

*Eugeniusz Najlepszy**

**EKSPANSJA FISKALNA
A DESTABILIZACJA RÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ**

WSTĘP

W ostatnich latach globalny kryzys finansowy ze szczególną siłą wpłynął na równowagę zewnętrzną krajów utrzymujących budżety publiczne korzystające z wysokiego lewarowania. W odniesieniu do niektórych z nich jego oddziaływanie było stosunkowo krótkotrwałe nie powodując groźnych skutków. Jednak w przypadku krajów, które doprowadziły do wzrostu budżetów o wyjątkowej, nie notowanej dźwigni (*overleveraging*), zaburzenia równowagi zewnętrznej wywołane kryzysem przyczyniły się do silnej i gwałtownej kontrakcji rynków finansowych. Wpłynęły one nie tylko na politykę fiskalną i monetarną rządów poszczególnych krajów, ale również na działania najważniejszych instytucji międzynarodowych (MFW, Komisja UE, Europejski Bank Centralny, BIS).

Trudno wskazać obecnie jedną znaczącą publikację, która opisywałaby w sposób kompleksowy i łączący w spójną całość wszystkie aspekty współzależności pomiędzy kluczowymi elementami mechanizmu destabilizującego równowagi zewnętrzne w związku z kryzysem zadłużeniowym sektora publicznego. Również skala aktualnej debaty wokół zaskakujących konsekwencji kryzysu fiskalnego, wpływających na zaburzenia przepływów kapitałowych, mnogość wypowiedzi jej uczestników demonstrujących zróżnicowany poziom wiedzy, powoduje narastanie wielu nieporozumień i wątpliwości zaciemniających wyjaśnienie tego zagadnienia.

W poniższym opracowaniu podjęto próbę ujęcia zasadniczych interakcji pomiędzy mechanizmem ekspansji fiskalnej (będącej częścią polityki wysokich budżetów) a procesem wzrostu nierównowagi zewnętrznej wyrażającej się w rosnących deficytach obrotów bieżących). Zasadniczym celem analizy jest identyfikacja procesów interakcji przez które rosnące deficyty budżetowe i korespondujące z nimi deficyty obrotów bieżących, dopasowują się do turbulencji otoczenia globalnego (intensywności przepływów kapitałowych).

* Prof. zw. dr hab., UEP, Katedra Finansów Międzynarodowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

1. WPŁYW KRYZYSU ZADŁUŻENIA NA WZROST NIERÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ

Eskalacja nierównowagi globalnej połączona z wysoką zmiennością przepływów kapitałowych uderzyła przede wszystkim w finansowanie budżetów krajów już silnie zadłużonych, balansujących na krawędzi utraty zaufania rynków finansowych w rezultacie dalszego pogarszania się ich fundamentów gospodarczych. Od połowy pierwszej dekady XXI wieku bilanse najważniejszych banków komercyjnych zarówno w Ameryce Północnej jak i w Europie Zachodniej pełne były kredytów i pożyczek zaciąganych nie tylko przez podmioty sektora prywatnego, ale także przez rządy i inne podmioty sektora publicznego. Przyczyniła się do tego ekspansja fiskalna poprzez kolejne emisje obligacji skarbowych i udzielane licznie subsydia rządowe i gwarancje bankowe, wspierające programy socjalne. Banki centralne i organy nadzoru finansowego, utrzymujące instytucje „ostatniej szansy” wobec dużych banków komercyjnych, nie działały jednocześnie z należytą starannością w obszarze egzekwowania wysokich standardów ostrożnościowych dotyczących wymagań kapitałowych (wdrażania i kontroli dyrektyw adekwatności kapitałowej).

Banki komercyjne korzystające z wysokiej dźwigni finansowej tolerowały z kolei struktury bilansów o nie notowanym dotychczas poziomie lewarowania ponieważ w ten sposób mogły stale zwiększać swoje zyski i wskaźniki zwrotu. Wdrażanie kolejnych Porozumień Bazylejskich (Basel I, Basel II), a także wspólnych uzgodnień rządów państw grupy G10/20, formalnie nadających im moc prawa wewnętrznego, niewiele zmieniło w nastawieniu głównych banków komercyjnych w USA i w krajach Unii Europejskiej przy podejmowaniu decyzji o wysokości niezbędnego kapitału własnego. Pomimo ciągłego zwiększania sum bilansowych i niemożności stworzenia niezbędnych rezerw na rosnące trudne kredyty, większość banków krajów Unii Europejskiej akceptując formalne porozumienia bazylejskie nie podjęła jednakże działań w kierunku wyeliminowania operacji prowadzących do wzrostu ryzyka niewypłacalności. W efekcie, niekontrolowana i słabo poddająca się regulacjom ekspansja kredytowa banków (wysokie limity kredytowe, maksymalne dopuszczalne okresy zapadalności i nowe produkty inżynierii finansowej), wygenerowały szybko przestrzeń dla globalnego ryzyka systemowego.

Instytucje nadzoru finansowego i agencje ratingowe nie dostrzegały gwałtownie rosnącej ekspansji kredytowej licznych banków komercyjnych i pogarszającej się coraz szybciej wiarygodności. Międzynarodowe rynki finansowe równocześnie funkcjonowały w przekonaniu, że duże i kluczowe instytucje finansowe nie mogą zbankrutować ponieważ wszystkie objęte są „parasolem ochronnym” kredytodawcy ostatniej instancji. Bez względu na ewentualne poniesione straty mogły być w ten sposób chronione przed skutkami pogorszenia oceny ich ratingu ogłaszanego przez instytucje ratingowe.

Agresywna działalność banków komercyjnych oraz innych instytucji finansowych, opierająca się na niespotykanej dotąd ekspansji kredytowej, musiała zachęcić także rządy państw znajdujących się pod presją zwiększania wydatków publicznych do skorzystania ze zgromadzonych w tych podmiotach kapitałów pożyczkowych. Utrzymywanie deficytów budżetowych i dalszy ich wzrost był zatem możliwy, ponieważ działające na globalnym rynku finansowym podmioty (banki, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe) były gotowe nabywać dowolne ilości emitowanych przez rządy skarbowych papierów wartościowych. Umożliwiało to finansowanie nawet znacznych wzrostów wydatków publicznych ponad dochody podatkowe [Krawczyk, 2009]. Trwałe i szybko powiększające się niedobory budżetowe, skutkujące wzrostem długu publicznego w relacji do PKB, wymagały jednak akceptowania dodatkowych kosztów obsługi rosnącego zadłużenia.

W celu zachęcenia uczestników rynków finansowych do zakupów skarbowych papierów wartościowych, zadłużające się państwa musiały zastosować stopy procentowe wyższe od tych, jakie mogłyby przed emisją długu osiągnąć na rynkach podobnych aktywów finansowych. W takiej sytuacji podmioty sektora prywatnego (przedsiębiorstwa, inwestorzy prywatni i banki) zmuszone są konkurować z państwem o krajowe oszczędności prywatne. Przy spadającym poziomie oszczędności krajowych może dochodzić do wypchnięcia części wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego (przedsiębiorstw i ludności) przez rosnące wydatki publiczne finansowane przez nową emisję papierów skarbowych (*crowding out effect*).

Pewna część deficytu budżetowego może być jednak łatwiej sfinansowana z oszczędności zagranicznych, co w dużym stopniu neutralizuje wpływ zwiększających się niedoborów budżetowych na krótkoterminowe stopy procentowe i redukuje efekt wypychania [Krawczyk, 2009].

Ekspansywna i opierająca się na coraz większej mierze na zewnętrznym lewarowaniu (długiem zagranicznym) polityka fiskalna, absorbująca rosnący napływ kapitałów zagranicznych, wpływa jednakże na spadek oszczędności krajowych, a za jego pośrednictwem na wzrost stóp dochodowości krajowych aktywów finansowych. Intensywność napływu kapitałów najczęściej prowadzi do aprecjacji kursów walutowych. W rezultacie, z jednej strony przyczynia się do zahamowania inwestycji, w sektorze produkcyjnym, z drugiej zaś, do wzrostu popytu krajowego na dobra importowane, stymulowanego wzrostem kursu waluty krajowej, co pogarsza saldo płatności w obrotach bieżących. Powstaje więc sytuacja, w której zmniejszające się oszczędności prywatne i redukowanie dochodów przez rosnący deficyt budżetowy kraju, nie mogą pokrywać wydatków inwestycyjnych i lukę tę zaczyna wypełniać import zagraniczny [Lutkowski, 2006]. Mechanizm tej zależności próbuje wyjaśnić m.in. hipoteza bliźniaczych deficytów, stanowiąca przedmiot licznych badań empirycznych w związku z dynamicznym wzrostem nierównowagi zewnętrznej krajów zadłużonych

w ostatnich latach [Khalid, Guan, 1999; Kumhof, Laxton, 2009, Misztal, 2010]. Hipoteza bliźniaczych deficytów, utrzymuje, że ekspansywna polityka fiskalna wywołująca dynamiczny deficyt budżetowy istotnie oddziałuje na wyniki rachunku obrotów bieżących, ponieważ deficyty budżetowe idą coraz częściej w parze z deficytami bilansu obrotów bieżących finansowanymi z rachunku kapitałowego bilansu płatniczego.

Jeszcze w ciągu ubiegłej dekady hipoteza bliźniaczych deficytów budziła liczne kontrowersje teoretyczne i była przedmiotem poważnej krytyki większości ekonomistów, którzy kwestionowali jednokierunkowy związek przyczynowo-skutkowy między deficytem budżetowym i deficytem obrotów bieżących [Misztal, 2010; Rybiński, 2007]. Odrzucano zwłaszcza sugestię, że konsolidacja finansów publicznych mogłaby prowadzić do znacznej poprawy salda obrotów bieżących kraju [Gotz-Kozierkiewicz, 2006]. W tym okresie obserwowano jednak bezprecedensową i dość ciekawą reakcję międzynarodowych rynków finansowych na prowadzoną przez Stany Zjednoczone i kraje Unii Europejskiej politykę fiskalną. Im bardziej władze fiskalne tych krajów drenowały z rynku kapitały, tym obficie napływały do nich kapitały zagraniczne, wywołując stopniową zwyżkę kursów walutowych i pogarszanie się bilansu obrotów bieżących. Ponieważ równocześnie średnio i długoterminowe stopy procentowe (jak należało oczekiwać) nie objawiły tendencji wzrostowej (a nawet wręcz przeciwnie), nie można było dostrzec nawet śladu *crowding out* wydatków inwestycyjnych przez rosnące deficyty budżetowe. Doświadczenia wielu krajów uprzemysłowionych (głównie Stanów Zjednoczonych i krajów europejskich) w latach 2003-2008, wskazywały bez wątpienia, że państwa mogą zadłużać się nie wywierając znaczącej presji na stopy procentowe i wzrost kursu waluty krajowej.

Deficyty budżetowe nie powodowały zwiększania stóp procentowych i kursów walutowych ponieważ równolegle wzrastał popyt inwestorów zagranicznych na dużą część tzw. handlowanego długu państwa (*marketable debt*) oferowanego na rynkach finansowych w formie emitowanych papierów skarbowych¹. W konsekwencji, spadek oszczędności krajowych (wbrew hipotezie ekwiwalentności Ricarda) i wzrost wydatków publicznych związany z rosnącym deficytem budżetowym nie prowadził do równoległego powiększania deficytów w bilansie obrotów bieżących. Rosnące deficyty budżetowe zwiększające potrzeby pożyczkowe rządów w tym samym okresie nie musiały więc ograniczać wydatków konsumpcyjnych ludności i kredytowania inwestycji przedsiębiorstw, a zatem nie hamowały również popytu krajowego.

¹ Jak podaje M. Krawczyk, połowa (około 53%) tzw. długu handlowanego w roku 2008 była w posiadaniu inwestorów zagranicznych. M. Krawczyk, 2009, s. 556).

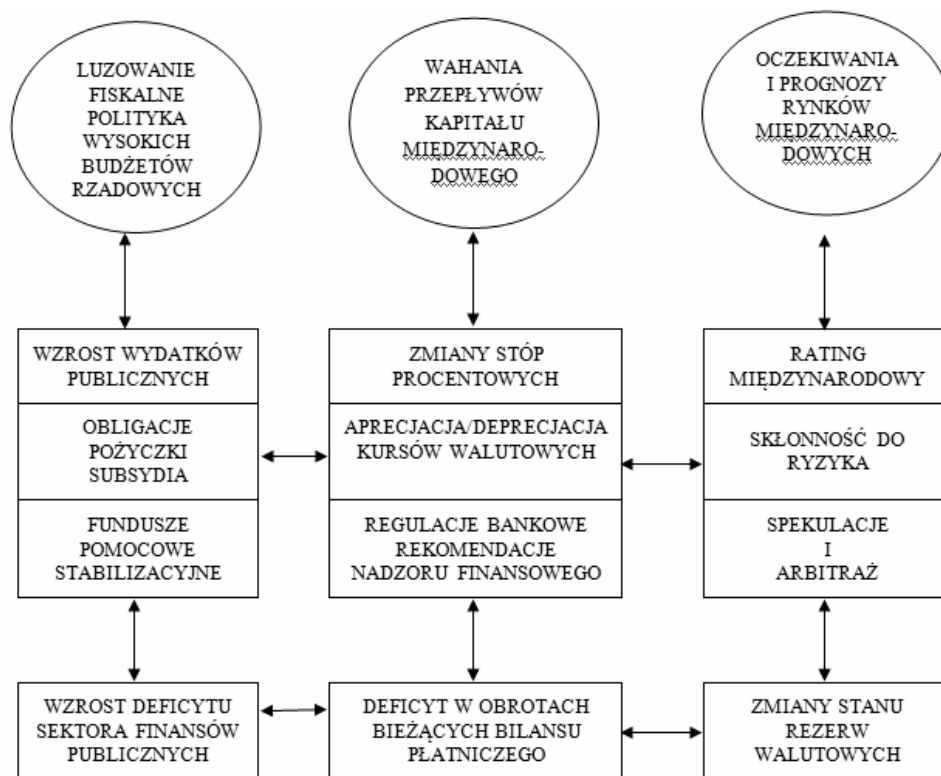
2. INTERAKCJE FISKALNEJ EKSPANSJI Z NIERÓWNOWAGĄ ZEWNĘTRZNĄ

W procesie eskalacji nierównowagi zewnętrznej wyróżniają się trzy wyjściowe zmienne pozostające w ścisłej interakcji z ekspansją fiskalną i rosnącym zadłużeniem krajów. Są to w kolejności: luzowanie polityki fiskalnej, wahania przepływów kapitałowych oraz oczekiwania i prognozy rynku globalnego. Rozpoznając ich oddziaływanie na proces pogłębiania nierównowagi zewnętrznej trudno analizować je w izolacji od siebie, ponieważ wyniki uzyskuje się poprzez mechanizm interakcji. Jednakże ze względu na potrzeby graficznej prezentacji dokonamy ich rozdziału w sposób ukazany na rys. 1. Demonstrowany w tym przypadku diagram może być interpretowany w trojaki sposób.

Z punktu widzenia polityki budżetowej jest to proces realizacji celów fiskalnych i mechanizm adaptacyjnego uczenia się w warunkach powiększającej się nierównowagi finansów publicznych. W przypadku roli przepływów kapitałowych w ekspansji fiskalnej jest to proces konfiguracji sald obrotów bieżących i kapitałowych w rezultacie weryfikacji rynkowej, który oddziałuje na zmiany parametrów monetarnych i regulacji lub szokowej korekty rachunków bilansu płatniczego. Biorąc pod uwagę racjonalność oczekiwań i prognoz uczestników rynków międzynarodowych jest to proces transmisji skłonności do ryzyka inwestorów zagranicznych, ich aspiracji efektywnościowych wspierany formalnym autorytetem agencji ratingowych, pogłębiający stochastyczny charakter eskalacji nierównowagi zewnętrznej.

Prezentowany niżej diagram ujmuje proces ekspansji fiskalnej przez który realizuje się coraz wyższy poziom budżetu sektora publicznego i jest sumą nacisków rządów oraz presji wywieranej przez pozostałe zmienne zewnętrzne oddziałujące ze strony rynku globalnego. W stanie krytycznego zadłużenia kraju układ zmiennych zewnętrznych (wahania przepływów kapitałowych oraz oczekiwania i prognozy rynku globalnego) dopasowuje strategię fiskalnej ekspansji kraju, poprzez zagrożenie szokową korektą rachunków bilansu płatniczego, do poziomu budżetu akceptowanego przez rynki międzynarodowe.

Modyfikację ekspansywnej polityki fiskalnej i skalę dostosowania celów budżetowych kraju do nowych warunków, zapewnia formułowanie nowych oczekiwań i prognoz uczestników rynków finansowych. Te z kolei opierają się na interakcji behawioralnych atrybutów inwestorów międzynarodowych tj. skłonności do ryzyka, ratingu wiarygodności kredytowej oraz możliwej skali arbitrażu i spekulacji. Obydwa procesy, kształtowane przez stochastyczny układ zmiennych zewnętrznych, pozwalają do pewnego stopnia zwiększać dług publiczny i podtrzymywać ekspansję fiskalną w celu osiągnięcia wysokiego poziomu budżetu krajowego.



Rysunek 1. Interakcje ekspansji fiskalnej ze wzrostem nierównowagi zewnętrznej

Źródło: opracowanie własne.

Wejście gospodarki światowej w nową fazę cyklu koniunkturalnego charakteryzującą się znacznym spowolnieniem gospodarczym w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej, a także w wielu krajach azjatyckich, doprowadziło do gwałtownego zwiększenia skali aktywności fiskalnej rządów w celu przeciwstawienia się tendencjom spadkowym PKB. Luzowanie polityki fiskalnej w formie zwiększania wydatków publicznych, dzięki wsparciu finansowemu udzielanemu przez międzynarodowych inwestorów (w tym również banki centralne), dokonywało się początkowo przy niewielkim wzroście międzynarodowych stóp procentowych. Finansowanie zewnętrzne miało jednak główny udział w rozkręcaniu lokalnych i międzynarodowych boomów giełdowych i hossy cen na rynku nieruchomości. Płynność rynków finansowych podtrzymywana przez ciągły napływ zagranicznych kapitałów z funduszy spekulacyjnych windowała „inflację” cen aktywów majątkowych, kreując efekt poczucia wzrastającego bogactwa wśród inwestorów i ludności. Do jej załamania doszło jednak w chwili pęknięcia „baniak” spekulacyjnych w kolejnych segmentach

rynków kapitałowych (kryzys *subprime*, kryzys na rynkach nieruchomości, głębokie spadki na giełdach) i ucieczki kapitałów spekulacyjnych z rynków lokalnych. Niemożność zbilansowania wartości pasywów przez kurczące się wartości aktywów w bilansach banków komercyjnych, wobec ich niskich rezerw gotówkowych uderzyć musiało w stabilność krajowego systemu finansowego, grożąc recesją gospodarczą. Konieczność ratowania bilansów banków komercyjnych odpowiedzialnych za funkcjonowanie systemu finansowego gospodarki zmusza zatem rządy do ekstremalnej akcji fiskalnej w formie specjalnych pakietów stymulacyjnych w celu utrzymania wypłacalności krajowych podmiotów i pobudzenia ożywienia ekonomicznego. W Unii Europejskiej, szczególnie trudnym wyzwaniem dla ekspansywnej polityki fiskalnej staje się stworzenie wspólnotowego mechanizmu automatycznego transferu środków do najbardziej zadłużonych krajów strefy euro, które mają działać stabilizująco na zachowanie podmiotów gospodarczych, a zwłaszcza działanie instytucji finansowych (banków, towarzystw inwestycyjnych i ubezpieczeniowych).

Do tej pory rządy większości krajów europejskich podejmujące decyzje fiskalne, wobec całkowitego zaskoczenia skalą „rozlewającego” się kryzysu finansowego, opierały się w polityce fiskalnej raczej na działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury. Wobec zawodności automatycznych stabilizatorów w warunkach kryzysu finansowego i postępującej recesji, otworzyła się jednak przestrzeń dla dyskrecjonalnych decyzji władz fiskalnych dowolnie zwiększających skalę ekspansji fiskalnej. Gospodarki krajów rozwiniętych mają szczególną łatwość finansowania deficytów budżetowych i zdolności zadłużania się ze względu na zaufanie rynków finansowych i wysoki napływ kapitałów zagranicznych. Dlatego rządy tych krajów mogły być zawsze przekonane, że wysoki rating i reputacja umożliwiają wystarczającą kontrakcję fiskalną (skompensowanie nadmiernego deficytu i zbilansowanie budżetów). Mogły także co szczególnie istotne, liczyć na relatywnie niskie stopy procentowe emitowanych obligacji, tolerując co najwyżej wyższą zmienność kursów walut i wahania rentowności aktywów krajowych.

Niestety, efektywność finansowania wydatków krajowych z długu zagranicznego zaczyna gwałtownie spadać po przekroczeniu określonego progu nadmiernego deficytu budżetowego kraju. Objawia się to wraz z pojawieniem się nagłej fali niepewności i wątpliwości inwestorów międzynarodowych, co do możliwości ograniczenia i zlikwidowania stanu wysokiego i rosnącego zadłużenia finansów publicznych. Implikacje zwrotnego sprzężenia nadmiernego deficytu budżetowego i nierównowagi bilansu obrotów bieżących oddziałują tym razem silnie destabilizująco na układ całej równowagi makroekonomicznej zadłużonych krajów.

Słabnąca aktywność gospodarcza podmiotów krajowych i poważna erozja zaufania do wiarygodności polityki makroekonomicznej, uniemożliwia w tej

sytuacji zastosowanie tradycyjnych działań dostosowawczych (użycie sprawdzonych dotąd instrumentów polityki fiskalnej i pieniężnej). Rządy i banki nie potrafią obecnie przełamać nastrojów pesymizmu i wykreować oczekiwane i pożądane zachowania podmiotów gospodarczych dla zahamowania pogłębiającej się recesji. Spadająca wiarygodność prowadzonej polityki fiskalnej i pieniężnej jednocześnie wywołuje niebezpieczną ucieczkę przedsiębiorstw, instytucji finansowych i ludności w najbardziej płynne środki (depozyty i inne płynne aktywa), które zapewniają wysokie, bieżące stopy dochodowości lub odwrót w najbardziej bezpieczne papiery wartościowe.

Dalszy wzrost deficytów budżetowych i zadłużenia publicznego jest równoznaczny z koniecznością kolejnych nowych emisji skarbowych papierów wartościowych, których rentowność jest uzależniona od nastrojów i spekulacyjnych zachowań inwestorów międzynarodowych działających na rynkach globalnych i nie poddaje się łatwo kontroli rządów. Trwający w dłuższym okresie dryf niezrównoważonych budżetów w kierunku poziomu granicznego zadłużenia finansów krajowych musi prowadzić do spadku płynności w systemie bankowym, który z kolei stwarza zagrożenie dla długoterminowej wypłacalności kraju. Zachwianie krótkoterminowej płynności w sektorze finansów publicznych, wyrażające się w niezdolności do bezzwłocznego zaspokojenia roszczeń zagranicznych posiadaczy skarbowych papierów wartościowych (czy obligacji samorządowych) musi ostatecznie prowadzić do kryzysu zadłużeniowego państwa.

Kryzys zadłużeniowy zapoczątkowany w jednym kraju i rozszerzający się stopniowo na inne kraje regionu, wywołuje nieoczekiwane, różnokierunkowe, spontaniczne reakcje globalnych inwestorów i wzmożone zachowania stadne dużej części pozostałych uczestników gry rynkowej. Niepewność i wzrastająca zmienność oczekiwań w odniesieniu do przyszłych dochodów inwestycyjnych, wymagań rentowności aktywów i trudności w oszacowaniu ryzyka podnosi intensywność i amplitudę wahań przepływów kapitałowych, pobudzając inwestorów do nowych operacji spekulacyjnych.

Niezrównoważone budżety finansów publicznych jako źródło ekstremalnie wysokich długów krajowych, przechodzących w kryzysy finansowe w najbardziej zadłużonych gospodarkach, wyzwalają działanie specyficznego (destruktywnego) mechanizmu przyspieszającego narastanie problemów płatniczych poszczególnych krajów. Wyrażają się one głównie w niezdolności obsługi długu zagranicznego i pogłębiającej skalę nierównowagi w wymiarze globalnym. Z jednej strony bowiem osłabiają wolę rządów najbardziej zadłużonych państw do ścisłego kontrolowania wzrostu podaży pieniądza krajowego, co w okresie dekoniunktury i recesji ekonomicznej powoduje ucieczkę podmiotów krajowych w operacje spekulacyjne. Z drugiej natomiast, eliminuje lub ogranicza działanie autonomicznych stabilizatorów, co doprowadza do poszerzania skali uznano-

wości w polityce fiskalnej. Wycofanie się rządów z utrzymywania polityki fiskalnej opartej na regule zrównoważonego budżetu i odrzucenie praktycznych implikacji hipotezy bliźniaczych deficytów, musiało jednak wpływać nie tylko na szybkie pogarszanie się równowagi bilansów obrotów bieżących w wielu krajach uprzemysłowionych i rozwijających się. Nastąpiło także wyraźne spowolnienie tempa procesu globalizacji na skutek powiększającej się asymetrii międzynarodowych pozycji inwestycyjnych między gospodarkami finansującymi się z długu zagranicznego, a gospodarkami utrzymującymi równowagę finansów publicznych. Przejawem tej sytuacji są rosnące nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących i stany rezerw w bilansach płatniczych (głównie we wiodących gospodarkach Azji Południowo-Wschodniej i krajach eksportujących surowce energetyczne).

PODSUMOWANIE

Negatywne skutki rosnącego zadłużenia krajów rozwiniętych na skutek kumulacji deficytów budżetowych w dłuższym okresie, dotknęły nie tylko podmioty sektora finansowego, ale również ich kontrahentów z sektora realnego, działających zarówno na rynku wewnętrznym, jak i na rynkach zagranicznych. Chociaż źródłem kryzysu zadłużeniowego była ekspansywna polityka fiskalna, opierająca się głównie na finansowaniu wzrostu wydatków publicznych deficytem budżetowym, to w efekcie turbulencji na międzynarodowych rynkach finansowych następowała koncentracja niekorzystnych zjawisk w obrotach kapitałowych, które przerodziły się w szoki destabilizujące mechanizm równowagi zewnętrznej.

Na podstawie analizy teoretycznej opisane zostały procesy i zależności leżące u podstaw ekspansji fiskalnej prowadzące do pojawienia się deficytów budżetowych i wzrostu zadłużenia gospodarki krajowej. Jednocześnie scharakteryzowano powiązania (interakcje) sposobu oddziaływania głównych instrumentów ekspansywnej polityki fiskalnej (tworząc środki budżetowe z zobowiązań) na przebieg operacji międzynarodowych, których wynikiem jest powiększenie deficytów bieżących i osłabienie równowagi zewnętrznej.

Oddzielną część interaktywnego procesu destabilizacji równowagi wewnętrznej stanowi układ czynników behawioralnych, kształtujących potencjał zachowań i nastrojów uczestników rynków finansowych, determinujących ich aktywność inwestycyjną. Mechanizm oddziaływania czynników behawioralnych jest ukryty, silnie stochastyczny i nie daje się łatwo zaobserwować ani przewidzieć jego efekty. Doświadczenie historyczne krajów Europy Środkowo-Wschodniej wskazuje jednak, że generuje liczne sygnały zapowiadające wystąpienie szokowej korekty bilansu płatniczego w odpowiedzi na rosnące nierównowagi budżetowe i krytyczne zadłużenie finansów publicznych.

BIBLIOGRAFIA

- von Hagen J., Siedeschlag I., Managing capital flows: experiences from Central and Eastern Europe, w: *Managing Capital Flows*, Ed, Kawai M., Lamberte M., Edward Elgar, Cheltenham, 2010.
- Gotz-Kozierkiewicz D., Polityka fiskalna z perspektywy członkostwa w Unii Europejskiej, *Ekonomista* nr 6, 2004.
- Krawczyk M., Deficyt budżetu państwa a aktywność gospodarcza, *Ekonomista* nr 57, 2009.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Miształ P., Współzależność między deficytem budżetowym i deficytem bilansu obrotów bieżących w Polsce w latach 1999-2009, *Ekonomista* nr 2010.
- Najlepszy E., The structure of Funding and Critical Deficit in the Emerging Countries, w: *The Mechanism of Functioning of EMU Euro-Zone the Enlargement – The New Members Perspective*, red. Bilski J., Fedor-Sempach, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, *Folia Oeconomica* nr 239, Łódź 2010.
- Najlepszy E., Sobański K., *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa 2010.
- Schadler S., Managing large capital inflows: taking stock of international experiences w: *Managing Capital Flows*, edited by Kawai M., Lamberte M., Edward Elgar Cheltenham, 2010.
- Sławiński A., Lessons from the Euro Experiences of the CEE Entrance, *Argumenta Oeconomica*, No. 1(24), 2010.

Eugeniusz Najlepszy

FISCAL EXPANSION AND DESTABILIZATION OF EXTERNAL EQUILIBRIUM

This paper describes an attempt to analysis factors that contribute to the rise of the external imbalances in domestic economy, namely: debt crises, volatility fluctuations of capital flows and diminishing predictability of international solvency. None of these factors fully explain the all reasons of escalation of external disequilibrium. Only researching them in an integral relation allows for better understanding of the escalation processes of external imbalances in particular countries. An acquaintance with these processes is the efficiency condition for the adjustment activities to stabilize capital flows and stop the escalation of external disequilibrium in domestic economy.