

# Globalizacja, regionalizacja i przegięcie deflacyjne polityki makroekonomicznej

*Anna Ząbkowicz*

Preferencje i siła reakcji globalnego rynku kapitałowego ograniczają autonomię rządów państw narodowych w polityce gospodarczej i prowadzą je w jednym kierunku. W imię przyciągania międzynarodowego kapitału kraje członkowskie Unii Gospodarczej i Walutowej zadeklarowały przywiązanie do wspólnej waluty, która ma konkurować o popularność z dolarem USA, poświęcając swobodę działania rządów, gdy zachodzi potrzeba pobudzenia gospodarki za pomocą zwiększenia łącznego popytu. Tym bardziej pod presją interesów zagranicznego kapitału znalazły się rządy państw niezrzeszonych. Jeśli chodzi o zarządzanie popytem w dobie globalizacji rynku kapitałowego, to pole manewru polityków gospodarczych wydaje się zawężone do jednej, deflacyjnej opcji.

## **Globalizacja konkurencji**

W ostatnich dwóch dekadach XX wieku zachodził proces szybkiego otwierania się wysoko i średnio rozwiniętych gospodarek świata. Po liberalizacji handlu w latach 70. przyszła kolej na znoszenie ograniczeń w przepływie kapitału ponad granicami. Ów polityczny proces, w połączeniu ze skutkami gwałtownego postępu w technikach transportu i w informatyce, umożliwił międzynarodowe przemieszczanie kapitału z bezprecedensową szybkością i na skalę niespotykaną nigdy przedtem. W związku z tym, rozwój międzynarodowych stosunków finansowych zaczęto postrzegać jako

proces zmierzający ku wykształceniu niepodzielonego granicami państwowymi, globalnego rynku. W latach 90. stało się jasne, że tak rozumiana globalizacja stanowi kolejne, współczesne wyzwanie dla polityki gospodarczej.

Globalizacja konkurencji jest procesem, który rozpoczął się na długo, zanim to określenie stało się modne. Oznacza pogłębianie i upowszechnianie wzajemnych związków między krajami i rynkami, czego efektem jest nie tylko wzrost ruchliwości i skali przepływu transnarodowego kapitału, lecz także wzmożony przepływ dóbr, myśli technicznej, informacji i wartości kulturalnych. Dużą w nim rolę wielkich korporacji, które wykorzystują swoją przewagę technologiczną, aby konkurować poza granicami macierzystego kraju. Sieć transnarodowych kontraktów wiąże coraz ściślej produkcję i finanse w różnych krajach świata. Czynniki produkcji krążą po świecie w poszukiwaniu najbardziej zyskownych zastosowań. W wyniku tego procesu różnice w poziomach cen, płac i dochodów z inwestycji (takich jak odsetki czy dywidendy) zaczynają się wyrównywać. Za sprawą pośredników finansowych – od lat 80. głównie inwestorów instytucjonalnych – rośnie konkurencja na rynkach aktywów finansowych, zwiększając jednocześnie wzajemną zależność krajów i regionów. Kapitał jest lokowany w różnego rodzaju fundusze i papiery wartościowe, aby korzystając z różnic stóp procentowych w różnych krajach zarobić dla właścicieli powierzonych pieniędzy i dla firm nimi zarządzających. Ruchliwość i „płochliwość” tego kapitału zmusza

kraje - gospodarzy do unikania wyraźnego zróżnicowania warunków finansowych w stosunku do konkurentów. Ucieczka kapitału finansowego z jednego kraju może ściągnąć odium na cały region. Wpływ kapitału zagranicznego - czy to produkcyjnego, czy finansowego - na gospodarki narodowe przybrał w ostatnich dekadach ubiegłego stulecia na sile dzięki gwałtownemu rozwojowi technik telekomunikacji, który znacznie ułatwił transfer funduszy, technologii, informacji i wzorów kulturowych. Dalszy rozwój w tym kierunku może wkrótce doprowadzić do tego, że z technicznego punktu widzenia na kuli ziemskiej praktycznie nie będzie miejsca, gdzie nie można by inwestować, produkować, sprzedawać i kupować.

Pewna przesada, zawarta w powyższym opisie, pomaga unaocznic współczesne nam zjawisko. Na przeszkodzie jednemu globalnemu rynkowi stoją jeszcze granice polityczne i narodowe, różnice w mentalności i kulturze, rozbieżne systemy wartości, które utrzymują się dłużej niż techniczne i racjonalne bariery. Czynniki kulturowe i psychologiczne będą prawdopodobnie i w przyszłości odgrywały istotną rolę, której nie można nie doceniać nawet w takim racjonalnym świecie, jak nasz. Pozostawiamy jednak te zagadnienia innym autorom. W tym artykule skupimy się na czynnikach ekonomicznych.

Jeśli nawet na globalizację spojrzeć z wąskiego, ekonomicznego punktu widzenia, widać, że proces ten jest w powijakach. Dziś, wbrew nazwie, zjawisko to nie ogarnia całego globu i wszystkich rynków. Pochodzi z krajów wysoko rozwiniętych, gdzie siedziby ma większość transnarodowych korporacji i potężnych pośredników finansowych, i oprócz tych krajów dotyczy tak zwanych wschodzących gospodarek rynkowych (*emerging markets*). W żadnym razie nie można mówić o globalizacji **konkurencji w odniesieniu do** biednych krajów Azji, Afryki i Ameryki Łacińskiej. Procesy, które wyżej posłużyły nam do opisu zjawiska, zachodzą głównie na rynkach finansowych. To, co charakterystyczne dla nich obecnie, to jednoczesne przyspieszenie i zwiększenie przepływów środków finansowych ponad granicami. Trudno mówić o globalizacji w takim samym sensie na rynku towarów, jeśli weźmie się pod uwagę, że dynamicznie rosnący po drugiej wojnie światowej eksport oznaczał zaledwie odbudowanie wielkości obrotów. Wprawdzie od lat 50. do 90. ubiegłego stulecia światowy eksport wzrósł 16-krotnie, ale nie była to dynamika imponująca w odniesieniu do wzrostu produkcji w tym czasie. Mimo spektakularnego wzrostu wartości eksportu, w Europie udział eksportu w produkcji krajowym brutto osiągnął zaledwie poziom sprzed pierwszej wojny światowej, a w Japonii nawet tyle nie. Z pewnością opisywane zjawisko nie odnosi się do rynku pracy, jeśli pominąć stosunkowo nieliczną, kosmopolityczną grupę wysoko wykształconych profesjonalistów. Mimo że jako turyści zyskaliśmy nie-

spotykaną wcześniej swobodę w poruszaniu się po całym świecie, jako pracownicy jesteśmy przywiązani do kraju swego pochodzenia. Przyczyniają się do tego liczne bariery, którymi przed imigracją zarobkową chroni się większość krajów wysoko rozwiniętych.

Z opisu wynika, że pojęcie globalizacji, rozumianej jako proces zmierzający ku wykształceniu niepodzielonego granicami państwowymi globalnego rynku, można współcześnie odnieść tylko do przepływów pieniądza i kapitału i tylko tymi rynkami zajmujemy się w niniejszym artykule. Wzrost zarówno szybkości, jak i wielkości przepływów finansowych, których jesteśmy świadkami, stanowi nową jakość. Na międzynarodowym rynku walutowym obroty jednego dnia mogą być większe niż suma rezerw walutowych wszystkich krajowych banków centralnych. Tylko na rynku eurowalut w połowie lat 90. obroty dokonane w ciągu zaledwie pięciu dni przekraczały wartość towarów, które wyeksportowano na świecie w ciągu całego roku. Dzięki zmianom technologicznym, instytucjonalnym i strukturalnym ruchliwość i szybkość przemieszczania się kapitału finansowego wzrosły niepomierne. Stosunkowo sztywne i konserwatywne banki komercyjne ustępują pola inwestorom instytucjonalnym (banki i fundusze inwestycyjne, włącznie ze słynnymi spekulacyjnymi *hedge funds*), którzy dokonują często ryzykownych inwestycji za pośrednictwem giełd i komputerowych łączy. Ci ostatni, zainteresowani głównie osiąganiem zysków w stosunkowo krótkim czasie, podlegają równie łatwo euforii, co panice. Takie zachowania, wspomagane nowoczesnymi środkami telekomunikacji, są przyczyną wyjątkowo gwałtownych ruchów tzw. gorącego pieniądza.

Międzynarodowy rynek kapitałowy łatwo umiejscowić na globie ze względu na jego geograficzną koncentrację. Około 80 procent międzynarodowego kapitału krąży między krajami wysoko rozwiniętymi. Reszta należy do wschodzących gospodarek rynkowych, sąsiadujących z gospodarczymi centrami świata w Ameryce Północnej, Europie i Japonii. O zainteresowaniu międzynarodowych inwestorów tymi nowymi rynkami może świadczyć fakt, że przepływy kapitałowe w latach 80. zwiększyły się tam sześciokrotnie.

Globalny rynek kapitałowy można również próbować określić, prezentując stronę podaży i popytu na tym rynku. Transnarodowe korporacje i inwestorzy instytucjonalni wprowadzają swój kapitał do wymiany międzynarodowej, aby w zamian za nakłady poniesione w celu kontrolowania lub prowadzenia produkcji bądź w zamian za ryzyko poniesione przy okazji inwestycji finansowych zyskać satysfakcjonujące wynagrodzenie. Decyzje o zagranicznych inwestycjach bezpośrednich uzależnione są od oczekiwań co do przyszłego zbytu, zysku, podatków, inflacji, względnych kosztów pozyskiwania kapitału i siły roboczej. Zagraniczni inwestorzy instytucjonalni decydują się z reguły na in-

westycje portfelowe, których wynik znacznie bardziej niż w przypadku zagranicznych inwestycji bezpośrednich zależy od względnego poziomu stopy procentowej w kraju przyjmującym kapitał. Wielkość podaży kapitału na poszczególnych rynkach krajowych, ze względu na spodziewany transfer zysków, zależy również od ryzyka związanego ze zmianami kursu wymiennego walut.

Popyt na inwestycje zagraniczne zgłaszają rządy – zarówno krajów bogatych, jak i krajów relatywnie biednych. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie, jako nakłady poniesione przy wznoszeniu budynków, zakupie fabryk, maszyn i zapasów, powiększają zdolności produkcyjne gospodarki, a przez to – szanse na wzrost produktu w przyjmującym kraju. Wzrost gospodarki jest zaś ceniony przez polityków, gdyż niesie ze sobą obietnicę spokoju społecznego i zachowania władzy. Zagraniczne inwestycje finansowe (w papiery wartościowe, nieruchomości) oznaczają wprawdzie jedynie tytuł do transferu i nie zwiększają majątku w skali gospodarki narodowej, ale oprócz tego, że przynoszą zysk inwestorom, stanowią źródło finansowania deficytu budżetowego i deficytu obrotów bieżących w kraju przyjmującym. Rządy wysoko sobie cenią tę możliwość, gdyż większość z nich boryka się z problemem deficytów.

Sieć międzynarodowych finansowych powiązań oplata również gospodarki rynkowe wyłaniające się z dawnego bloku radzieckiego, w miarę jak przechodzą systemową transformację i otwierają się na wymianę międzynarodową. Strukturalną cechą tych gospodarek, podobnie jak w przypadku innych krajów „doganiających” światową czołówkę, jest niedostatek kapitału. Aby sprostać ogromnym wyzwaniom inwestycyjnym niektóre z krajów wschodnioeuropejskich, w tym Polska, już w latach 70. nadmiernie się zadłużyły za granicą i z tego powodu zmuszone były szukać pomocy Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Porozumienia z MFW, zapewniając dostęp do tak potrzebnych walut zagranicznych, zarazem zobowiązywały rządy do prowadzenia na ogół jednostronnej, restrykcyjnej polityki makroekonomicznej. Znamienny wydaje się komentarz jednego z czołowych ekspertów<sup>1</sup> na temat popieranej przez Fundusz polityki gospodarczej: „To, co nowe, to przekonanie, że polityka ta jest dobra nie tylko dla ‘Pierwszego Świata’, ale że jest potrzebna także, aby pomóc transformacji ‘Drugiego Świata’, i że jest nie mniej pożądana dla ‘Trzeciego Świata’. Przynajmniej w intelektualnym wymiarze żyjemy dziś raczej w jednym świecie, a nie w trzech”.

W latach 90. starania i pomoc krajów uprzemysłowionych sprzyjały temu, aby transformacja byłych gospodarek centralnie planowanych przybrała formę i kierunek, które nie byłyby sprzeczne ze strategicznymi interesami pomocodawców - krajów pochodzenia in-

westycji i dóbr eksportowych. W wyniku liberalizacji handlu, deregulacji międzynarodowych przepływów kapitału i postępującej prywatyzacji powstały w krajach posocjalistycznych nowe grupy interesu, które w wielu przypadkach czerpią korzyści z przemian systemowych, zawierając sojusze z zagranicznym kapitałem. Sojusze między rodzimym i zagranicznym kapitałem, oparte na wspólnocie interesów, rodzą nowe tendencje do identyfikowania się raczej z ekskluzywnym klubem kosmopolitycznych kapitalistów niż z narodowością<sup>2</sup>. Postępujące równoległe procesy globalizacji i transformacji powodują, że kapitalistyczne stosunki gospodarcze rozprzestrzeniają się, wchłaniając posocjalistyczną część świata<sup>3</sup>.

### Konkurowanie o kapitał zagraniczny i tego konsekwencje<sup>4</sup>

Jak starałam się pokazać, globalizacja rynku kapitałowego ma dwa aspekty. Po stronie podaży postęp w technologii i zmiany w regulacjach prawnych umożliwiły bardziej niż kiedykolwiek gwałtowne ruchy kapitału ponad granicami. Globalizacja postępuje, gdyż właściciele kapitału nie tylko mogą, ale są skłonni inwestować poza granicami macierzystych krajów z tego powodu, że istnieje popyt ze strony rządów obcych państw. Konkurowanie o międzynarodowy kapitał, czyli popytowy czynnik globalizacji rynku aktywów finansowych, skłania do dostosowań w polityce gospodarczej rządów. Mowa tu nie tyle o historii działań polityków gospodarczych, ile o tendencji, wywołanej określonymi preferencjami i zmianami instytucjonalnymi w międzynarodowym otoczeniu. Analiza przeprowadzona poniżej nie jest opisem empirycznym, lecz wskazuje na pewną normę postępowania.

Po to, aby przyciągnąć zagraniczny kapitał, należy sprostać jego preferencjom, czyli zaakceptować określone ramy narodowej polityki ekonomicznej. Przypomnijmy, że w kalkulacjach zagranicznego inwestora ważną rolę odgrywają oczekiwania co do wzrostu popytu, wielkości zysku, poziomu podatków, inflacji, względnych kosztów pozyskania siły roboczej i stóp procentowych oraz stopnia ryzyka kursowego w przy-

<sup>2</sup> J.R. Wedel: *Collision and Collusion: The Strange Case of Western Aid to Eastern Europe 1989-1998*. New York 1998 St.Martin's Press.

<sup>3</sup> G.W. Kołodko komentuje ten proces następująco: „...jest tylko jeden świat, ale wiele różnych sytuacji ma na nim miejsce. Tak jak w butik (posh boutique): ktoś jest właścicielem i ktoś jest dostawcą wysoko jakościowego towaru; ktoś jest bogatym klientem, a kogoś stać tylko na oglądanie wystawy; do tego potrzebny jest ktoś do zmywania podłogi”. (G.W. Kołodko: *Globalization and Transformation. Illusions and Reality*. TIGER Working Paper Series No.1, TIGER at Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management, Warsaw, January 2001, s. 28-29.)

<sup>4</sup> Druga część odpowiedzi powinna wskazywać na mniej pozytywną stronę globalizacji rynku kapitałowego – na ryzyko kryzysu finansowego, które – jak się wydaje – wzrasta, jeśli kraj prowadzi ekspansywną politykę makroekonomiczną w celu pobudzenia wzrostu gospodarki. Zgodnie z tytułem niniejszego artykułu, chcę jednak skupić się na zagadnieniu konkurowania o zagraniczny kapitał.

<sup>1</sup> J. Williamson (red.): *The Political Economy of Policy Reform*. Washington D.C. 1994 Institute for International Economics, s. 530.

mującym kraju. Przyjrzyjmy się, jakie w związku z tym powstają oczekiwania co do polityki ekonomicznej kraju - gospodarza i jakie dostosowania są konieczne, aby sprostała ona preferencjom kapitału zagranicznego.

Po pierwsze, transfer dochodów z inwestycji w kraju przyjmującym do firmy macierzystej powinien się wiązać z relatywnie niskim ryzykiem. Powinien być stosunkowo łatwy, odbywać się bez nadmiernych barier biurokratycznych, co jest równoznaczne z deregulacją przepływów kapitału. Najlepiej, jeśli będzie wolny od ryzyka kursowego. Częste i znaczne wahania kursu walutowego oznaczają dla zagranicznego inwestora duże ryzyko utraty części zysków w momencie, kiedy wymienia zarobioną sumę na walutę zagraniczną. Dzieje się tak, gdy waluta krajowa gwałtownie traci na wartości. Władze monetarne powinny zatem zezwolić na swobodny przepływ kapitału i jednocześnie trzymać wahania kursu wymiennego walut pod kontrolą, a w szczególności unikać sytuacji zmuszających do oficjalnej dewaluacji. Bankowi centralnemu kraju przyjmującego łatwiej jest sprostać temu zadaniu, jeżeli deficyt bilansu płatniczego jest umiarkowany. Na tę wielkość wpływają m.in. wydatki rządu, przyczyniające się do zmian popytu w kraju. Rząd powinien wspomagać bank centralny, ograniczając swoje wydatki i deficyt budżetowy. W przeciwnym razie pod wpływem zwiększonego popytu krajowego może rosnąć deficyt bilansu płatniczego, który bank centralny z coraz większym trudem będzie pokrywał, wyzbywając się swoich rezerw walutowych. Pojawi się presja na dewaluację, a to może spowodować atak spekulacyjny i drastyczną zmianę kursu, czego doświadczyły niektóre kraje w latach 90.

Po drugie, dochód z inwestycji powinien być wyższy niż w innych krajach konkurujących o kapitał zagraniczny. Kapitał portfelowy napływa wtedy, kiedy stopy procentowe, określające dochód z aktywów w kraju przyjmującym, są wyższe niż stopy procentowe gdzie indziej. Polityka względnie wysokich stóp procentowych oznacza jednak, obok wyższej rentowności inwestycji finansowych, również drogi kredyt krajowy i ograniczanie popytu wewnętrznego.

Inwestorzy mogą zatrzymać dla siebie większą część zarobionych pieniędzy, jeżeli podatki od korporacyjnych zysków, dochodów osobistych i obciążenie podatkowe pracy są względnie niskie. Jednak rząd, który chce konkurować o zagraniczny kapitał za pomocą niższych podatków, musi pogodzić się z niższymi przychodami i dostosować do nich swoje wydatki. Aby przyciągnąć w ten sposób zagranicznych inwestorów, rząd musi ograniczyć swój budżet.

Zyski inwestorów są realnie tym większe, im niższa jest inflacja w kraju. Teoretycznie, zgodnie z zależnością Phillipsa, każdy rząd może wybierać, czy chce walczyć z nadmiernym bezrobociem, czy ze zbyt wysoką inflacją. W obliczu współczesnego rozwoju rynku międzynarodowego kapitału, opisanego powyżej, rządy

rozstrzygają ten dylemat na korzyść walki z inflacją. Wyjście naprzeciw temu oczekiwaniu zagranicznego kapitału wymaga, podobnie jak w poprzednich przypadkach, restrykcyjnej polityki fiskalnej i monetarnej. Zarówno ograniczenie wzrostu wydatków rządowych netto, jak i podrożenie krajowego kredytu są konieczne, aby powściągnąć wewnętrzny popyt na dobra i usługi, a tym samym lepiej dostosować jego poziom do poziomu łącznej podaży i zmniejszyć lukę inflacyjną.

W sumie konkurowanie o kapitał zagraniczny w dzisiejszych warunkach skutkuje ograniczeniem wyboru w narodowej polityce gospodarczej, która koncentruje się hamowaniu krajowego popytu za pomocą ograniczania wzrostu wydatków rządu i utrzymywania relatywnie wysokiej ceny kredytu (*deflationary bias*). Rządy, które próbowały zastosować politykę odwrotną w celu ożywienia gospodarki swojego kraju (np. Francja w latach 1981-1982 i Australia w latach 1983-1984), musiały szybko od niej odejść. Przekonały się bowiem, że próby zwiększenia łącznego popytu, zwłaszcza za pomocą ekspansywnej polityki monetarnej, rodzą obawy właścicieli międzynarodowego kapitału, że obniżka stopy procentowej spowoduje odpływ gorącego pieniądza i w konsekwencji zostanie obniżony również kurs walutowy. Stosownie do tych oczekiwań zagraniczny kapitał albo ucieka w poszukiwaniu bardziej zyskownych lokat w innej części świata, albo rozpoczyna spekulacyjną grę na dewaluację, co rodzi niebezpieczeństwo wybuchu kryzysu finansowego. Takie zachowanie podmiotów międzynarodowego rynku kapitałowego stwarza nacisk na władze gospodarcze krajów przyjmujących, aby utrzymywały stosunkowo wysokie stopy procentowe i stosowały inne środki deflacyjne. Względem na preferencje i reakcje oferentów zagranicznego kapitału skłania rządy do wybierania między takimi układami polityki makroekonomicznej (*policy mix*), które prowadzą do ograniczenia wzrostu wydatków w kraju. Z analizy wynika, że chcąc sprostać oczekiwaniom międzynarodowego kapitału, rządy krajów konkurujących powinny dążyć do tak określonych dostosowań w polityce makroekonomicznej. Nie oznacza to, że nie podlegają one również innym determinantom i realiom – ekonomicznym i politycznym - czego ostatecznym rezultatem może być wzrost udziału wydatków rządowych w produkcie krajowym.

W tym kontekście widać, że keynesowska polityka stabilizacji i związane z nią państwo opiekuńcze się przeżyły. Współczesne rządy zostały schwyte w potrzask. Kiedy pojawia się deficyt budżetowy nie mają innego wyjścia, jak obcinać wydatki. Podnoszenie podatków w celu pokrycia luki jest niewskazane nie tylko ze względu na popularność polityczną rządu, lecz także z uwagi na wyniki gospodarki. Keynesiści zalecali podnoszenie podatków w okresie boomu gospodarczego, aby w ten sposób pokryć deficyt budżetowy powstały w wyniku antycyklicznej polityki rządu w okresie

recesji, a także aby sfinansować potrzeby systemu zabezpieczeń emerytalnych i społecznych. Gdyby wspólnie jakiś rząd próbowałby się zastosować do tej filozofii, ryzykował narażenie gospodarki kraju na skutki ucieczki kapitału i bojkotu ze strony zagranicznych inwestorów. Zwiększanie dynamiki łącznych wydatków, czyli ekspansywna *policy mix*, w okresie spadku koniunktury wiąże się z takim samym ryzykiem.

Wydaje się, że w czasach współczesnych preferencje i reakcje oferentów kapitału na globalnym rynku ograniczają autonomię polityki gospodarczej. Popychają suwerenne rządy w jednym kierunku – ku polityce deflacji. Efektem ubocznym tego zjawiska jest upodabnianie się charakteru (w sensie jego restrykcyjności) układów polityki makroekonomicznej (*policy mix*), stosowanych przez konkurujące o zagraniczny kapitał rządy krajów wysoko rozwiniętych i mniej zaawansowanych w rozwoju.

### Ryzyko makroekonomiczne

Gospodarki, konsumenci, producenci korzystają z umiędzynarodowienia kapitału. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne przyczyniają się do wzrostu gospodarczego. Transnarodowe korporacje są w stanie podjąć produkcję w tych miejscach globu, gdzie koszty są najniższe, i sprzedawać gdzie indziej, po względnie niskich cenach - z korzyścią dla klientów. Dzięki temu, że współcześnie bariery prawne, informacyjne i technologiczne obniżyły się, spółki mogą rozszerzyć swą działalność poza nasycone już rynki krajów macierzystych na kraje średnio rozwinięte - z korzyścią dla siebie. Obfita podaż kapitału na świecie i obniżenie barier jego przepływu stanowią szansę na przyjęcie zagranicznych inwestycji bezpośrednich z pożytkiem dla międzynarodowej konkurencyjności kraju lub zatrudnienia. Napływ kapitału portfelowego częściowo finansuje inwestycje krajowych przedsiębiorstw i potrzeby rządu.

Z drugiej strony globalizacja rynku kapitałowego stworzyła potencjalne zagrożenie makroekonomicznej stabilności krajów ze względu na bezprecedensową ruchliwość kapitału. W latach 90. po liberalizacji handlu nastąpiła liberalizacja obrotów kapitałowych. Obniżenie barier sprzyja napływowi kapitału, lecz jednocześnie oznacza większe ryzyko jego odpływu. Ucieczka kapitału za granicę może oznaczać problemy z finansowaniem deficytu handlowego i obrotów bieżących. W kraju, gdzie obowiązuje zasada stałego kursu walutowego, odpływ kapitału to także wystawienie na próbę zobowiązania banku centralnego do obrony stabilności kursu wymiennego krajowej waluty, co może skończyć się dewaluacją. Bardzo trudno jest oszacować ryzyko odpływu kapitału. Największe zagrożenie stanowią zagraniczne inwestycje na krótki termin. Chodzi przede wszystkim o kapitał portfelowy, choć bardzo trudno

ocenić, jaka jego część została przeznaczona na zachowanie mniejszościowych pakietów akcji w krajowych firmach, a jaka – na osiągnięcie rychłego zysku z arbitrażu i spekulacji.

Na ruchy międzynarodowego kapitału wpływ mają nie tylko nastroje inwestorów – panika lub euforia – lecz także rozmyślne ataki spekulacyjne, które pogłębiają makroekonomiczne ryzyko związane z ucieczką kapitału. Pewne fundusze inwestycyjne (*hedge funds*) zarabiają na swoje istnienie na operacjach spekulacyjnych. Rządy zobowiązują się do prowadzenia określonej polityki makroekonomicznej; w tym zakresie banki centralne podejmują zobowiązanie co do poziomu kursu wymiennego krajowej waluty. Fundusze spekulacyjne grają przeciw „stawce” banków centralnych. Typują kraj (lub kraje), którego politykę ekonomiczną oceniają jako niewiarygodną, i grają przeciw utrzymaniu stałego kursu wymiennego waluty kraju, sprzedając lub kupując ogromne ilości wytypowanej waluty, obracając przy tym pożyczonymi pieniędzmi. Gra na dewaluację, zdecydowanie bardziej powszechna niż gra na rewaluację, polega na zakontraktowaniu sprzedaży ogromnych sum atakowanej waluty i na zmuszeniu banku centralnego do obrony oficjalnego kursu wymiennego przez czas wystarczająco długi, aby jego rezerwy walutowe skurczyły się do granicy tolerancji. Wówczas władze monetarne, nie chcąc dopuścić do niebezpiecznego dalszego spadku rezerw, decydują się na skokową dewaluację, a fundusze spekulacyjne ciągną ogromne zyski z różnicy między „starym” a „nowym” kursem walutowym dzięki kontraktom terminowym (*futures*), które zawarły przed wymuszoną dewaluacją.

Następstwa ataków spekulacyjnych dla zaatakowanej gospodarki są zdecydowanie niekorzystne. Zmasowana sprzedaż krajowej waluty, faktycznie oznaczająca ucieczkę kapitału za granicę, prędzej lub później powoduje dramatyczną dewaluację. Rezerwy walutowe pojedynczego kraju są bowiem zdecydowanie za małe w konfrontacji z zasobami finansowymi, które mogą być zgromadzone przez fundusze spekulacyjne. Co więcej, oczekiwania dewaluacji wzbudzone przez operacje funduszy spekulacyjnych skłaniają innych inwestorów - zarówno zagranicznych, jak i rodzimych - do wyzbywania się krajowej waluty. Aby zatrzymać uciekający kapitał, bank centralny zwykle podnosi stopy procentowe. Wysokie stopy procentowe w połączeniu z cenowym efektem dewaluacji są źródłem wzrostu inflacji. Kryzys walutowy przejawia się zatem w gwałtownej inflacji, skokowym wzroście kosztu kapitału i walut, a w konsekwencji – w utracie wiarygodności rządu. Te okoliczności oznaczają makroekonomiczną destabilizację i recesję.

Doświadczenie lat 90. dowiodło, jak potężne i rujnujące mogą być ataki spekulacyjne. Kogo najbardziej dotyczy ryzyko? Przyczyny typowania danych krajów przez międzynarodowych spekulantów są różne. Do-

tychczasowe doświadczenie zostało uporządkowane w formie tzw. modeli kryzysów walutowych. Klasyczny model opisywał kryzysy walutowe w Ameryce Łacińskiej z lat 70.; również kryzys, który wydarzył się w Rosji w 1998 r. pasuje do tego schematu. W tych przypadkach atak spekulacyjny został spowodowany niespójną polityką makroekonomiczną, a konkretnie - połączeniem zasady stałego kursu walutowego z ekspansywną polityką fiskalną, które zmusiło bank centralny do interweniowania na rynku walutowym aż do dewaluacji. Powodem kryzysu była zła polityka gospodarcza, w szczególności – trwały deficyt budżetowy.

Ataki spekulacyjne, których celem stały się kraje zachodnioeuropejskie w latach 1992-1993 oraz Meksyk w latach 1994-1995, dostarczyły materiału do stworzenia modelu drugiej generacji. Historia wskazuje na znacznie bardziej skomplikowane przyczyny kryzysu niż w modelu klasycznym. Nie tylko polityka monetarna, ale również polityka fiskalna jest restrykcyjna. Niemniej, rząd jest ograniczony w swoich decyzjach przez względy polityczne. Rachuby spekulantów opierają się nie na słabościach polityki makroekonomicznej, lecz na założeniu, że władze będą skłonne w którymś momencie zrezygnować z interwencji na rynku walutowym i zasady stałego kursu w imię krótkookresowych celów politycznych. Dewaluacja pozwala bowiem na uniknięcie na krótką metę problemów ekonomicznych, które są ważne z punktu widzenia polityków. Przykładowo, wzrost eksportu wskutek dewaluacji może przyczynić się do ożywienia gospodarki i zmniejszenia problemu bezrobocia.

Kryzys, który dotknął kraje Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997-1998, dostarczył empirycznych podstaw do skonstruowania modelu trzeciej generacji. W tych przypadkach przyczyną nie były ani słabości polityki makroekonomicznej (regułą była nadwyżka budżetowa), ani wybór na rzecz bieżących celów politycznych. Uogólnione doświadczenie azjatyckie wskazywałoby na to, że główną przyczyną ataków spekulacyjnych była słabość sektora finansowego. Przyczyna miała więc charakter mikroekonomiczny. Banki udzielały sektorowi niefinansowemu kredytów, z których duża część okazała się nieściągalna. Kiedy wybuchł kryzys bankowy, rząd pośpieszył na ratunek. W efekcie łatwy kredyt okazał się ukrytą formą subsydiowania, które finalnie stało się zobowiązaniem rządu. Nadmierne zadłużenie i pokusa nadużycia w sektorze prywatnym okazały się źródłem niewidzialnego deficytu rządu i długu publicznego.

Mimo różnych przyczyn wszystkie przypadki miały dwa charakterystyczne wspólne aspekty. Po pierwsze, wszystkie kraje utrzymywały swego rodzaju stały kurs walutowy, pożądaný z punktu widzenia hamowania inflacji oraz pobudzania wzrostu eksportu i całej gospodarki. Po drugie, otworzyły swe gospodarki zarówno na handel międzynarodowy, jak i na przepływy

kapitału. Niskie ryzyko kursowe i obniżone bariery prawne czyniły je atrakcyjnymi dla kapitału zagranicznego. W przypadkach objętych modelami drugiej i trzeciej generacji dodatkową zachętą dla międzynarodowego kapitału były dobre notowania wystawiane przez międzynarodowe agencje ratingowe. Kraje te odniosły sukces, jeśli brać pod uwagę makroekonomiczną stabilizację, liberalizację obrotów czy tempo wzrostu gospodarczego. W rezultacie import kapitału stał się ważnym czynnikiem rozwoju tych gospodarek.

Podsumowując - powody, dla których kraj staje się przedmiotem ataku spekulacyjnego, mogą być różne, o czym świadczy wielość modeli. Jedno nie ulega jednak kwestii. Problem makroekonomicznego ryzyka pojawia się dopiero wtedy, gdy dwa podstawowe warunki są spełnione jednocześnie. Kraj dołącza do grupy wysokiego ryzyka, jeżeli stosuje zasadę stałego kursu walutowego i zarazem akceptuje swobodę przemieszczania się zagranicznego kapitału.

Wschodzące gospodarki rynkowe są bardziej zależne od przepływów międzynarodowego kapitału i zarazem bardziej wrażliwe na ich skutki niż rozwinięte gospodarki rynkowe. Relatywnie wysokie stopy wzrostu tych gospodarek zależą od zagranicznych oszczędności, częściowo z powodu niskich stóp oszczędności krajowych (jak na przykład w Meksyku), częściowo z powodu wysokiej kapitałochłonności wzrostu (jak w krajach Azji Południowo-Wschodniej). Struktura inwestycji zagranicznych stosunkowo łatwo ulega deformacji na rzecz znacznego udziału kapitału krótkoterminowego z powodu relatywnie wysokich stóp procentowych. Inflacja w tych krajach, mimo sukcesów w jej hamowaniu, jest z reguły wyższa niż w krajach wysoko rozwiniętych, podobnie stopy procentowe, których atrakcyjny poziom przyciąga z zagranicy kapitał krótkoterminowy. Taka struktura oznacza większe ryzyko ucieczki kapitału i tym samym większą wrażliwość rynkowego kursu walutowego i wzrostu gospodarczego na jej skutki<sup>5</sup>. Z tych względów i z powodu innych strukturalnych i instytucjonalnych słabości wschodzące gospodarki rynkowe, w tym gospodarki posocjalistyczne, narażone są na ataki spekulacyjne bardziej niż rozwinięte gospodarki rynkowe.

### Zapobieganie kryzysowi walutowemu

Ataki spekulacyjne są wyzwaniem dla współczesnej polityki gospodarczej i międzynarodowego ładu ekonomicznego. Daleko jeszcze do sformułowania jasnej odpowiedzi na to wyzwanie. Liczne modele nie pomagają w znalezieniu uniwersalnej recepty, jak zmniejszyć

<sup>5</sup> Do tego czasu napływ kapitału wywołuje zjawisko aprecjacji waluty kraju - gospodarza. Wzrost wartości lokalnego pieniądza na rynku walutowym oznacza tańszy import, mniej konkurencyjny eksport i - prędzej czy później - problemy z bilansem handlowym i płatniczym.

ryzyko ataku spekulacyjnego i odpływu kapitału. Pierwszą rzeczą, która nasuwa się na myśl, jest wyeliminowanie dwóch koniecznych warunków rozpoczęcia spekulacyjnej gry, czyli odejście od zasady kursów stałych i ograniczenie swobody przepływu kapitału. Przedsięwzięcia te są jednak trudne do przeprowadzenia.

Zaawansowana liberalizacja obrotów kapitałowych wydaje się obecnie strategią ryzykowną, jeśli gospodarka nie jest dość konkurencyjna w skali międzynarodowej, jednak odwrót od niej wydaje się niemożliwy. Alternatywna opcja – liberalizacja ostrożna i stopniowa – straciła szansę powodzenia w obliczu rozwoju technik i instrumentów finansowych. Ich różnorodność i wyrafinowanie sprawiają, że kontrola przepływów kapitału stała się nieskuteczna. Z drugiej strony ryzyko związane z liberalizacją może się opłacać, gdyż większa swoboda w globalnym rozmieszczeniu kapitału pozwala lepiej wykorzystać możliwości międzynarodowego podziału pracy i efektywniej lokować oszczędności między krajami.

Odchodzenie od stałych kursów walutowych stało się powszechnym zjawiskiem we wschodzących gospodarkach rynkowych po kryzysach w Meksyku i Azji Południowo-Wschodniej. Jednak nie jest do końca pewne, czy płynne kursy walutowe rzeczywiście dają szansę uniknięcia ryzyka związanego z poprzednim systemem. Są też powody, aby uważać ten zabieg za rozwiązanie przejściowe. Wycofanie się banku centralnego z kontroli wahań kursu walutowego oznacza większą niepewność w kalkulacjach dotyczących transakcji finansowych z zagranicą. Z tego względu oczekuje się, że zagraniczni inwestorzy będą mniej skłonni do spekulacji, a krajowe podmioty mniej gotowe do zaciągania długów zagranicznych. Takie mikroekonomiczne zachowania służą makroekonomicznej stabilizacji. Jednak porzucenie systemu kursów stałych ma poważne minusy. Jeżeli któryś kraj prowadzi ekspansywną politykę monetarną, to w rezultacie spadku stopy procentowej i odpływu kapitału jego waluta traci na wartości i rynkowy kurs walutowy spada. W krótkim okresie jest to korzystne dla bilansu obrotów bieżących z zagranicą i dla wzrostu gospodarki. Takie dostosowanie kursu walutowego prowadzi do obniżki cen eksportowanych dóbr wyrażonych w walucie importera i jednocześnie do wzrostu cen dóbr importowanych dla nabywców w kraju; w rezultacie popyt na rynku międzynarodowym zwraca się ku towarom danego kraju kosztem eksportu innych krajów. Jeżeli jednak ten sposób konkurowania, za pomocą deprecjacji, jest stosowany przez wiele krajów, to w sumie może doprowadzić do katastrofy, tak jak w latach 30. ubiegłego stulecia. Wzrost zapotrzebowania na dobra kraju, który zastosował tę politykę, jest przejściowy. Poprawa bilansu handlowego i obrotów bieżących z zagranicą oraz wzrost PKB w tym kraju oznaczają bowiem wzrost deficytu zewnętrznego i spadek PKB gdzie indziej. Taka polityka zubożania sąsiada

w ciągu kilku lat trzeciej dekady XX wieku sprawiła, że nie pozostała ani jedna gospodarka, której prężność i ożywienie wyciągnęłyby z zapaści inne kraje. Prawdopodobieństwo powtórzenia takiego scenariusza jest relatywnie większe we wschodzących gospodarkach rynkowych, które nie tylko uwolniły kursy walutowe spod kontroli, ale postrzegają własne deficyty bilansu obrotów bieżących, ze względu na ich rozmiary i strukturę finansowania, jako zagrożenie.

Z pewnością upłynnienie kursu jest rozwiązaniem przejściowym w krajach, które – jak Polska – ubiegają się o członkostwo w Unii Europejskiej i zamierzają przystąpić do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jednym z warunków narzuconych przez Traktat z Maastricht jest utrzymanie przez dwa lata kursu waluty kraju kandydującego pod kontrolą, w określonych granicach wahań. Ma to być forma sprawdzenia przed włączeniem do Eurolandu, czy sytuacja makroekonomiczna kraju jest zdrowa. Stabilizacja kursu wymaga rozważnej polityki monetarnej, która musi być wsparta ograniczeniem deficytu budżetowego rządu. Tym samym wymóg stałego kursu walutowego jest faktycznie testem na to, czy kandydujący kraj jest w stanie prowadzić politykę ograniczania łącznego popytu, czyli inaczej – deflacji. Kraj, który przeszedł test, w nagrodę otrzymuje prawo do posługiwania się wspólną europejską walutą. Co na tym zyskuje? Poniżej postaram się wykazać, że wprowadzenie wspólnej waluty jest być może najbardziej obiecującą drogą ocalenia gospodarek przed niszczącymi następstwami ataków spekulacyjnych i kryzysów walutowych<sup>6</sup>.

## Regionalizm europejski

Jeżeli globalizację rynków kapitałowych uznać za jedno z głównych współczesnych wyzwań dla narodowej polityki gospodarczej, to regionalizacja, a w szczególności realizacja unii monetarnej w Europie w latach 90. może być właściwą odpowiedzią na nie. Wydaje się, że nie ma sprzeczności między tendencją do integracji regionów w różnych częściach świata a globalizacją, jeśli spojrzeć na nią jak na formowanie światowego systemu kapitalistycznego obejmującego wszystkie regiony. Tym bardziej jest tak w przypadkach, gdy wzmocnienie lokalnych więzi gospodarczych nie zwiększa izolacji bloku względem reszty świata<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Gwoli dokładności należałoby nadmienić o roli Międzynarodowego Funduszu Walutowego w zapobieganiu kryzysom walutowym. Ostatnio oczekuje się od Funduszu, aby skończył z praktyką ustalania warunków pomocy po fakcie, kiedy kryzys już jest, i aby z góry określił cechy polityki gospodarczej, które upoważniają kraj obawiający się ataku spekulacyjnego do otrzymania i wykorzystania kredytów MFW. Niestety, jak dotąd brakuje przykładów pomyślnego wcielania tej idei w życie.

<sup>7</sup> Uwaga ta odnosi się przede wszystkim do Unii Europejskiej – regionalnego ugrupowania integracyjnego, którego udział w handlu światowym jest większy niż Stanów Zjednoczonych Ameryki, dysponujących większym potencjałem gospodarczym.

Dlaczego zobowiązanie do używania wspólnej, regionalnej waluty jest sensowne? Po pierwsze, wydaje się, że jest to najbardziej skuteczny sposób obrony przed atakami spekulacyjnymi. Przystąpienie do unii walutowej stanowi bardziej wiarygodną deklarację w oczach międzynarodowego kapitału niż przyjęcie zasady stałego kursu walutowego, ponieważ wyklucza możliwość dewaluacji. Stabilność kursu wymiennego waluty może być deklarowana przez krajowe władze monetarne i odwoływana przez rodzimych polityków na takiej samej zasadzie. Dopóki zasada stałego kursu walutowego pozostaje w gestii władz krajowych, dopóty istnieje ryzyko kryzysu walutowego. Potwierdza to doświadczenie. Jeżeli rynek przewiduje, słusznie bądź nie, że dewaluacja względem bazowej waluty (np. marki niemieckiej) jest prawdopodobna, kapitał ucieka. Stawia to kraj (np. członka Europejskiego Systemu Walutowego - EMS) przed niemiłą koniecznością znacznej podwyżki stóp procentowych po to, aby odeprzeć atak spekulacyjny, bądź zmusza do dewaluacji, wbrew planom polityków gospodarczych. Regionalna integracja walutowa uwiarygodnia politykę ekonomiczną bardziej niż odrębna deklaracja pojedynczego kraju. Ostatecznie oznacza rezygnację z własnej waluty i zobowiązanie do używania wspólnego regionalnego pieniądza w rozliczeniach krajowych. Przykładowo, po zastąpieniu lira przez euro jest bardziej prawdopodobne, że Włochy nie zdevaluują swojej jednostki monetarnej.

Po drugie, jednolity pieniądz i wspólna polityka monetarna w regionie stanowią znaczną przewagę konkurencyjną w międzynarodowej walce o zagraniczny kapitał<sup>8</sup>. Obszar Europy, gdzie towary i kapitał przepływają swobodnie, ze wspólną walutą i wspólną polityką monetarną, z ujednoliconymi przepisami ma duże szanse, aby wygrać współzawodnictwo o inwestycje zagraniczne z wielkim i jak dotąd najbardziej atrakcyjnym rynkiem Stanów Zjednoczonych Ameryki. Istotnie, europejski plan – w takiej formie, w jakiej został wprowadzony w życie – przypomina „Stany Zjednoczone Europy”. Zastępowanie jedenastu jednostek pieniężnych jednym euro to taki sam proces jak zastąpienie 13 jednostek pieniężnych północnoamerykańskich kolonii dolarem USA. W 1792 r. dolar był fabrycznie nową jednostką tak jak euro w 1999 r. Fakt, że stany USA nie prowadziły własnej polityki monetarnej i kursowej, przyczynił się do wzrostu zjednoczonej gospodarki. Podobnie jak Amerykanie dwa stulecia wcześniej, teraz Europejczycy doszli do wniosku, że unia monetarna będzie miała pewne istotne przewagi, nawet jeśli wymaga przekazania części władzy narodowych banków centralnych na rzecz EBC.

„Zjednoczone Stany Europy” z własną walutą akceptowaną na całym świecie i zintegrowanym rynkiem

<sup>8</sup> Nie będą rozwijać argumentu, że zobowiązanie do używania wspólnej, regionalnej waluty wydaje się obecnie najbardziej skutecznym sposobem obrony przed atakami spekulacyjnymi. Jest to temat godny oddzielnego artykułu.

ponad dwustu milionów ludzi mają większe możliwości korzystania z oszczędności zagranicznych (w formie kredytu i inwestycji) w celu finansowania wzrostu gospodarczego oraz deficytów fiskalnych i zewnętrznych, ponieważ lepiej spełniają oczekiwania zagranicznego kapitału. Po pierwsze, wspólna waluta radykalnie ogranicza ryzyko zmiany kursu. Ponieważ polityka kursowa została wyłączona z kompetencji polityków, mniejsze jest prawdopodobieństwo rządowej ingerencji w przepływy towarowe i kapitałowe. Z chwilą wprowadzenia wspólnej waluty możliwości spekulacyjnej gry na dewaluację zostają wyeliminowane. Inaczej było w przeszłości, kiedy nawet w Europejskim Systemie Walutowym (EMS) gospodarki zachodnioeuropejskie ponosiły ryzyko nagłych zmian kursowych w następstwie ataku spekulacyjnego, wraz z tego negatywnymi konsekwencjami dla długoterminowych inwestycji i handlu międzynarodowego.

Po drugie, transakcje na jednolitym obszarze walutowym wiążą się z niższymi kosztami. Swego rodzaju koszt transakcji stanowi koszt wymiany walut, który może urosnąć do znacznych rozmiarów kiedy poszczególne składniki produkcji pochodzą z różnych krajów. Likwidacja kursów walutowych w konsekwencji rezygnacji z walut narodowych, a także ujednolicone przepisy na całym obszarze unii oznaczają pozbycie się niektórych kosztów, związanych z transakcjami handlowymi i nie tylko; pozwalają też spodziewać się zwiększonego napływu kapitału do Eurolandu.

Po trzecie, kraje członkowskie unii walutowej mają większe szanse utrzymania inflacji na niższym poziomie. Wspólna polityka monetarna powinna przyczynić się do wyrównania stóp inflacji w krajach Eurolandu, analogicznie do skutków narodowej polityki monetarnej dla regionów kraju<sup>9</sup>. Jeżeli tylko Europejski Bank Centralny będzie w stanie oprzeć się naciskom politycznym, poziom inflacji powinien spadać.

Drugą stroną medalu są wymagania, które musi spełnić kraj, aby skorzystać z dobrodziejstw wspólnej waluty. Europejska unia walutowa, konkurując o zagraniczny kapitał, wymaga stosowania na szczeblu regionalnym deflacyjnej polityki makroekonomicznej, analogicznej do tej, o której była mowa wyżej w odniesieniu do poszczególnych krajów biorących udział w współzawodnictwie. Praktycznie, kraje, które przyłączyły się do unii, bardzo niewiele mogą zrobić na rzecz pobudzenia własnej gospodarki. Kiedy państwo staje

<sup>9</sup> Można polemizować z tym stanowiskiem eurooptymistów, wykazując na przykładzie inflacji, że nie doceniają oni, jak bardzo kraje Unii różnią się od siebie. Władze monetarne Eurolandu troszczą się o poziom stopy procentowej, który z definicji ma być ten sam dla każdego kraju członkowskiego. Jednak rzeczywiste stopy inflacji są w państwach członkowskich różne. Dlatego w krajach o względnie wysokiej inflacji realne stopy procentowe są względnie niskie i polityka monetarna jest faktycznie bardziej ekspansywna niż w krajach o względnie niskiej inflacji. Inaczej mówiąc, w krajach o stosunkowo wysokiej inflacji polityka monetarna jest bardziej proinflacyjna, w przeciwieństwie do sytuacji w krajach o stosunkowo niskiej inflacji.



się członkiem unii, przekazuje władzę ustanawiania krótkoterminowych stóp procentowych niezależnemu Europejskiemu Bankowi Centralnemu. Oznacza to, że rząd nie może już więcej wywierać nieformalnej presji, aby podaż pieniądza (lub kredytu krajowego) została zwiększona lub aby stopy procentowe zostały obniżone. Ekspansywna polityka fiskalna natomiast bezpośrednio rodzi dla kraju członkowskiego dodatkowe koszty. Stosownie do postanowień Traktatu z Maastricht, jeśli deficyt budżetowy w kraju członkowskim przekroczy wartość 3% PKB, rząd tego kraju płaci karę w postaci zamrożenia środków. Sankcja nie jest stosowana tylko w przypadku, gdy względnemu wzrostowi deficytu budżetowego towarzyszy znaczny (co najmniej 2%) spadek tempa wzrostu, co przy obecnej średniej stopie wzrostu w krajach Eurolandu (około 2%), dotyczy tylko krajów znajdujących się w stagnacji. Porozumienie z Amsterdamu o dążeniu do zrównoważonych budżetów wzmacnia to ograniczenie. Tak więc przyjęte reguły koordynacji polityki makroekonomicznej sprawiają, że kraje członkowskie nie mają już swobody stosowania ekspansywnej polityki, czy to pieniężnej, czy to fiskalnej, w razie gdy uznają, że pojawia się potrzeba pobudzenia gospodarki. Nie mogą również posłużyć się dewaluacją z powodu nałożonej umową z Maastricht wymogu utrzymywania stałego kursu walutowego w przejściowym dwuletnim okresie, a tym bardziej później, po wyeliminowaniu narodowej waluty. Oznacza to wyrzeczenie się stosunkowo łatwego sposobu poprawienia w krótkim czasie międzynarodowej konkurencyjności rodzimej produkcji i pobudzenia zagranicznego popytu; zamiast tego oczekuje się działań skłaniających do dostosowań po stronie podaży.

W ostatecznym rozrachunku, w zamian za korzyści z używania mocnej i powszechnie akceptowanej waluty, kraje zintegrowane w Eurolandzie i kraje kandydujące w najbliższej przyszłości muszą pogodzić się

z utratą autonomii w zarządzaniu zagregowanym popytem. Układy dotyczące europejskiej unii monetarnej ukierunkowują politykę makroekonomiczną krajów członkowskich ku deflacji, która w dobie globalizacji jest ceną przyciągnięcia zagranicznego kapitału. Sprokrowana przez instytucje Unii Gospodarczej i Walutowej tendencja do stosowania deflacyjnej polityki narodowej nie jest równoznaczna ze skazaniem zjednoczonej Europy na powolny wzrost czy stagnację dochodu narodowego. Gdyby tak było, idea integracji monetarnej w obecnym kształcie nigdy nie przekształciłaby się w decyzję polityczną. Podporządkowanie się makroekonomicznej dyscyplinie narzuconej międzynarodowym Traktatem z Maastricht stwarza większe szanse na przyciągnięcie kapitału z innych stron świata, co może się wiązać z podwyższeniem poziomu nakładów na inwestycje produkcyjne i uruchomieniem efektywniejszych dostosowań po stronie podaży, czyli w wyniku decyzji producentów. Nie one jednak interesują nas w tym artykule.

Z uwagi na zarządzanie popytem z powyższych rozważań wynika wniosek, że podjęcie wyzwania i sięgnięcie po szanse, jakie stwarza globalizacja rynku kapitałowego, są równoznaczne z prowadzeniem takiej samej jednostronnej polityki makroekonomicznej bez względu na to, czy chodzi o pojedynczy kraj, czy o zintegrowany gospodarczo region. Obecnie polityka gospodarcza w otwartych gospodarkach, zarówno wysoko rozwiniętych, jak i „doganiających”, znajduje się pod wpływem preferencji kapitału przemieszczającego się po globie i międzynarodowych układów zawartych w ramach Unii Europejskiej oraz innych regionalnych organizacji. W efekcie, narodowa polityka gospodarcza jest mniej autonomiczna niż w przeszłości. Deflacyjna deformacja wydaje się trwała, bez względu na deklaracje polityków zabiegających o głosy wyborców i bez związku z wynikami kolejnych demokratycznych wyborów.