

Deficyty rachunku obrotów bieżących w wybranych krajach europejskich w latach 1995–2004 – porównawcza analiza stabilności*

Comparative analysis of the sustainability of current account deficits in selected European countries (1995–2004)

*Konrad Sobański***

Streszczenie

W artykule zaprezentowano analizę porównawczą wskaźników stabilności deficytu na rachunku obrotów bieżących w latach 1995–2004 w wybranych krajach europejskich: grupie trzech krajów Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Czechy, Węgry – CEE) oraz grupie trzech krajów dawnej „piętnastki” UE (Grecja, Portugalia, Hiszpania – SWE). Badanie wykazało, że w przypadku krajów SWE (będących członkami UE od wielu lat oraz będących już członkami Unii Gospodarczej i Walutowej) inwestorzy akceptowali taki poziom ryzyka, który dla krajów CEE prawdopodobnie nie byłby jeszcze akceptowalny. Słuszny wydaje się zatem pogląd, że wysokie deficyty obrotów bieżących w krajach bardziej rozwiniętych są zagrożone nagłymi korektami dopiero po znacznym pogorszeniu wskaźników bezpieczeństwa, tj. relacji stopy oszczędności i inwestycji, struktury napływu kapitału zagranicznego, stopnia otwartości gospodarki, wysokości aktywów rezerwowych. Autor wysuwa tezę, że w miarę konwergencji gospodarek krajów CEE z gospodarkami bogatszych państw UE, w szczególności po wstąpieniu do strefy euro, inwestorzy będą oceniać deficyty na rachunku obrotów bieżących Polski, Czech i Węgier jako stabilne, nawet jeśli mniejsze będzie zabezpieczenie mierzone omówionymi wskaźnikami. Twierdzenie to jest szczególnie istotne w kontekście hipotezy faz rozwoju. Zgodnie z tą hipotezą w miarę zaawansowania rozwoju gospodarczego deficyty rosną i dopiero kraje, które przekroczą określony poziom rozwoju, zaczynają generować nadwyżki i stają się eksporterami kapitału netto. W związku z tym, że Grecja, Portugalia i Hiszpania nie przekroczyły do tej pory wspomnianego poziomu, kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które znajdują się na jeszcze niższym poziomie rozwoju, mogą – podążając podobną ścieżką rozwoju – mieć deficyty jeszcze przez długi czas.

Słowa kluczowe: rachunek obrotów bieżących, stabilność deficytu, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, kraje europejskie

Abstract

The paper presents a comparative analysis of the sustainability of current account deficits in selected Central and Eastern European countries (Poland, the Czech Republic, Hungary) as well as Southern and Western European countries (Portugal, Spain, Greece) in the period 1995-2004. The author verifies the sustainability of high current account deficits based on the observation of selected macroeconomic variables such as investment and saving rate, structure of capital inflows, openness ratio, reserve assets. The main finding of the investigation is that the sustainability of negative current balances as measured by operational indicators seems to have been lower in SWE than in CEE countries. The author claims that this might prove that foreign investors are willing to accept such low levels of sustainability indicators in more developed countries that would pose a threat of reversals in less developed countries. Based on the experience of SWE countries the author suggests that deficits prevailing in Poland, the Czech Republic and Hungary will be more sustainable as the convergence process advances (and especially after EMU accession).

Keywords: current account, deficit sustainability, international investment position, European countries

JEL: F32, F41, F21

* Opracowanie powstało w ramach projektu finansowanego z grantu KBN „Bilans obrotów bieżących, finansowych i kapitałowych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej i w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – modelowe determinanty równowagi zewnętrznej”.

** Katedra Handlu Międzynarodowego, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.

Wstęp

Kraje o wysokiej stopie inwestycji krajowych, przekraczającej możliwości wewnętrzne determinowane stopą oszczędności krajowych, zmuszone są do poszukiwania źródeł finansowania u inwestorów zagranicznych. Napływ kapitału zależy od oceny wiarygodności danej gospodarki. Kraj, który utrzymuje deficyty obrotów bieżących, zwiększa swoje zobowiązania zagraniczne, a tym samym pogarsza międzynarodową pozycję inwestycyjną. Aby spłacić ten dług, musi w przyszłości zacząć generować nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Jeżeli inwestorzy dojdą do przekonania, że beneficjent ich finansowania nie przedstawia dobrych perspektyw, mogą w krótkim czasie wycofać swoje kapitały i zmusić kraj do gwałtownego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących. W celu przeciwdziałania nagłym korektom konieczne jest stałe monitorowanie poziomu bezpieczeństwa występującego deficytu i dostosowywanie polityki gospodarczej. W związku z tym, że precyzyjne wyznaczenie stabilnej relacji ujemnego salda obrotów bieżących do PKB jest zadaniem trudnym, rozwiązaniem jest analiza wielu zmiennych, które mogą wskazywać na wysokie prawdopodobieństwo nagłego odpływu kapitału zagranicznego. Należy jednak pamiętać, że wnioski wyciągane na podstawie kształtowania się poszczególnych wskaźników mogą różnić się w zależności od analizowanej gospodarki lub grupy krajów.

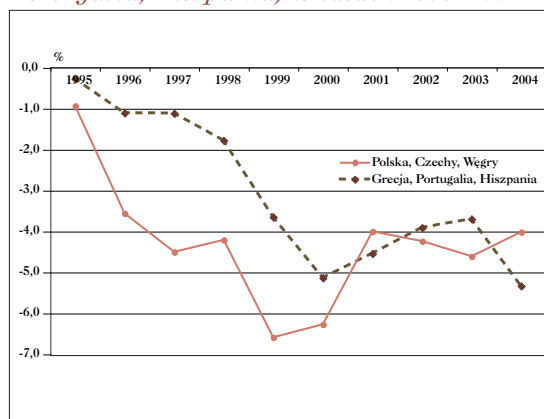
W opracowaniu przedstawiono analizę porównawczą wskaźników stabilności deficytu na rachunku obrotów bieżących w latach 1995–2004 w trzech krajach Europy Środkowo-Wschodniej: Polsce, Czechach i na Węgrzech, oraz trzech krajach dawnej „piętnastki” UE: Grecji, Portugalii i Hiszpanii¹. W gospodarkach tych w analizowanym okresie obserwowano znaczne deficyty na rachunku obrotów bieżących, które w relacji do PKB przekraczały w poszczególnych latach poziom 5%. Tak wysokie ujemne saldo rodzi zawsze pytanie o możliwość podtrzymania jego finansowania przez inwestorów zagranicznych. Wydaje się, że przy określonym poziomie wskaźników świadczących o stabilności bezpieczny poziom ujemnego salda jest wyższy dla krajów bardziej rozwiniętych (tj. Grecji, Portugalii, Hiszpanii) niż dla krajów o niższym poziomie rozwoju (tj. Polski, Czech i Węgier). Inaczej ujmując, wysokie deficyty obrotów bieżących w krajach bardziej rozwiniętych są zagrożone nagłymi korektami dopiero po znacznym pogorszeniu wskaźników bezpieczeństwa. W artykule dokonano przeglądu kształtowania

się dla krajów CEE i SWE wybranych zmiennych, uznawanych w literaturze za wskaźniki prawdopodobieństwa wystąpienia nagłych zwrotów na rachunku obrotów bieżących. Układ tekstu jest następujący. Rozdział pierwszy przedstawia dynamikę i strukturę deficytu na rachunku obrotów bieżących i zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej analizowanych grup krajów w latach 1995–2004. W kolejnym rozdziale przybliżono sposoby oceny stabilności deficytu obrotów bieżących. W rozdziale trzecim omówiono istniejącą literaturę empiryczną dotyczącą czynników określających prawdopodobieństwo wystąpienia korekt salda obrotów bieżących oraz kryzysów walutowych. Analiza porównawcza operacyjnych wskaźników stabilności deficytu została zaprezentowana w rozdziale czwartym. W ostatniej części zawarto uwagi dotyczące kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących krajów CEE i oceny jego bezpieczeństwa w przyszłości, sformułowane na podstawie doświadczeń krajów SWE.

1. Deficyt na rachunku obrotów bieżących a zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto

Deficyty na rachunku obrotów bieżących występowały w latach 1995–2004 w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym również w grupie największych gospodarek regionu, tj. w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Ujemne salda miały także niektóre kraje Europy Zachodniej, zwłaszcza znajdujące się na relatywnie niższym (względem pozostałych państw dawnej „piętnastki” UE) poziomie rozwoju, tj. Grecja, Portugalia i Hiszpania. W obu grupach

Wykres 1 Deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) oraz krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995–2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz danych banków centralnych Polski, Czech, Węgier, Grecji, Portugalii i Hiszpanii.

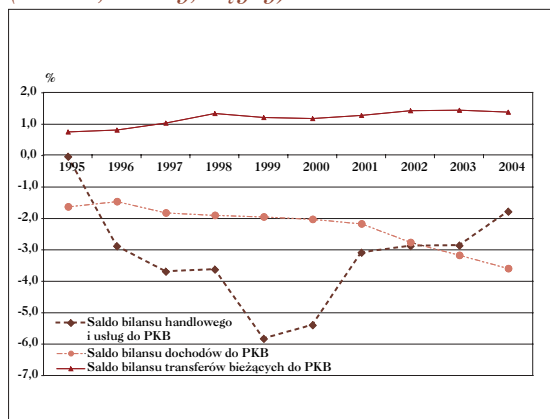
¹ W opracowaniu używane są następujące oznaczenia: grupa krajów składająca się z Polski, Czech, Węgier oznaczana jest jako kraje CEE, natomiast grupa krajów składająca się z Grecji, Portugalii, Hiszpanii oznaczana jest jako kraje SWE.

krajów relatywne deficyty pogłębiły się w analizowanym okresie. W krajach CEE ujemne saldo wzrosło z poziomu -0,9% w 1995 r. do -6,6% PKB w 1999 r., a następnie zmniejszyło się do poziomu -4,0% PKB. W krajach SWE deficyt w całym okresie powiększył się z -0,3% do -5,3% PKB.

Źródłem deficytu obrotów bieżących w obu przypadkach był znaczny ujemny bilans handlu towarami i usługami. W krajach CEE równowaga eksportu i importu na początku okresu przekształciła się w wysoki deficyt na poziomie -5,8% PKB w 1999 r. (w kolejnych latach wyższa dynamika eksportu niż importu pozwoliła zmniejszyć deficyt w relacji do PKB o 4 punkty procentowe). Kraje SWE wykazywały w 1995 r. ujemne saldo na poziomie -2,0% PKB, jednak pod koniec analizowanego okresu deficyt wzrósł do -4,3% PKB. Sytuację bilansu bieżącego pogarszał również rosnący deficyt na rachunku dochodów. Było to wynikiem napływu kapitału finansującego nadwyżkę absorpcji ponad produkt krajowy, a tym samym pogorszenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto i zwiększenia ujemnych dochodów zagranicznych netto. W krajach SWE deficyt zwiększył się o 0,9 punktu procentowego, do -1,6% PKB, natomiast w Polsce, Czechach i na Węgrzech ujemne saldo dochodów wzrosło z poziomu -1,6% do -3,6% PKB.

Ujemne saldo obrotów bieżących w danym okresie jest finansowane napływem kapitału zagranicznego (w postaci inwestycji bezpośrednich, portfelowych lub pozostałych) bądź zmniejszeniem aktywów rezerwowych. Tym samym determinuje wzrost zobowiązań wobec nierezydentów lub spadek aktywów zagranicznych. W rezultacie deficyt obrotów bieżących powoduje wzrost zobowiązań zagranicznych netto.

Wykres 2 Składniki rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) w latach 1995-2004



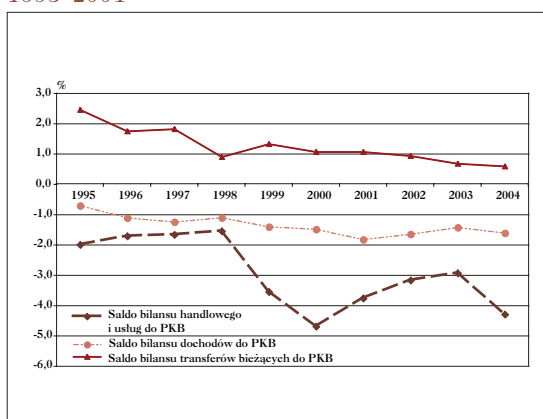
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz danych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

Współzależność obu wielkości była dobrze widoczna w analizowanych krajach. Utrzymujące się deficyty znacznie pogorszyły międzynarodową pozycję inwestycyjną netto obu grup krajów. W krajach CEE ujemna pozycja inwestycyjna w relacji do PKB pogłębiła się od końca 1995 r. do końca 2004 r. o 27,7 punktu procentowego, do poziomu -49,3% PKB, natomiast kraje SWE zwiększyły swoje zobowiązania zagraniczne netto aż o 37,6 punktu procentowego, do poziomu -55,0% PKB². Warto pokreślić, że pogorszenie pozycji inwestycyjnej netto w krajach CEE wynikało głównie ze wzrostu ujemnej pozycji w inwestycjach bezpośrednich (z -10,9% do -37,5% PKB), natomiast w krajach SWE było rezultatem pogorszenia pozycji w inwestycjach portfelowych i pozostałych (z -16,0% do -54,4% PKB).

W związku z tym, że pogorszenie pozycji inwestycyjnej w relacji do PKB w krajach CEE wynikało głównie ze wzrostu pasywów z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, nie zaobserwowano tam znacznego zwiększenia długu zagranicznego. Absolutny poziom zadłużenia zagranicznego wzrósł od końca 1995 r. do końca 2004 r. z 98,5 mld USD do 198,4 mld USD, natomiast relacja długu do PKB dzięki wzrostowi produktu krajowego o 92,2% tylko nieznacznie się zwiększyła: z 42,2% do 44,2%. Inaczej wyglądała sytuacja w badanych krajach Europy Zachodniej i Południowej, gdzie zadłużenie absolut-

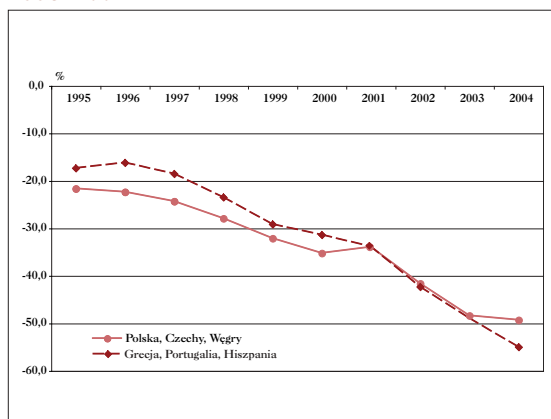
² Ze względu na brak oficjalnych danych międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji na koniec 1995, 1996 i 1997 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 1998 r. oraz danych bilansu płatniczego za lata 1996-1998. Podobnie dla Polski międzynarodowa pozycja inwestycyjna na koniec 2004 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 2003 r. oraz danych bilansu płatniczego za rok 2004. W rezultacie oszacowane kwoty nie uwzględniają zmian z tytułu wyceny.

Wykres 3 Składniki rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz danych banków centralnych Grecji, Portugalii i Hiszpanii.

Wykres 4 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) oraz krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995–2004



Uwaga: ze względu na brak oficjalnych danych międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji na koniec 1995, 1996, 1997 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 1998 r. oraz danych bilansu płatniczego za lata 1996–1998. Podobnie w przypadku Polski międzynarodowa pozycja inwestycyjna na koniec 2004 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 2003 r. oraz danych bilansu płatniczego za rok 2004. W rezultacie oszacowane kwoty nie uwzględniają zmian z tytułu wyceny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (*International Financial Statistics*) oraz danych banków centralnych Polski, Czech, Węgier, Grecji, Portugalii i Hiszpanii.

ne wzrosło aż o 338,7% (relatywny dług zwiększył się z 45,6% do 118,4% PKB), co było wynikiem znacznego napływu portfelowych inwestycji w papiery dłużne oraz pozostałych inwestycji (saldo zadłużenia z tytułu dłużnych papierów wartościowych wzrosło ze 130,3 mld USD do 733,1 mld USD, a dług z tytułu pozostałych inwestycji z 238,4 mld USD do 884,4 mld USD). Mimo znacznego wzrostu długu brutto relacja zadłużenia netto do PKB zwiększyła się tylko o 29 punktów procentowych, do poziomu 39,8% PKB³. Było to rezultatem znacznego wzrostu inwestycji portfelowych i pozostałych dokonywanych za granicą przez rezydentów tych krajów (kraje te stały się również znaczącymi eksporterami kapitału brutto). Saldo aktywów zagranicznych z tytułu inwestycji w dłużne papiery wartościowe wzrosło ponadtrzydziestokrotnie, do poziomu 564,2 mld USD, natomiast w pozostałych inwestycjach odnotowano wzrost o 93,8% do poziomu 509,5 mld USD.

³ Dług zagraniczny brutto nie obejmuje zadłużenia zagranicznego zaciągniętego w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dług zagraniczny netto (międzynarodowa pozycja w inwestycjach portfelowych w dłużne papiery wartościowe i pozostałych inwestycjach) jest różnicą pomiędzy zadłużeniem zagranicznym brutto a aktywami zagranicznymi w postaci dłużnych inwestycji portfelowych i pozostałych inwestycji rezydentów za granicą.

2. Sposoby oceny stabilności deficytu na rachunku obrotów bieżących

Celem podejmowanych prób oceny bezpieczeństwa deficytu jest ustalenie poziomu ryzyka nagłego odpływu kapitału i korekty na rachunku obrotów bieżących. Jednym ze sposobów rozwiązania problemu oceny stabilności deficytu obrotów bieżących jest bezpośrednio wyznaczenie poziomu ujemnego salda możliwego do utrzymania przez dany kraj. Przejawem takiego podejścia jest często podnoszone twierdzenie, że granicą bezpieczeństwa dla ujemnego salda jest 5% PKB⁴. Przekroczenie tej granicy miałyby prowadzić do kryzysu i nagłego wymuszonego zmniejszenia salda rachunku obrotów bieżących. Twierdzenie to znalazło wielu zwolenników, zwłaszcza po analizie doświadczeń Meksyku, który przed kryzysem w latach 1992–1994 miał ujemne saldo obrotów bieżących, średnio na poziomie -7%. Wielkość tę można jednak uznać za arbitralną, jako że nie ma ona żadnego uzasadnienia praktycznego ani teoretycznego. Przeciwno takiemu uproszczonemu podejściu do oceny bezpieczeństwa deficytu opowiedział się między innymi Edwards, który zauważył, że relacja deficytu do PKB w latach 1990–1996 przekraczała -5% tylko w 12 spośród 35 obserwacji w pięciu krajach azjatyckich, które zostały dotknięte kryzysem walutowym w 1997 r. Co więcej, w dwóch latach poprzedzających kryzys częstotliwość występowania wysokich deficytów była jeszcze mniejsza – deficyty przekraczające 5% PKB wystąpiły tylko w 3 z 10 możliwych obserwacji (Edwards 1999, s. 8–9).

Do wyznaczenia stabilnego poziomu deficytu próbowano także wykorzystać teoretyczne podstawy oceny zdolności płatniczych gospodarki, utożsamiając warunek stabilności salda obrotów bieżących z warunkiem utrzymania wypłacalności. Można jednak mieć wątpliwość, czy uzasadnione jest podstawowe założenie tej koncepcji, że stabilny deficyt to deficyt niepowodujący wzrostu zadłużenia w relacji do PKB. Poziom bezpiecznego deficytu zależy od skłonności inwestorów zagranicznych do pożyczania kapitału danej gospodarce. Skłonność ta z pewnością wiąże się z ogólnym poziomem zadłużenia zagranicznego danego kraju. Należy jednak zauważyć, że inwestorzy biorą pod uwagę relację ryzyka (które zależy między innymi od stopy zadłużenia zagranicznego pożyczkobiorcy) do oczekiwanej stopy zwrotu. Dopóki inwestorzy akceptują poziom tej relacji, dopóty deficyt na rachunku obrotów bieżących należy uznać za możliwy do utrzymania. Ponieważ każdy inwestor może mieć odmienne preferencje, a także różnicować akceptowalny poziom ryzyka i stopy zwrotu

⁴ Por. wypowiedź Podsekretarza Skarbu USA z 1996 r., L. Summers cytowana w Edwards (1999, s. 8; 2001, s. 13).

w zależności od kraju, wyznaczenie granicy bezpieczeństwa deficytu obrotów bieżących może być wykonalne tylko *ex post* (tj. gdy doszło do nagłej redukcji deficytu na skutek odpływu kapitału zagranicznego). W skrajnym wypadku wyznaczenie akceptowalnego deficytu dla danego kraju może okazać się niemożliwe, jeżeli postrzeganie danej gospodarki przez inwestorów podlega ciągłym zmianom.

Jeśli jednoznaczne i precyzyjne wyznaczenie bezpiecznego poziomu deficytu jest zadaniem niemożliwym, rozwiązaniem problemu może być pośrednie monitorowanie zagrożenia poprzez obserwację wielu innych zmiennych, które wpływają na skłonność inwestorów do podtrzymania finansowania danej gospodarki. Gdy obserwacja wskaźników wczesnego ostrzegania ujawnia niekorzystne tendencje w danej gospodarce, można sądzić, że niemożliwe będzie utrzymanie poziomu salda obrotów bieżących (a więc deficyt jest na niebezpiecznym poziomie). Wydaje się przy tym, że obserwacja powinna dotyczyć wielu wskaźników, gdyż jeden nie pozwala w pełni określić bezpieczeństwa sytuacji na rachunku obrotów bieżących.

3. Czynniki określające prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysów walutowych i korekt na rachunku obrotów bieżących – przegląd literatury empirycznej

Skokowe korekty na rachunku obrotów bieżących z reguły ściśle wiążą się z kryzysami walutowymi oraz nagłymi zwrotami w przepływach kapitału⁵. W tym kontekście determinanty kryzysów walutowych i szoków w przepływach kapitału warunkują również stabilność deficytu obrotów bieżących. Istnieje obszerna literatura na temat czynników określających prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego, w tym nagłych zmian na rachunku obrotów bieżących⁶. Wiele opracowań powstało w szczególności po doświadczeniach minionej dekady, choć swoim zakresem obejmuje również wcześniejsze wydarzenia. Ponieważ badania empiryczne przeprowadzone przez autorów tych opracowań różnią się zakresem czasowym, geograficznym oraz metodologią, często prowadzą do odmiennych wniosków.

Jeden z najbardziej popularnych nurtów tych badań obejmuje opracowania, w ramach których autorzy poszukiwali zestawu zmiennych objaśniających

prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu, używając analiz regresji (probit lub logit). Metodologia ta wykorzystana została m.in. w pracy Milesi-Ferretti, Razin (1997; 1998). Naukowcy ci dokonali ekonometrycznej weryfikacji znaczenia wielu zmiennych w celu wskazania determinant szoków na rachunku obrotów bieżących i kryzysów walutowych. W pierwszym badaniu analizą objęli dane z lat 1971–1992 dla 86 krajów rozwijających się (krajów o niskim i średnim dochodzie narodowym) jako gospodarek wykazujących znaczne deficyty obrotów bieżących. W kolejnym badaniu zakres czasowy rozszerzono do lat 1970–1996, natomiast zakresem geograficznym objęto 105 krajów o niskim i średnim dochodzie narodowym. Za istotne zmienne objaśniające badacze uznali między innymi poziom rezerw walutowych (wyrażony w relacji do miesięcznego importu lub w relacji do agregatu M2) oraz otwartość gospodarki. Podobną weryfikację statystyczną modelu probit dla próby obejmującej dane z lat 1971–1992 z ponad stu krajów rozwijających się przeprowadzili Frankel i Rose (1996). Wśród analizowanych determinant kryzysów walutowych badacze za istotne uznali m.in. strukturę napływu kapitału (poziom zagranicznych inwestycji bezpośrednich) oraz, podobnie jak Milesi-Ferretti i Razin (1998), wielkość rezerw walutowych. Eichengreen, Rose, Wyplosz (1995) przeanalizowali wpływ wielu zmiennych ekonomicznych i politycznych na gwałtowne zmiany kursu walutowego na podstawie danych dla 20 krajów OECD z lat 1959–1993. Autorzy ci nie znaleźli jednak jednoznacznych wskaźników wczesnego ostrzegania przed atakami spekulacyjnymi. Milesi-Ferretti i Razin (1997; 1998), Frankel i Rose (1996) oraz Eichengreen, Rose i Wyplosz (1995) wykorzystali oprócz statystycznej weryfikacji modelu wielu zmiennych również analizę graficzną. W ramach tej metody analizowali oddzielnie zachowanie poszczególnych zmiennych przed wystąpieniem kryzysu walutowego i po nim. Inne podejście można znaleźć w pracy: Milesi-Ferretti i Razin (1996). Nie korzystając ze sformalizowanej metody ilościowej, autorzy ci próbują wyodrębnić wskaźniki stabilności deficytu obrotów bieżących. Na podstawie obserwacji doświadczeń sześciu krajów podkreślili znaczenie m.in. relacji eksportu do PKB, stopy oszczędności i struktury napływu kapitału.

W ramach kolejnego nurtu badacze skoncentrowali się na analizie głównych zmiennych, których specyficzne zachowanie mogłoby wskazywać na zbliżające się niebezpieczeństwo (tzw. analiza sygnałów). Jedno z ważniejszych badań w zakresie wskaźników wczesnego ostrzegania przed kryzysem finansowym przeprowadzili Goldstein, Kaminsky i Reinhart (2000). Na podstawie analizy danych z 25 rynków wschodzących z lat 1970–1995 badacze ci zapropono-

⁵ Skokowe zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących może nastąpić również w następstwie zmian w polityce gospodarczej lub w następstwie korzystnych szoków *terms of trade*. Problem szoków w przepływach kapitałowych, tzw. *sudden stops*, został rozwinięty przez Calvo (1998). Kaminsky (2003) wskazuje, że *sudden stop* jest jednym z rodzajów kryzysu walutowego.

⁶ Szczegółowe omówienie literatury empirycznej na temat kryzysów walutowych można znaleźć w: Abiad (2003, s. 7-19); Collins (2003, s. 2-4); Kaminsky, Lizondo, Reinhart (1998, s. 6-8).

nowali system wczesnego rozpoznawania kryzysów dzięki monitorowaniu zachowania wielu określonych zmiennych. Zgodnie z tym podejściem przekroczenie przez daną zmienną określonego poziomu należy traktować jako sygnał ostrzegawczy (próg ten jest wyznaczany zgodnie z zasadą maksymalizacji skuteczności danego wskaźnika). Prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu w określonej przyszłości zależy przy tym od liczby indykatorów dających sygnał oraz przypisywanej im wagi (zależnej od ich skuteczności). Ocena zaproponowanego systemu przeprowadzona na danych spoza próby, tj. dla lat 1996–1997, dała jednak różne wyniki dla poszczególnych krajów. Podobne podejście zaprezentowali Kaminsky, Lizondo i Reinhart (1998). W badaniu naukowcy ci skoncentrowali się na kryzysach walutowych, a wskaźniki ostrzegawcze dobrali na podstawie większego zbioru zmiennych. Do tego nurtu można również zaliczyć badanie Edison (2000) oparte w swej podstawowej wersji na danych dla 20 krajów rozwiniętych i rozwijających się z lat 1970–1995.

4. Operacyjne wskaźniki stabilności deficytu na rachunku obrotów bieżących krajów CEE i SWE – analiza porównawcza

W literaturze wyróżnia się wiele zmiennych, które mogą być pomocne w analizie stabilności deficytu. Dzięki empirycznej weryfikacji ich znaczenia możliwe jest praktyczne stosowanie tych zaleceń. Poniżej omówiono problem stabilności deficytów obrotów bieżących w krajach CEE i SWE w kontekście kształtowania się wybranych (spośród proponowanych w literaturze) wskaźników operacyjnych (Milesi-Ferretti, Razin 1996; 1997; 1998; Frankel, Rose 1996).

4.1. Struktura napływu kapitału

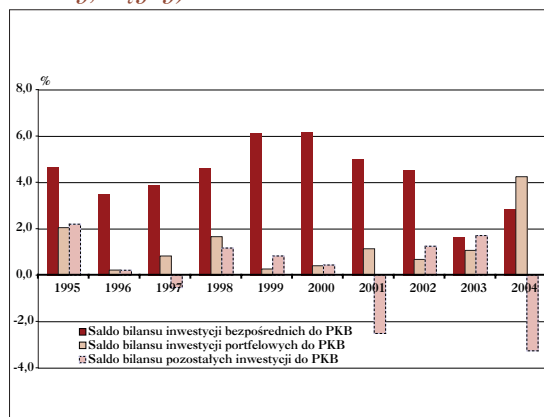
Struktura napływu kapitału jest istotnym czynnikiem wpływającym na stabilność deficytu obrotów bieżących. Charakter źródeł finansowania ujemnego salda decyduje o prawdopodobieństwie szybkiego wycofania się kapitału zagranicznego, a tym samym skokowego dostosowania na rachunku obrotów bieżących. W literaturze podkreśla się, że najbezpieczniejszym sposobem finansowania zagranicznego jest napływ inwestycji bezpośrednich. Wśród inwestycji portfelowych nabywanie przez nierezydentów papierów udziałowych jest natomiast bezpieczniejsze niż inwestycje w dłużne papiery wartościowe (Roubini, Wachtel 1999, s. 26–27).

Pod względem struktury finansowania zagranicznego w analizowanym okresie korzystniejsza była sytuacja krajów CEE, do których aż 73,4% zagra-

nicznego kapitału napłynęło w postaci inwestycji bezpośrednich, a 25,3% w postaci inwestycji portfelowych (5,9% jako inwestycje w udziałowe papiery wartościowe). W tym samym okresie głównym źródłem dodatniego salda rachunku kapitałowego i finansowego w krajach SWE (69,4%) był napływ pozostałych inwestycji, a więc kapitału o charakterze dłużnym. Co więcej, kraje SWE były eksporterami zagranicznych inwestycji bezpośrednich (ujemne saldo wyniosło 88,0 mld USD). W krajach CEE korzystniejszy był również wskaźnik pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem kapitału netto. Wprawdzie saldo rachunku finansowego i kapitałowego było w krajach SWE o 10% wyższe niż deficyt obrotów bieżących, ale po uwzględnieniu salda błędów i opuszczeń napływ kapitału netto stanowił tylko 88% deficytu, co tłumaczy zmniejszenie się aktywów rezerwowych. Omawiany wskaźnik wyniósł dla krajów CEE 131% (139% przy założeniu, że błędy i opuszczenia wynikają z transakcji finansowych). O relatywnie mniejszej stabilności deficytu w krajach SWE dodatkowo świadczy większa zmienność struktury rachunku finansowego w poszczególnych latach (co prezentują wykresy 5 i 6).

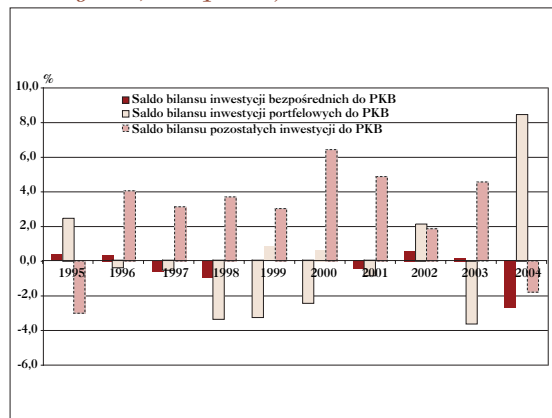
Możliwość utrzymania wysokich i rosnących deficytów w krajach SWE przy relatywnie mniej korzystnej strukturze napływu kapitału wynikała w znacznej mierze z członkostwa tych krajów w Unii Europejskiej, a następnie z przyjęcia euro i związanej z tym eliminacji ryzyka kursowego w relacjach gospodarczych z pozostałymi krajami Unii Gospodarczej i Walutowej. Te dwa czynniki mają istotny pozytywny wpływ na ocenę wiarygodności gospodarek SWE, a tym samym skłonność inwestorów zagranicznych do podtrzymania (a nawet zwiększenia) finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących.

Wykres 5 Składniki rachunku finansowego w relacji do PKB w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) w latach 1995–2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz danych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

Wykres 6 Składniki rachunku finansowego w relacji do PKB w krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz danych banków centralnych Grecji, Portugalii i Hiszpanii.

Bez wprowadzenia wspólnej waluty ujemne salda obrotów bieżących pokryte zmiennym napływem kapitału netto mogłyby być oceniane jako mniej stabilne.

4.2. Wskaźniki oparte na aktywach rezerwowych

Jednym z czynników uwzględnianych przez inwestorów zagranicznych w ocenie wiarygodności danej gospodarki jest poziom aktywów rezerwowych (np. wskaźnik poziomu rezerw w relacji do importu). Rezerwy walutowe stanowią zabezpieczenie obsługi zadłużenia zagranicznego na wypadek, gdyby napływ kapitału został nagle zahamowany. Wyniki empirycznej weryfikacji przeprowadzonej przez Milesi-Ferretti, Razin (1997; 1998) oraz Frankel, Rose (1996) pokazały, że w krajach posiadających większe rezerwy walutowe nagle korekty deficytu na rachun-

ku obrotów bieżących i kryzysy walutowe są mniej prawdopodobne (Milesi-Ferretti, Razin 1997, s. 9-10; 1998, s. 26; Frankel, Rose 1996). Pod tym względem w analizowanym okresie korzystniejsza była sytuacja krajów CEE. Mimo że wskaźnik możliwości finansowania importu przez aktywa rezerwowe liczony w miesiącach spadł z 6 do 4, to w przypadku krajów SWE spadek był większy. Na koniec 1995 r. kraje SWE miały aktywa rezerwowe na poziomie ich czteromiesięcznego importu, tymczasem na koniec 2004 r. relacja ta obniżyła się do jednego miesiąca. Było to wynikiem zmniejszenia się poziomu rezerw walutowych tych krajów o blisko 50% (30,5 mld USD) i wzrostu poziomu rocznego importu o 117%. Ponieważ spadek poziomu aktywów rezerwowych w krajach SWE wiązał się w znacznym stopniu z przyjęciem wspólnej waluty europejskiej, negatywny wydzźwięk zmian wskaźnika w tej grupie krajów ulega złagodzeniu. Wprowadzenie euro istotnie zmniejszyło wymagany poziom rezerw walutowych, gdyż od tego momentu znaczna część obrotów bieżących, kapitałowych i finansowych krajów członkowskich UGW (obroty wewnątrz ugrupowania) denominowana jest we wspólnej walucie.

Relatywnie gorzej w krajach SWE kształtował się również wskaźnik płynności mierzony relacją aktywów rezerwowych do ujemnej międzynarodowej pozycji netto w inwestycjach portfelowych i pozostałych. Od końca 1995 r. do końca 2004 r. zaobserwowano jego spadek z 49,9% do 4,6%. W tym samym okresie relacja ta wahała się w krajach CEE w przedziale 60-85%. Z jednej strony na kształtowanie się wskaźnika w krajach SWE silnie wpłynął spadek poziomu aktywów rezerwowych wywołany wejściem do strefy euro. Z drugiej strony zaobserwowane zmiany wynikały z pogłębiającej się ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w inwestycjach

Tabela 1. Aktywa rezerwowe w relacji do miesięcznego importu oraz międzynarodowej pozycji netto w inwestycjach portfelowych i pozostałych w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) oraz krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995-2004

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aktywa rezerwowe w relacji do miesięcznego importu										
Polska, Czechy, Węgry	5,9	5,0	4,6	5,2	5,2	4,7	4,5	5,0	4,7	4,0
Grecja, Portugalia, Hiszpania	3,9	5,2	5,4	4,7	2,9	2,8	2,5	2,8	1,5	1,0
Aktywa rezerwowe do międzynarodowej pozycji netto w inwestycjach portfelowych i pozostałych (w %)										
Polska, Czechy, Węgry	-62,0	-61,2	-63,0	-69,8	-69,2	-73,5	-84,7	-77,4	-63,7	-60,3
Grecja, Portugalia, Hiszpania	-49,9	-64,1	-54,9	-43,4	-22,3	-20,5	-16,7	-15,9	-8,2	-4,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego (World Development Indicators), Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics June 2005) oraz danych banków centralnych Grecji i Czech.

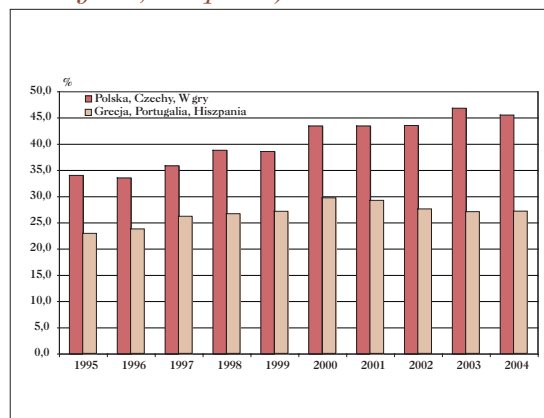
portfelowych i pozostałych (zmiana o 613 mld USD). Możliwość utrzymania rosnącego deficytu obrotów bieżących przy niekorzystnych zmianach wskaźnika świadczy o pozytywnych zmianach w postrzeganiu tych gospodarek przez inwestorów. Postępująca integracja gospodarcza, a w szczególności wprowadzenie wspólnej waluty euro znacznie zmniejszyły ryzyko inwestycyjne, co doprowadziło do podniesienia bezpiecznego poziomu zadłużenia zagranicznego dla tych krajów (Blanchard, Giavazzi 2002, s. 27–28, 35). W rezultacie spadek zabezpieczenia w postaci rezerw walutowych nie zwiększył zagrożenia korektą obrotów bieżących krajów SWE, podczas gdy w przypadku krajów CEE mogłyby być przyczyną znacznego pogorszenia oceny wiarygodności.

4.3. Otwartość gospodarki

Większa otwartość gospodarki w badaniach przeprowadzonych przez Milesi-Ferretti, Razin (1997, 1998) okazała się czynnikiem zmniejszającym ryzyko nagłych zmian na rachunku obrotów bieżących (Milesi-Ferretti, Razin 1997, s. 9–10; 1998, s. 31). Wynik ten jest zbliżony z postulatami teorii mówiącymi, że gospodarki charakteryzujące się dużym stopniem otwartości sprawniej obsługują dług zagraniczny, a w związku z tym inwestorzy lepiej oceniają ich wiarygodność. Dodatkowo, w przypadku wstrzymania napływu kapitału kraje o wysokim udziale eksportu mogą w większym stopniu sfinansować import towarów i usług, który może okazać się niezbędny do podtrzymania wzrostu produktywności i PKB (Milesi-Ferretti, Razin 1996, s. 11–12). W rezultacie ryzyko nagłego odpływu kapitału zagranicznego jest mniejsze dla tych krajów, a poziom możliwego do utrzymania deficytu wydaje się większy.

Pod tym względem sytuacja krajów CEE w całym analizowanym okresie wskazywała na wyższy niż w krajach SWE poziom bezpieczeństwa deficytu obrotów bieżących. Udział eksportu towarów i usług w PKB był zdecydowanie wyższy aniżeli w krajach SWE i wzrósł z poziomu 34% w 1995 r. do 45,5% w 2004 r. W tym samym czasie w krajach SWE wskaźnik ten nie przekroczył 30%. Warto podkreślić, że wśród krajów CEE największą otwartością charakteryzowały się w całym okresie Węgry (średni udział eksportu w PKB wyniósł 61,3%) oraz Czechy (58,2%). W Polsce wskaźnik ten wyniósł 27,0% (w poszczególnych latach wykazywał znacznie mniejszą tendencję wzrostową niż na Węgrzech i w Czechach). W krajach SWE nie występowało tak wielkie zróżnicowanie. W Grecji średni poziom wskaźnika w latach 1995–2004 był najniższy (21,1%), podczas gdy Hiszpania cechowała się najwyższym stopniem otwartości (30,5%).

Wykres 7 *Wskaźnik otwartości gospodarki (eksport w relacji do PKB) krajów CEE (Polska, Czechy, Węgry) oraz krajów SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995–2004*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego (World Development Indicators), Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics June 2005), danych banków centralnych Portugalii i Grecji oraz danych OECD.

4.4. Stopa oszczędności i stopa inwestycji

Saldo obrotów bieżących jest różnicą pomiędzy oszczędnościami a inwestycjami krajowymi. Kraje, które utrzymują wysoką stopę oszczędności, są mniej uzależnione od oszczędności zagranicznych. Z kolei wysokie stopy inwestycji często są finansowane w znacznym stopniu oszczędnościami zagranicznymi. Wysokie stopy inwestycji powinny umożliwić utrzymywanie wysokich deficytów obrotów bieżących, gdyż inwestorzy mogą lepiej oceniać perspektywę takiej gospodarki. Wysoki poziom inwestycji pozwala zwiększyć możliwości eksportowe (a tym samym możliwości obsługi zobowiązań wobec inwestorów zagranicznych), co w rezultacie powinno prowadzić do zmniejszenia ujemnego salda w przyszłości. Co więcej, wyższy poziom inwestycji powinien przyspieszyć wzrost gospodarczy, a dzięki temu w przyszłości może zwiększyć się atrakcyjność lokat w danym kraju z punktu widzenia inwestorów zagranicznych. W rezultacie deficyt wynikający z wysokich stóp inwestycji wydaje się bardziej stabilny niż deficyt będący skutkiem niskiej stopy oszczędności. Należy jednak pamiętać, że efekty inwestycji zależą nie tylko od ich poziomu, ale również od produktywności. Możliwa jest więc sytuacja, w której nie należy pozytywnie oceniać wysokiej stopy inwestycji ze względu na niską efektywność inwestycji. Jako przykład można podać kraje azjatyckie, w których bardzo wysoka stopa inwestycji była raczej zwiastunem kryzysu w 1997 r. (w tych krajach pojawił się problem przeinwestowania) (Krugman 1998 oraz Goldstein, Kaminsky, Reinhart 2000, s. 25). Przykładowo, średnia stopa inwestycji w latach 1995–1997 kształtowa-

Tabela 2. Krajowe inwestycje i oszczędności w relacji do PKB w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) oraz krajach SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania) w latach 1995–2004 (w %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Stopa inwestycji										
Polska, Czechy, Węgry	22,5	24,3	25,3	26,2	26,0	26,6	23,5	22,1	22,3	22,0
Grecja, Portugalia, Hiszpania	22,1	21,9	22,4	23,6	24,8	25,9	25,7	25,2	25,6	27,2
Stopa oszczędności										
Polska, Czechy, Węgry	22,8	22,1	21,9	22,7	21,6	21,2	20,4	19,3	19,5	20,0
Grecja, Portugalia, Hiszpania	20,1	20,2	20,9	21,2	21,2	21,5	22,1	22,2	22,3	22,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego (World Development Indicators), Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics) oraz Głównego Urzędu Statystycznego.

ła się na poziomie 42,7% PKB w Malezji oraz 39,3% w Tajlandii⁷. Wydaje się jednak, że problem przeinwestowania nie odnosi się do krajów CEE i SWE ze względu na znacznie niższe stopy inwestycji niż we wspomnianych państwach azjatyckich. W odniesieniu do analizowanych krajów bardziej zasadne jest twierdzenie, że deficyt wynikający z wysokiego udziału inwestycji w PKB jest mniejszym zagrożeniem.

W latach 1995–2004 w krajach CEE zaobserwowano spadek stopy oszczędności z 22,8% do 20,0%. Jednocześnie stopa inwestycji początkowo wzrosła do 26,6% w 2000 r., a następnie obniżyła się do 22,0% w 2004 r. Zwiększenie deficytu na rachunku obrotów bieżących krajów CEE w latach 1995–2000 było rezultatem wzrostu stopy inwestycji przy nierosnącej stopie oszczędności. Mimo że ujemne saldo pogłębiało się, wysoki i rosący poziom inwestycji mógł napawać inwestorów zagranicznych optymizmem co do możliwości spłaty zobowiązań przez kraje CEE w przyszłości. W rezultacie do krajów tych napływał kapitał zagraniczny w ilości większej, niż wynosiło zapotrzebowanie wynikające z deficytu bieżącego. Doprowadziło to do wzrostu rezerw walutowych (w latach 1995–2000 napływ kapitałów netto wyniósł 102,9 mld USD, podczas gdy deficyt na rachunku obrotów bieżących 68,7 mld USD). Warto podkreślić, że spośród krajów CEE najgorzej kształtowała się w tym okresie sytuacja w Polsce, gdzie wzrost ujemnego salda wynikał z relatywnie niskiego i malejącego udziału oszczędności w PKB (stopa oszczędności w latach 1997–2004 nie przekroczyła 20%) oraz relatywnie niskiej i rosącej stopy inwestycji. Poprawa salda bilansu bieżącego krajów CEE począwszy od 2001 r. (z -6,3% PKB w 2000 do -4,0% PKB w 2004 r.) nastąpiła dzięki większej

dynamice spadku stopy inwestycji w porównaniu ze stopą oszczędności. Gdyby stopa inwestycji miała w przyszłości wzrosnąć, to przy niskim poziomie oszczędności pogłębiający się deficyt należałoby uznać za mniej stabilny niż w drugiej połowie lat 90.

Przyczyną pogłębienia deficytu obrotów bieżących w krajach SWE w latach 1995–2004 był szybszy wzrost stopy inwestycji w porównaniu ze wzrostem stopy oszczędności. Poziom oszczędności w relacji do PKB wzrósł z 20,1% w 1995 r. do 22,4% w 2004 r., podczas gdy stopa inwestycji zwiększyła się o 5,1 punktu procentowego. Mimo że stopy oszczędności i inwestycji były początkowo relatywnie niskie (w porównaniu z krajami CEE), na koniec analizowanego okresu przekroczyły poziom obserwowany w krajach CEE. W kontekście wcześniejszych rozważań wydaje się, że uwarunkowania wzrostu deficytu bieżącego krajów SWE świadczą o jego stabilności.

5. Uwagi końcowe

Znajomość bezpiecznego poziomu deficytu obrotów bieżących może umożliwić decydom wcześniej dostosowanie polityki gospodarczej i przeciwdziałanie szokowym zmianom w bilansie płatniczym. Trudność z precyzyjnym wyznaczeniem granicy bezpieczeństwa dla ujemnego salda wynika z faktu, że oceny inwestorów zagranicznych, zapewniających źródła finansowania deficytów, nie są jednakowe dla wszystkich gospodarek i zmieniają się w czasie. W związku z tym, że precyzyjne wyznaczenie poziomu stabilnego deficytu nie jest możliwe *ex ante*, rozwiązaniem problemu może być pośrednie monitorowanie zagrożenia poprzez obserwację wielu zmiennych, które wpływają na skłonność inwestorów do podtrzymania finansowania danej gospodarki.

⁷ Dane Banku Światowego (World Development Indicators).

Przeprowadzona analiza porównawcza wskazuje, że w latach 1995–2004 deficyty na rachunku obrotów bieżących były utrzymywane w krajach CEE (Polska, Czechy, Węgry) przy korzystniejszym poziomie wskaźników bezpieczeństwa w porównaniu z krajami SWE (Grecja, Portugalia, Hiszpania). Po pierwsze, kraje CEE miały znacznie bezpieczniejszą strukturę napływu kapitału zagranicznego, a zatem pod tym względem prawdopodobieństwo szybkiego wycofania się inwestorów i skokowego dostosowania na rachunku obrotów bieżących wydawało się niższe. W analizowanym okresie kraje CEE finansowały deficyty w znacznej części napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich, tymczasem w krajach SWE głównym źródłem finansowania był kapitał o charakterze dłużnym w postaci pozostałych inwestycji. Po drugie, kraje CEE miały wyższy relatywny poziom rezerw walutowych będących zabezpieczeniem obsługi zadłużenia zagranicznego i wydatków importowych na wypadek, gdyby napływ kapitału został nagle zahamowany. Po trzecie, kraje te charakteryzowały się znacznie większą otwartością gospodarki mierzoną udziałem eksportu w PKB, a w rezultacie wydawały się sprawniejsze w generowaniu wpływów walutowych koniecznych do spłaty długu zagranicznego oraz finansowania importu niezbędnego do podtrzymania wzrostu produktywności. Relatywnie mniej korzystne tendencje w krajach CEE odnotowano jedynie w przypadku stopy inwestycji i oszczędności. W analizowanym okresie w krajach CEE zaobserwowano spadek stopy oszczędności, natomiast kraje SWE zwiększały deficyt w sytuacji wzrostu inwestycji i oszczędności w relacji do PKB.

Możliwość utrzymywania znacznego deficytu obrotów bieżących przez kraje SWE w sytuacji relatywnie mniejszego poziomu bezpieczeństwa mierzonego omówionymi wskaźnikami wynika, jak się wydaje, z faktu, że są to gospodarki relatywnie bardziej rozwinięte. Inwestorzy darzą poszczególne kra-

je lub grupy krajów różnym zaufaniem i w krajach o wyższym poziomie rozwoju są skłonni zaakceptować niższy poziom wskaźników operacyjnych świadczących o bezpieczeństwie ich lokat. Mimo że analizowane kraje SWE należą do najbiedniejszych z dawnej „piętnastki” UE, ich PKB *per capita* jest wciąż wyższy aniżeli krajów CEE (PKB *per capita* według siły nabywczej w relacji do PKB *per capita* dla 25 krajów członkowskich UE wyniósł w 2004 r.: w Grecji 82%, w Portugalii 73%, w Hiszpanii 98%, natomiast w Polsce tylko 47%, w Czechach 70%, a na Węgrzech 61%⁸). Wydaje się zatem, że w przypadku krajów SWE (będących od wielu lat członkami UE oraz będących już członkami Unii Gospodarczej i Walutowej) inwestorzy akceptują taki poziom ryzyka, który dla krajów CEE prawdopodobnie nie byłby jeszcze akceptowalny. Można sądzić, że w miarę konwergencji gospodarek krajów CEE z gospodarkami bogatszych krajów UE inwestorzy będą oceniać deficyty na rachunku obrotów bieżących Polski, Czech i Węgier jako stabilne nawet przy mniejszym zabezpieczeniu mierzonym omówionymi wskaźnikami. Po wstąpieniu krajów CEE do unii walutowej zjawisko to powinno uwidocznić się jeszcze bardziej ze względu na istotny spadek ryzyka inwestycyjnego. Powyższe twierdzenie jest szczególnie istotne w kontekście hipotezy faz rozwoju, zgodnie z którą w miarę zaawansowania rozwoju gospodarczego deficyty rosną i dopiero kraje, które przekroczyły określony poziom rozwoju, zaczynają generować nadwyżki i stają się eksporterami kapitału netto. W związku z tym, że Grecja, Portugalia, Hiszpania nie przekroczyły do tej pory wspomnianego poziomu, kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które znajdują się na jeszcze niższym poziomie rozwoju, mogą, podążając podobną ścieżką rozwoju, mieć deficyty jeszcze przez długi czas.

⁸ Dane Eurostat.

Bibliografia

- Abiad A. (2003), *Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach*, “Working Paper”, No. 03/32, IMF, Washington D. C.
- Adedeji O. S. (2001), *The Size and Sustainability of Nigerian Current Account*, “Working Paper”, No. 01/87, IMF, Washington D. C.
- Blanchard O., Giavazzi F. (2002), *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle*, “Working Paper”, No. 03-05, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts.
- Calvo G. (1998), *Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*, “Journal of Applied Economics”, Vol. 1, No. 1 (November).
- Cashin P., McDermott C. J. (1998), *International Capital Flows and National Creditworthiness: Do the Fundamental Things Apply as Time Goes By?*, “Working Paper”, No. 98/172, IMF, Washington D.C.

- Collins S. (2003), *Probabilities, Probits and the Timing of Currency Crises*, www.georgetown.edu/faculty/jhh9/collins.pdf.
- Edison H. (2000), *Do indicators of financial crises work? An evaluation on an early warning system*, "International Finance Discussion Papers", No. 675, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Edwards S. (1999), *Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia*, "Working Paper", No. 7233, NBER, Cambridge.
- Edwards S. (2001), *Does the Current Account Matter?*, "Working Paper", No. 8275, NBER, Cambridge.
- Frankel J., Rose A. (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*, "Discussion Papers", No. 1349, CEPR, London.
- Goldstein M., Kaminsky G., Reinhart C. (2000), *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Gotz-Kozierkiewicz D. (2002), *Deficyt rachunku obrotów bieżących w gospodarce transformowanej – obiektywne przesłanki a polityka makroekonomiczna*, „*Ekonomista*”, nr 3.
- Kaminsky G. (2003), *Varieties of Currency Crises*, "Working Paper", No. 10193, NBER, Cambridge.
- Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. (1998), *Leading indicators of currency crises*, "Staff Papers", Vol. 45, No. 1, IMF, Washington D. C.
- Kaminsky G., Reinhart C. (1999), *The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems*, "The American Economic Review", Vol. 89, No. 3 (June).
- Kolasa M. (2005), *What Drives Productivity Growth in the New EU Member States*, "Working Papers Series", No. 486, European Central Bank, Frankfurt.
- Krugman P. (1998), *What happened to Asia?*, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>.
- Milesi-Ferretti G.M., Razin A. (1998), *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*, "Working Paper", No. 98/89, IMF, Washington D.C.
- Milesi-Ferretti G.M., Razin A. (1997), *Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis*, "Working Paper", No. 97/168, IMF, Washington D.C.
- Milesi-Ferretti G.M., Razin A. (1996), *Sustainability of Persistent Current Account Deficits*, "Working Paper", No. 5467, NBER, Cambridge.
- Reisen H. (1998), *Sustainable and Excessive Current Account Deficits*, "Technical Paper", No. 132, OECD Development Centre, Paris.
- Roubini N., Wachtel P. (1999), *Current Account Sustainability in Transition Economies*, w: M.I. Blejer, M. Skreb, *Balance of Payments, Exchange Rates, and Competitiveness in Transition Economies*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Sachs J., Tornell A., Velasco A. (1996), *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*, "Working Paper", No. 5576, NBER, Cambridge.
- Siwiński W. (2003), *Deficyty płatnicze krajów transformujących się w świetle międzyokresowej teorii bilansu płatniczego*, „*Ekonomista*”, nr 2.