioki), to jednak ekonomia głównego nurtu nie zdawała się traktować takiego zjawiska jako trwałej charakterystyki gospodarek.

Ostatnich kilka lat wydaje się z natężającą intensywnością dostarczać kolejnych dowodów na to, że, jak zauważa M. Dąbrowski [Dąbrowski 2006, s. 15] w świecie globalnych przepływów finansowych kwestia pochodzenia kapitału straciła swoje znaczenie, gdyż przemieszcza się on w poszukiwaniu atrakcyjnej stopy zwrotu, która jest kluczowym parametrem dla decyzji, gdzie i w jakie instrumenty zostanie on alokowany. Można też zadać pytanie, jakie zjawisko lub grupa zjawisk makroekonomicznych przesądza o tym, że ekonomiści-empirycy mówiąc o nierównowadze charakteryzującej aktualnie rachunki obrotów bieżących państw uznanych za gospodarki otwarte, mówią o niej jako o zjawisku trwałym. Można też nakreślić pewne powtarzające się trendy, których analiza pozwala bliżej poznać kilka ciekawych zjawisk, które charakteryzują globalny rynek kapitałowy na przestrzeni ostatnich paru lat. Jednym z takich zjawisk o zasadniczym znaczeniu jest pojęcie agregatu globalnej płynności. Przed pró-

bą dokonania opisu i definicji tego pojęcia rozważmy pewne charakterystyczne dla ostatnich kilku lat zjawisko, leżące u podłoża jego definicji.

2. Charakterystyka przejawów agregatu globalnej płynności

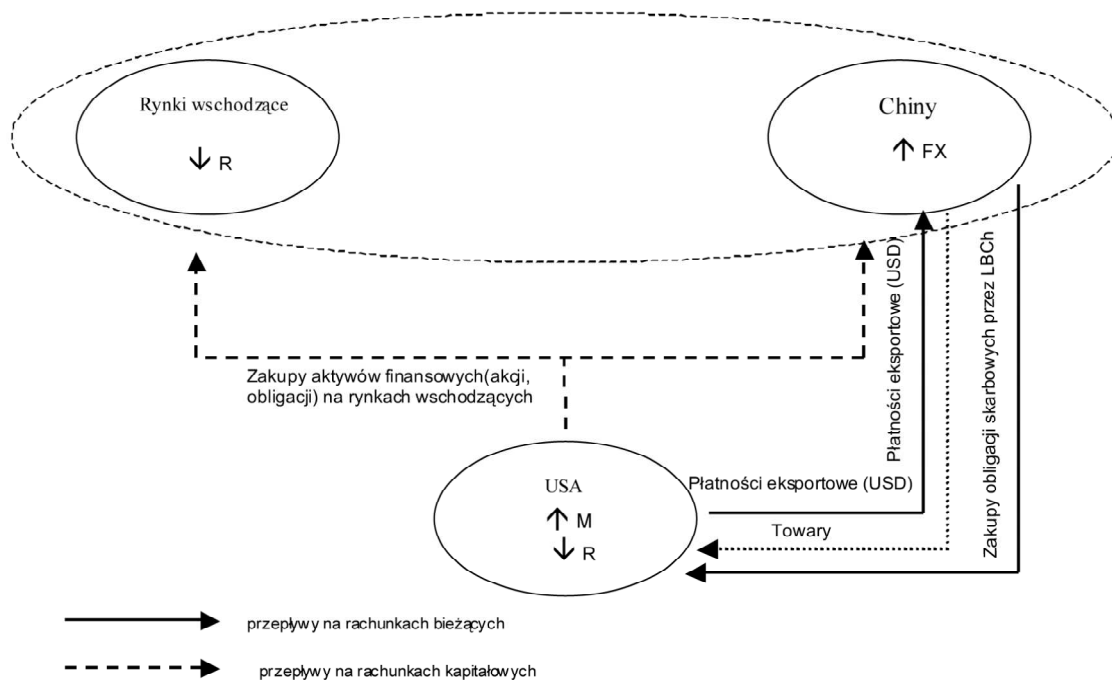
Rozważmy pewien stylizowany przykład, który w skrócie został przedstawiony na rysunku 1. W ostatnich latach przedsiębiorstwa amerykańskie, ale także zachodnioeuropejskie na dość masową skalę transferowały działalność produkcyjną na Daleki Wschód (w formie FDI) po to, aby móc oferować po bardziej konkurencyjnych cenach swoje produkty na rodzimym rynku. Wywóz towarów produkowanych w krajach azjatyckich, na przykład w Chinach do kraju pochodzenia (USA) oznacza kreowanie strumienia eksportu dla Chin, co z kolei wiąże się z przepływem waluty amerykańskiej do Chin. Ten strumień w normalnych warunkach gry popytu i podaży na rynku walutowym oznacza presję na umocnienie renminbi. Ponieważ chiński mechanizm kursowy jest odmianą kursu sztywnego, Ludowy Bank Chin interweniuje na rynku walutowym, skupując amerykańskie dolary pochodzące z transakcji eksportowych i powiększa w ten sposób zasób oficjalnych rezerw walutowych (przekraczających obecnie 1 bln USD). Przeciwwagą przyrostu chińskich rezerw walutowych jest powiększenie amerykańskiego deficytu obrotów bieżących o korespondującą wielkość. Powyższe zmiany agregatów makroekonomicznych można potraktować jako dość trywialne i może nie stanowiące podstawy do głębszych rozważań, gdyby nie fakt, że stanowią one jedynie pierwszą rundę makroekonomicznego impulsu wynikającego z transakcji zakupu w USA towarów importowanych z Chin, lub szerzej z krajów azjatyckich. Z punktu widzenia agregatu globalnej płynności ważniejsze jest to, co dzieje się w kolejnej rundzie. W drugiej rundzie chiński bank centralny lokuje narastające rezerwy walutowe z powrotem w aktywa dolarowe w postaci amerykańskich obligacji skarbowych, zważywszy na wielkość i płynność amerykańskiego rynku rządowych instrumentów dłużnych. Tak więc napływ waluty amerykańskiej zarejestrowany w rachunku bieżącym jako transakcja eksportowa zostaje skompensowany transakcją na rachunku finansowym w pozycji inwestycji portfelowych. Zakupy amerykańskich obligacji skarbowych przez banki centralne państw dysponujących nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących wywierają presję na wzrost cen wspomnianych instrumentów dłużnych, powodując obniżenie rynkowych stóp procentowych w USA.

Z punktu widzenia gospodarki amerykańskiej, zważywszy, że dominująca część zakupów dokonywanych przez krajowych konsumentów finansowana jest kredytem konsumenckim, fakt zakupu towarów przez amerykańskich konsumentów pociąga za sobą kreację krajowego kredytu w amerykańskim systemie bankowym. Rzeczywiście zadłużenie amerykańskich gospodarstw domowych rosło w wyniku impulsu, jakim dla gospodarki amerykańskiej był spadek

centralnych stóp procentowych w latach 2001 – 2003 z 6,5% do 1,0% (który zapoczątkował obecną gospodarczą ekspansję), a także z uwagi na presję wywieraną przez napływające inwestycje portfelowe. Łącząc zjawiska z pierwszej rundy ze zjawiskami drugiej rundy, można stwierdzić, że kreacja monetarna w USA napędza w świecie globalnych przepływów kapitałowych chińską wytwórczość poprzez finansowanie wydatków konsumpcyjnych obywateli amerykańskich. Kreacja monetarna w USA obniża poziom rynkowych stóp procentowych w USA wykorzystując kanały transmisyjne handlu zagranicznego oraz przepływów kapitałowych, co stanowi istotne novum w stosunku do rzeczywistości makroekonomicznej opisywanej w klasycznych podręcznikach ekonomii. Pozostaje jeszcze do rozważenia wpływ opisywanego zjawiska na poziom stóp procentowych, a tym samym poziom kreacji monetarnej w innych gospodarkach wschodzących. Zauważmy, że amerykańscy konsumenci znaczną część swoich oszczędności lokują w różnego rodzaju fundusze (emerytalne, inwestycyjne, etc.), z których rosnąca część w poszukiwaniu atrakcyjnych stóp zwrotu lokuje swoje środki w instrumentach finansowych emitowanych przez rządy i spółki ze „wschodzących” gospodarek. Tym bardziej amerykańscy inwestorzy instytucjonalni są zainteresowani dywersyfikacją swoich portfeli inwestycyjnych, gdyż powyżej opisywane zjawisko wpływa na obniżenie stóp zwrotu z inwestycji w amerykańskie obligacje skarbowe, stanowiące tradycyjnie lwią część portfeli inwestycyjnych.

Wpływ środków z amerykańskich funduszy inwestycyjnych do instrumentów notowanych na rynkach „wschodzących” obniża rentowność lokalnych obligacji rządowych i korporacyjnych. W rezultacie tego można zaryzykować stwierdzenie, że kreacja monetarna w USA powoduje, w wyniku działania powyżej opisanego mechanizmu transmisyjnego, spadek rynkowych stóp procentowych na rynkach „wschodzących”, czyli w dużej części jest ona odpowiedzialna za podtrzymywanie globalnego wzrostu gospodarczego. Kluczowym mechanizmem jest tutaj pojęcie agregatu globalnej płynności.

Rysunek 1. Podstawowy łańcuch agregatu globalnej płynności

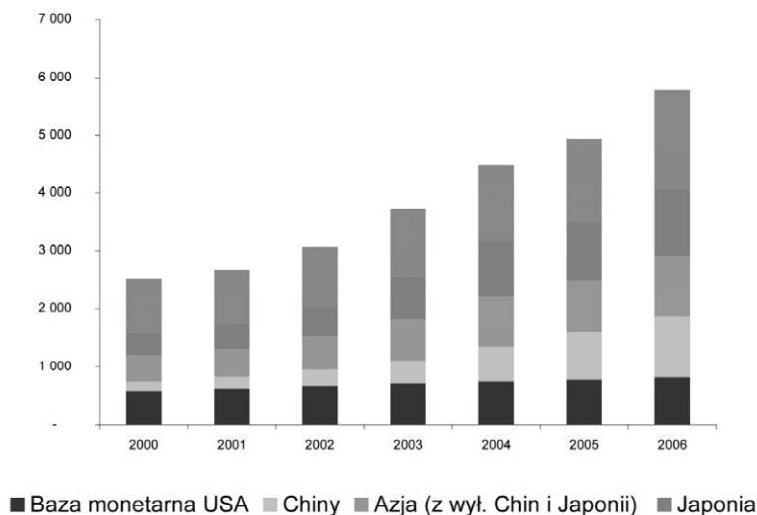


Źródło: Opracowanie własne

3. Zmiany agregatu globalnej płynności w latach bieżącej dekady

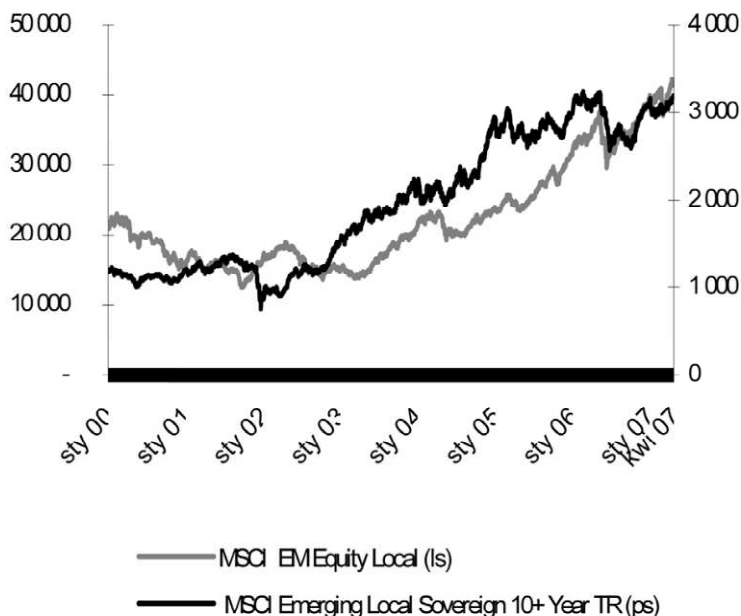
Pojęcie agregatu globalnej płynności może być różnie definiowane, ale najczęściej w praktyce globalnych rynków finansowych agregat globalnej płynności definiuje się jako sumę bazy monetarnej USA (sumy rezerw banków utrzymywanych w FED oraz pieniądza obiegowego) i rezerw dolarowych utrzymywanych w FED przez nie-rezydentów (banki centralne innych krajów). Począwszy od 2000 roku do roku 2006 tak zdefiniowany agregat globalnej płynności wzrósł o 129%. W największym stopniu za wzrost globalnej płynności odpowiadał przyrost oficjalnych rezerw walutowych krajów klasyfikowanych jako „gospodarki wschodzące”, w tym głównie Chin (przyrost o 536%), a także krajów eksportujących surowce, przede wszystkim kraje Zatoki Perskiej (ujęte w części „pozostałe”) i w mniejszym stopniu Rosję. W skrócie, o ile w 2000 roku kraje zaliczane do „wschodzących gospodarek” posiadały 60% globalnych rezerw walutowych, to do 2006 roku wskaźnik ten wzrósł do 72%, natomiast udział bazy monetarnej USA w tym samym okresie spadł z 23% do 14%.

Wykres 1. Zmiany agregatu globalnej płynności w latach 2000–2006 (mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Thomson Financials Datastream

Wykres 2. Zmiany agregatu globalnej płynności w latach 2000–2006 (mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

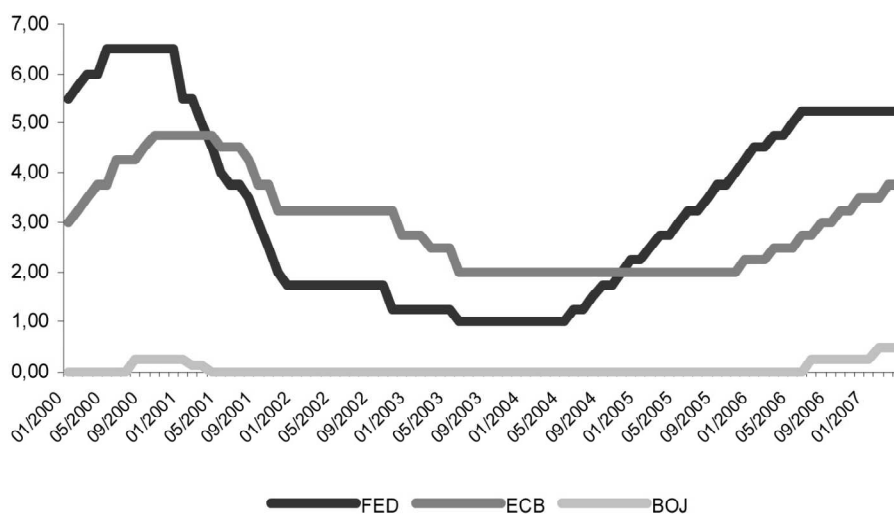
Przyrost agregatu globalnej płynności wynikający z akumulacji rezerw walutowych gospodarek krajów wschodzących wpisuje się dokładnie w mechanizm opisany na rysunku 1. Można zadać pytanie o fundamentalne przyczyny przyrostu agregatu globalnej płynności w tym okresie. Wydaje się, że przyczyna nie była jedna, ale kilka, które złożyły się na pojawienie się i spotęgowanie

natężenia oddziaływania agregatu globalnej płynności na ceny aktywów finansowych: akomodacyjna polityka FED prowadzona począwszy od 2001 roku do 2003 roku, w odpowiedzi na recesję lat 2000-2001, której przejawem było obniżenie stóp procentowych z 6,5% do 1%; akomodacyjna polityka EBC oraz banku centralnego Japonii; utrwalenie w oczekiwaniach inwestorów finansowych wiarygodności władz monetarnych w skutecznym przeciwdziałaniu inflacji, co miało szczególne znaczenie, gdy światowa gospodarka powróciła począwszy od 2003 roku na ścieżkę wzrostu w sytuacji rosnących cen energii, czego dowodem była spadająca marża kredytowa dla obligacji rządowych krajów z grupy „wschodzących” gospodarek w stosunku do oprocentowania obligacji rządowych USA (tzw. spread), przedstawiona na wykresie 3; polityka interwencji walutowych powszechnie stosowana przez banki centralne gospodarek „wschodzących”, w tym przede wszystkim (z uwagi na siłę oddziaływania na globalną gospodarkę) przez banki centralne Chin, a także krajów eksportujących ropę naftową (Rosja i kraje Zatoki Perskiej). Co prawda ekspansja monetarna została zahamowana w USA i w strefie Euro już w połowie 2003 roku, to jednak stanowiła pierwszy i trwały impuls dla inwestorów na globalnych rynkach finansowych, pozwalający na utrwalenie oczekiwań powrotu światowej gospodarki na ścieżkę wzrostu.

Z kolei polityka niedowartościowanego kursu walutowego prowadzona przez banki centralne „gospodarek wschodzących” sprowadzała się do aplikacji schematu opisanego na rysunku 1, czyli do gromadzenia oraz ponownego wprowadzenia zakumulowanych rezerw walutowych do globalnego systemu finansowego, ze wszystkimi powyżej opisanymi skutkami. Tradycyjne modele makroekonomiczne podejmowały zagadnienie rezerw walutowych w aspekcie buforu, jaki winny posiadać rozwijające się, otwarte gospodarki na wypadek wystąpienia szoków (głównie popytowych). I tak ekonomiści definiowali bufor rezerw walutowych w odniesieniu do krótkoterminowego zadłużenia w walutach obcych lub jako wskaźnik kilkumiesięcznego importu [Heller 1966]. W międzyczasie w latach 90-tych praktycznie wszystkie gospodarki „wschodzące” doświadczyły szoków walutowych, w rezultacie których zazwyczaj okazywało się, że poziom rezerw walutowych był niedostateczny. Z tego punktu widzenia, można stwierdzić, że prewencyjną praktyką tych gospodarek w okresie po doświadczeniach szoków walutowych stało się gromadzenie rezerw walutowych na wypadek powtórzenia się szoku. Wydaje się jednak, że takie stwierdzenie nie odpowiada do końca rzeczywistości, zważywszy, że z punktu widzenia ochrony przed ewentualnymi szokami, za wystarczający poziom rezerw walutowych powszechnie uznaje się wielkość od 3 do 6 miesięcznego importu, a tymczasem najwięksi dysponenci rezerw walutowych, jak na przykład Chiny, utrzymują je w wysokości przekraczającej 15- miesięczny import. Inne wytłumaczenie powodów utrzymywania tak dużego stanu oficjalnych re-

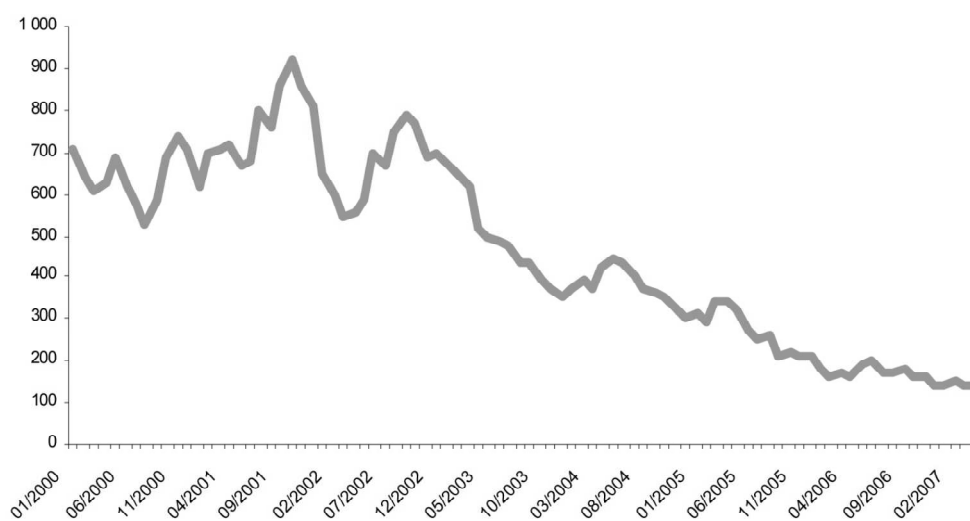
zerw walutowych proponuje B. Eichengreen [Eichengreen 2004], wskazując na celową politykę decydentów gospodarczych, aby poprzez niedopuszczenie do aprecjacji waluty w celu promocji eksportu oraz poprzez reinwestowanie walut w obligacje krajów rozwiniętych wywierać presję na długoterminowe stopy procentowe także u odbiorców eksportu, gdzie z kolei spadek długoterminowych stóp procentowych powoduje wzrost krajowego popytu, z konsekwencjami dla importu.

Wykres 3. Oficjalne stopy procentowe FED, BoJ oraz ECB 2000 - 2007



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Thomson Financials Datastream

Wykres 4. Marża kredytowa dla gospodarek wschodzących (HSBC Emerging Markets Convertible Currency Composite Debt Index)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Thomson Financials Datastream

4. Oddziaływanie globalnej płynności na ceny aktywów finansowych

Zważywszy, że globalne przepływy finansowe w ostatnich latach w znacznej mierze znajdują się pod oddziaływaniem zjawisk opisanych przez schemat z rysunku 1, to oczywistym efektem przyrostu agregatu globalnej płynności winien być wzrost cen aktywów finansowych (spadek rynkowych stóp procentowych) globalnie, ale zwłaszcza w grupie gospodarek „wschodzących”. Istotnie, zarówno ceny instrumentów udziałowych, jak i instrumentów dłużnych „wschodzących” gospodarek doświadczyły w opisywanym okresie, a zwłaszcza począwszy od 2003 roku, znaczącej aprecjacji. Można ją było zaobserwować zarówno w wymiarze zagregowanym dla wszystkich rynków „wschodzących”, co zostało zilustrowane na wykresie 2, ale także w przypadku grup krajów określanych jako „wschodzące” w podziale na kontynenty. Inną intrygującą kwestią wydaje się pytanie, czy przyrost agregatu globalnej płynności wywiera także wpływ na inne charakterystyki aktywów finansowych „gospodarek wschodzących”, takie jak stopień zgodności kierunku zmian cen notowanych tam instrumentów finansowych. Problem ten poruszył ostatnio tygodnik „The Economist” [The Economist 2007, s. 71], stwierdzając, że kiedy 27 lutego 2007 r. nastąpiła korekta kursów akcji, to miała ona podobny zasięg na całym świecie oraz pociągnęła za sobą korektę cen także innych instrumentów finansowych, w tym obligacji korporacyjnych, kontraktów na ropę naftową, a nawet cen metali szlachetnych, załamując tym samym po raz kolejny klasyczne postrzeganie kwestii dywersyfikacji ryzyka na rynkach finansowych, właściwe dla gospodarek o ograniczonym stopniu integracji przepływów kapitałowych.

Analizując przy pomocy wskaźnika korelacji liniowej podobieństwa między kierunkami zmian cen zagregowanych (kompozytowych) indeksów akcji dla gospodarek „wschodzących” z Azji, Europy Środkowej i Wschodniej oraz Ameryki Łacińskiej, czyli trzech podstawowych stref czasowych oraz zagregowanych indeksów obligacji rządowych wszystkich gospodarek „wschodzących” (Ameryka Łacińska nie posiada obligacji rządowych kategorii inwestycyjnej) - których szczegółowe opisy znajdują się na dole tabeli 1 - dla kolejnych wyróżnionych okresów: lata 2004, 2005, 2006 oraz okres między czerwcem 2006 a majem 2007, można istotnie potwierdzić, że korelacja między cenami instrumentów akcyjnych oraz cenami obligacji rządowych, należących do kategorii „inwestycyjnej” generalnie wzrastała. Podobnie w analizowanym okresie rosła korelacja między cenami indeksów instrumentów udziałowych dla grup gospodarek „wschodzących” z poszczególnych trzech kontynentów. Jeśli w 2004 wskaźnik korelacji dla tych indeksów wynosił przeciętnie 0,55, to w kolejnych latach wyniósł 0,6 i 0,7, a w ostatnim badanym okresie osiągnął nawet 0,75.

Tabela 1. Macierz wskaźników korelacji liniowej między cenami akcji i obligacji dla gospodarek „wschodzących” dla czterech okresów.

Range: 1/9/04 - 12/31/04					Range: 1/14/05 - 12/30/05				
Period Weekly					Period Weekly				
	MCEK	MSELU	MSELA	MSELM		MCEK	MSELU	MSELA	MSELM
MCEK	1.000				MCEK	1.000			
MSELU	0.386	1.000			MSELU	0.361	1.000		
MSELA	0.247	0.576	1.000		MSELA	0.397	0.540	1.000	
MSELM	0.477	0.554	0.559	1.000	MSELM	0.367	0.666	0.514	1.000
Observations =	52				Observations =	51			

Range: 1/13/06 - 12/29/06					Range: 6/2/06 - 5/18/07				
Period Weekly					Period Weekly				
	MCEK	MSELU	MSELA	MSELM		MCEK	MSELU	MSELA	MSELM
MCEK	1.000				MCEK	1.000			
MSELU	0.629	1.000			MSELU	0.512	1.000		
MSELA	0.464	0.651	1.000		MSELA	0.444	0.697	1.000	
MSELM	0.544	0.832	0.728	1.000	MSELM	0.375	0.772	0.775	1.000
Observations =	51				Observations =	51			

Opis symboli użytych w powyższej macierzy korelacji:

MCEK – log[MSCI Global Investment Grade Sovereign Debt Index (indeks cenowy rynku obligacji dla gospodarek „wschodzących”)]

MSELU – log[MSCI Emerging Markets Europe (indeks cenowy rynku akcji dla gospodarek „wschodzących” Europy Środkowej i Wschodniej)]

MSELA – log[MSCI Emerging Markets Asia (indeks cenowy rynku akcji dla gospodarek „wschodzących” Azji)]

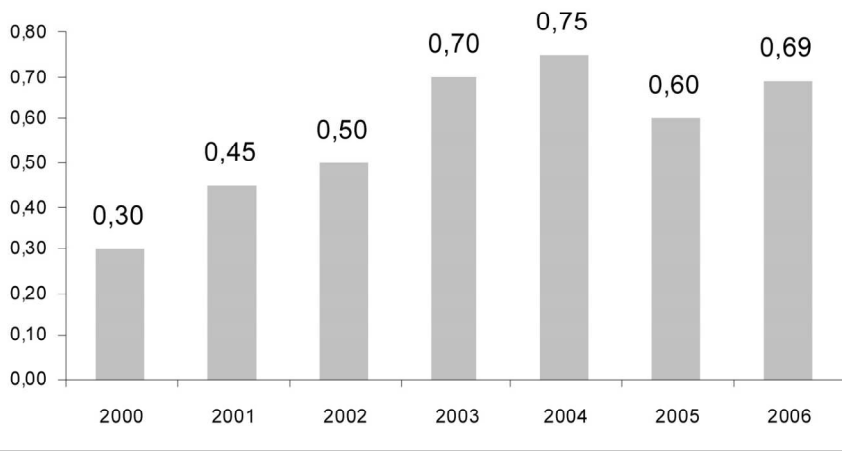
MSELM – log[MSCI Emerging Markets Latin America (indeks cenowy rynku akcji dla gospodarek „wschodzących” Ameryki Łacińskiej)]

wszystkie rezultaty przy istotnych statystycznie wartościach p .

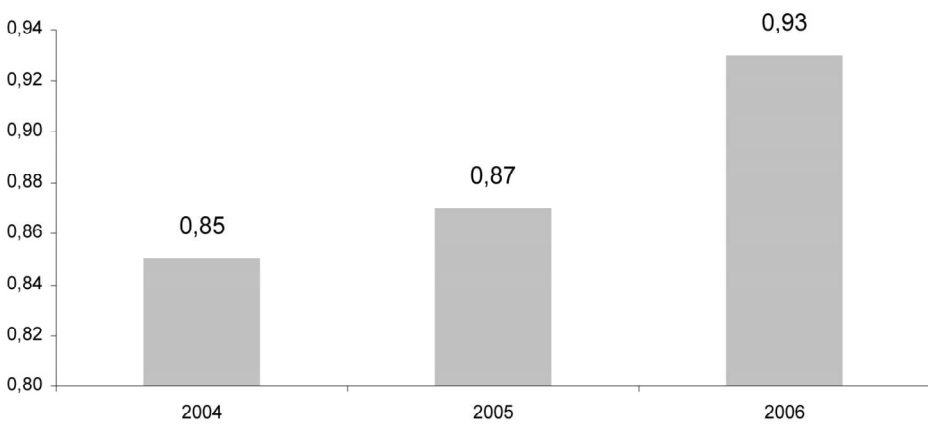
Źródło: Opracowanie własne z wykorzystaniem danych z serwisu Bloomberg

Również w ramach gospodarek uznanych za reprezentatywne dla poszczególnych trzech kontynentów występowało podobne zjawisko nasilenia współzależności między cenami lokalnie notowanych instrumentów z następujących kategorii aktywów: akcje, obligacje i waluty. Poniższe 6 wykresów ilustruje związki korelacyjne między cenami trzech rodzajów aktywów finansowych, czyli akcji, obligacji rządowych oraz walut w parach waluty-akcje oraz waluty - obligacje rządowe dla trzech wybranych gospodarek: Polski, Brazylii i Indonezji, czyli związki między gospodarkami z trzech kontynentów, klasyfikowanymi do grupy „gospodarek wschodzących” i posiadającymi relatywnie płynne krajowe rynki kapitałowe (oraz łatwo dostępne dane). Jak widać w ostatnim okresie miał miejsce wzrost korelacji we wszystkich tych krajach i dotyczył on zarówno cen akcji, jak i cen obligacji w połączeniu z cenami krajowych walut, co zdaje się wskazywać, że źródło tej narastającej współzależności wynika ze wzrostu aktywności inwestorów międzynarodowych, która z kolei swoje natężenie czerpie z narastającej kreacji agregatu globalnej płynności.

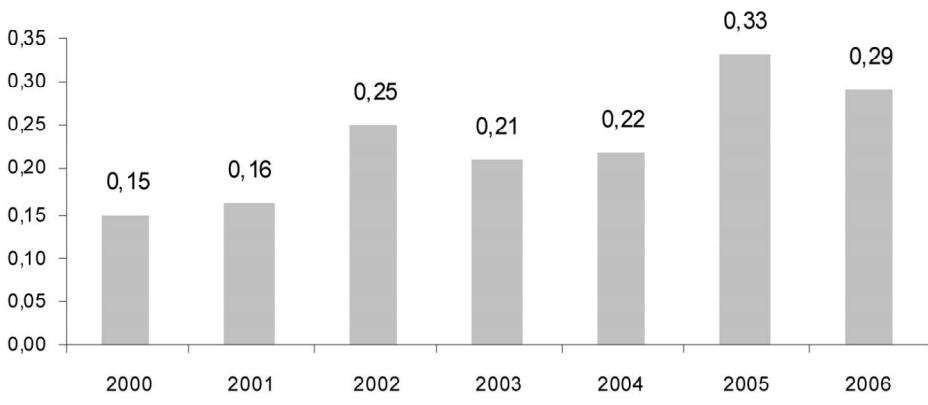
Wykres 5. Brazylia - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym akcji i kursem lokalnej waluty w latach 2000 - 2006



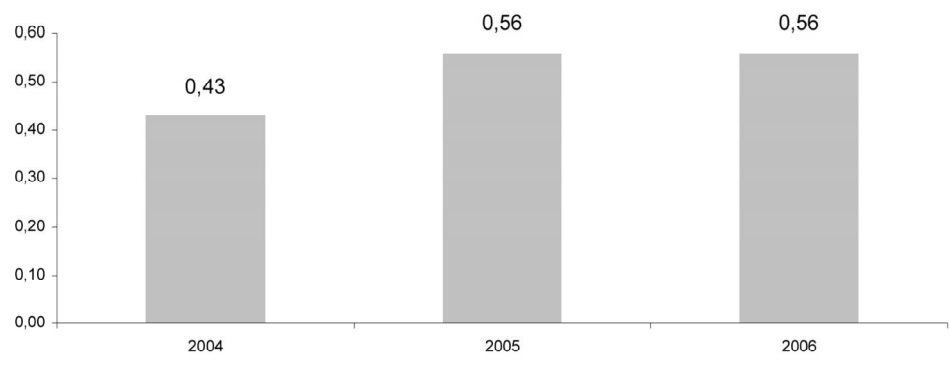
Wykres 6. Brazylia - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym obligacji rządowych i kursem lokalnej waluty w latach 2004 - 2006



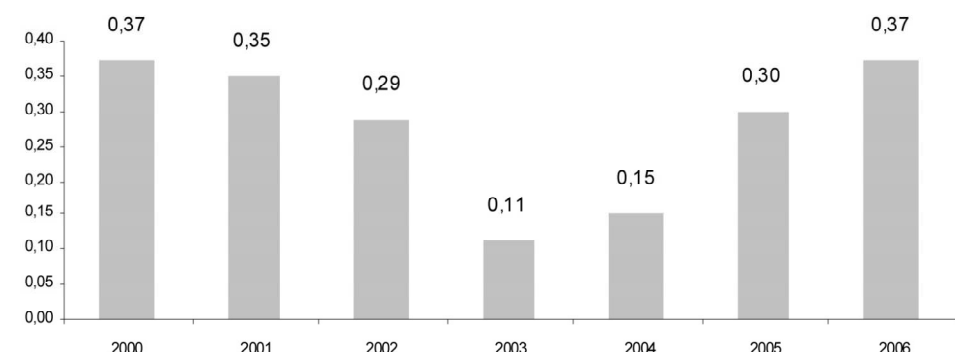
Wykres 7. Indie - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym akcji i kursem lokalnej waluty w latach 2000 - 2006



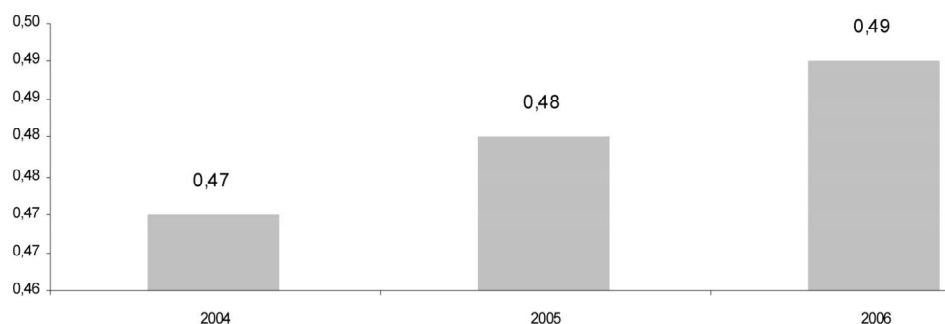
Wykres 8. Indie - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym obligacji rządowych i kursem lokalnej waluty w latach 2004 - 2006



Wykres 9. Polska - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym akcji i kursem lokalnej waluty w latach 2000 - 2006



Wykres 10. Polska - wskaźnik korelacji (dla okresu t - 2) między indeksem cenowym obligacji rządowych i kursem lokalnej waluty w latach 2004 - 2006



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Thomson Financials Datastream

Zaprezentowane rezultaty analizy korelacji nie przesądzają, w jakim stopniu agregat globalnej płynności był czynnikiem determinującym wzrost obserwowanych wskaźników korelacji między cenami analizowanych instrumen-

tów. Problem określenia kanału transmisyjnego między zmianami agregatu globalnej płynności, a cenami aktywów finansowych sprowadza się w dużej mierze do odpowiedzi na pytanie czy polityka monetarna FED, będąca najistotniejszym czynnikiem przyrostu agregatu globalnej płynności, przekłada się na zachowanie zmiennych realnych oraz relatywnych cen instrumentów finansowych. F. Canova [Canova 2005] badając zachowanie ośmiu gospodarek Ameryki Łacińskiej na szoki inicjowane przez zmiany w polityce monetarnej FED i empirycznie potwierdzając, że zmiany w polityce monetarnej FED generują istotne statystycznie i duże zmiany zmiennych realnych poszczególnych gospodarek, podejmuje kwestię kanałów transmisji. Według niego transmisja szoków monetarnych za pomocą kanału stóp procentowych oraz kanału rynków finansowych jest dużo ważniejsza niż poprzez tradycyjny kanał handlu zagranicznego, co w jakiejś mierze wydaje się potwierdzać wstępne obserwacje dotyczące znaczenia globalnych przepływów finansowych dla realnej sfery gospodarek. Ponadto Canova zauważa [Canova 2005, s. 242-243] dodatkowe zróżnicowanie w zakresie wielkości i czasu reakcji w zależności od przyjętego systemu kursu walutowego: kraje z systemem kursów zmiennych charakteryzowały się mniejszą zmiennością zmiennych realnych, a większą zmiennością stóp procentowych oraz cen. Canova nie dostrzegł jednak istotnych statystycznie różnic w sposobie transmisji i propagacji szoków, które mogłyby być uwarunkowane wyborem systemu kursu walutowego. Stwierdzenie to jest dość ważne, gdyż mówiąc o oddziaływaniu agregatu globalnej płynności na ceny aktywów finansowych nie czyniliśmy rozróżnienia między systemem kursu walutowego. Podobne były rezultaty badań dla strefy Euro opublikowane przez EBC [EBC 2004].

5. Uwagi końcowe

Przedstawione czynniki determinujące bieżącą globalną rzeczywistość makroekonomiczną, w tym kwestia globalizacji przepływów finansowych, nasilająca się trwałość nierównowagi na rachunkach bieżących otwartych gospodarek, oraz znaczenie fenomenu wpływu agregatu globalnej płynności dla relatywnych zachowań cen instrumentów finansowych na rynkach lokalnych, wydają się determinować potrzebę dalszych badań nad zrozumieniem znaczenia tzw. wschodzących gospodarek dla zapewnienia globalnej równowagi makroekonomicznej. O ile bowiem jeszcze parę lat temu przeważał pogląd, że rolę niemalże wyłącznego stabilizatora światowej gospodarki pełni USA, to teraz można uznać, że „wschodzące” gospodarki połączone siecią globalnych przepływów z gospodarkami wysoko rozwiniętymi pełnią rolę nie mniej znaczącą i nie mniej stabilizującą. W tym sensie fakt, że na przykład zachowania banków centralnych tych gospodarek nie stanowiły znaczącego tematu dla badań eko-

nomistów-empiryków świadczy o istniejącym niedostatku wiedzy makroekonomicznej. Wydaje się, że kierunek ten prawdopodobnie będzie stanowił obszar rosnącego zainteresowania światowej makroekonomii.

Literatura

1. Dąbrowski M., *Rethinking balance-of-payments constraints in a globalized world*, Fundacja CASE, no 330, Warszawa, sierpień 2006.
2. Feldstein M., Horioka, C., *Domestic Saving and International Capital Flows*, „The Economic Journal” 1980, 90 (czerwiec), s. 314.
3. Heller R. H., *Optimal International Reserves*, „The Economic Journal” 76, 1966, s. 296.
4. Canova F., *The transmission of US shocks to Latin America*, „Journal of Applied Econometrics” 20, 2005, s. 229.
5. *It's behind you*, „The Economist”, 10 Marca 2007, s. 71-72.
6. Sousa J., Zaghini A., *Monetary policy shocks in the Euro area and global liquidity spillovers*, EBC Working Papers 309, EBC, Frankfurt, Luty 2004.