

ZBIGNIEW KLIMIUK¹

POSTĘPUJĄCY KRYZYS ZADŁUŻENIA I ROZWOJU W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ ORAZ W MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE FINANSOWYM

THE GROWING DEBT AND DEVELOPMENT CRISIS IN THE GLOBAL ECONOMY AND THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

Streszczenie. Globalny dług publiczny nadal szybko powiększa się i jest napędzany kaskadowymi kryzysami, a także powolnym i nierównomiernym rozwojem światowej gospodarki. W 2023 r. dług publiczny, obejmujący krajowy i zewnętrzny dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, osiągnął poziom 97 bln dol., co oznacza wzrost o 5,6 bln dol. w porównaniu z 2022 r. Wzrost ten charakteryzuje się znacznymi dysproporcjami regionalnymi. Dług publiczny w krajach rozwijających się wzrastał 2-krotnie szybciej niż w krajach rozwiniętych. W 2023 r. dług publiczny w krajach rozwijających się osiągnął poziom 29 bln dol., co stanowi 30% globalnego długu całkowitego. Jest to znaczny wzrost w porównaniu z 16% udziałem w 2010 r. i odzwierciedla szybki wzrost długu publicznego w krajach rozwijających się. Kontrast między regionami rozwijającymi się jest wyraźny. Ponad trzy czwarte tego długu przypada na kraje Azji i Oceanii, podczas gdy Ameryka Łacińska i Karaiby stanowią 17%, a Afryka zaledwie 7%. Ciężar długu znacznie różni się w zależności od zdolności krajów do jego spłaty i jest pogłębiany przez nierówności istniejące w międzynarodowej architekturze finansowej. W ponad połowie tych krajów dług publiczny obniżył się w stosunku do PKB.

Słowa kluczowe: gospodarka światowa, międzynarodowy rynek finansowy, kryzys zadłużenia, dynamika zadłużenia, dług publiczny, architektura finansowa, kryzys rozwoju, rynki wschodzące, kraje rozwijające się i rozwinięte

¹ Instytut Pracy i Spraw Socjalnych w Warszawie. ORCID 0000-0002-8555-3522.

Artykuły są objęte licencją Creative Commons Uznanie autorstwa – Użycie niekomercyjne – Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe (CC BY-NC-ND 4.0)

Abstract Global public debt continues to expand rapidly, fueled by cascading crises and the slow and uneven growth of the global economy. In 2023, public debt, including domestic and external government debt, reached \$97 trillion, an increase of \$5.6 trillion compared to 2022. This increase is characterized by significant regional disparities. Public debt in developing countries grew twice as fast as in developed countries. In 2023, public debt in developing countries reached \$29 trillion, representing 30% of total global debt. This is a significant increase from 16% in 2010 and reflects the rapid growth of public debt in developing countries. The contrast between developing regions is stark. Asia and Oceania account for more than three-quarters of this debt, while Latin America and the Caribbean account for 17% and Africa for only 7%. The burden of debt varies significantly depending on countries' ability to repay it and is exacerbated by imbalances in the international financial architecture. In more than half of these countries, public debt has fallen relative to GDP.

Keywords: global economy, international financial market, debt crisis, debt dynamics, public debt, financial architecture, development crisis, emerging markets, developing and developed countries.

Wstęp

Zadłużenie stało się główną przeszkodą w wysiłkach na rzecz rozwoju w wielu krajach rozwijających się, co przekłada się na procesy migracyjne. Rosnące zadłużenie w kontekście ograniczonej „przestrzeni” fiskalnej i niepewnego dostępu do płynności ogranicza zdolność tych krajów do reagowania na wstrząsy oraz nie sprzyja rozwojowi ich gospodarek. W sumie niepowodzenia te tworzą pętlę ujemnego sprzężenia zwrotnego, co powoduje jeszcze większe obciążenie długiem. Pomimo powagi sytuacji, wielostronna reakcja na kryzys zadłużeniowy i rozwojowy była i pozostaje nadal zbyt mała oraz zbyt późna². Trwające turbulencje finansowe w krajach rozwiniętych są jeszcze jednym szokiem zewnętrznym, z którym kraje rozwijające się musiały sobie radzić w ostatnich latach bez odpowiedniego wielostronnego wsparcia³. Dodatkowa niepewność wynikała z wad globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego (GFSN) i międzynarodowej architektury długu. Mechanizmy bezpieczeństwa finansowego, takie jak linie swapowe między bankami centralnymi, były i są stosowane asymetrycznie na całym świecie, zaniedbując gospodarki Południa uważane za mające niewielki wpływ systemowy⁴. Pomijają również

² N.H. Barbosa-Filho, Monetary policy with a volatile exchange rate: The case of Brazil since 1999, “Comparative Economic Studies” 57(3)/2015, s. 401-425.

³ J.P. Morgan, Emerging Markets Outlook and Strategy. January 2023.

⁴ C. Hayes C and Jung C., Prices and profits after the pandemic. Institute for Public Policy Research. London. Harnett I (2023). The financial turmoil is not over. Financial Times, April 2022.

wiele krajów o średnich dochodach, które są silnie zintegrowane z globalnymi rynkami finansowymi i które ostatecznie zależą od dobrej woli banków centralnych krajów rozwiniętych.

Dynamika zadłużenia krajów rozwijających a warunki monetarne

W ostatnich latach kraje rozwijające się odnotowały gwałtowny wzrost długu publicznego. Można to przypisać skutkom serii światowych kryzysów, takich jak pandemia COVID-19, wojna na Ukrainie oraz zmiany klimatyczne, a także błędom w zarządzaniu na szczeblu krajowym i międzynarodowym. Konkretnie, łączny dług publiczny krajów rozwijających się o niskich i średnich dochodach (z wyłączeniem Chin) wzrósł w ciągu ostatnich lat o 1,9 bln USD, osiągając 11,5 bln USD w 2022 r. (czyli 58,9% ich łącznego PKB o wartości 19,5 bln USD). Rosnące stopy procentowe, niestabilne kursy walutowe i niestabilne przepływy kapitału coraz bardziej utrudniają tym krajom mobilizację zasobów na rzecz rozwoju i spłatę zobowiązań dłużnych. Trudności te dodatkowo potęguje fakt, że w wielu przypadkach inwestorzy zagraniczni wycofują swój kapitał, zmniejszają się rezerwy walutowe i ostatecznie rosną koszty finansowania zewnętrznego. Kraje rozwijające się są szczególnie narażone na zmienność przepływów kapitału prywatnego, który wzrósł w ostatnich latach, co widać na przykład w przepływie netto do funduszy rynków wschodzących. W 2022 r. gwałtownie wzrosły one dzięki „odbiciu” funduszy akcyjnych⁵. Rok później spowodowały duże odpływy netto w wysokości 94 mld dol., głównie z funduszy obligacji. Na początku 2023 r. przepływy funduszy z rynków wschodzących były bardzo wrażliwe na zmiany perspektyw polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Na przykład w styczniu oczekiwanie na niższą końcową stopę procentową Fed w następstwie złagodzenia presji inflacyjnej w Stanach Zjednoczonych doprowadziło do dużego napływu środków⁶. Jednak od lutego 2023 r. nastąpiło wznowienie odpływu obligacji w związku z niedawną niepewnością co do kształtowania się stóp procentowych Fed oraz narastającymi oznakami napięć w instytucjach finansowych w Europie i w Stanach Zjednoczonych. Odpływ kapitałów netto przekłada się na deakumulację oficjalnych rezerw, jeśli banki centralne będą bronić poszczególnych walut. Dane dotyczące 81 krajów rozwijających się pokazują, że międzynarodowe rezerwy zmniejszyły się o 362 mld USD (5,3 proc.) w 2022 r., czyli o 241 mld USD (7 proc.) jeśli nie uwzględnić Chin. Prawie dwie trzecie tych krajów doświadczyło spadku rezerw, przy

⁵ O. Wyman, *Commodity Trading's \$100 Billion Year*. Oliver Wyman. New York 2023.

⁶ J. Kemp, *Soft landing for global economy remains a long shot*. Reuters, 28 February 2023.

czym 22 kraje straciły co najmniej 10 proc. swoich rezerw w ciągu roku. Również odpływ kapitału prywatnego wpływał na dynamikę obligacji skarbowych krajów rozwijających się. Emisja obligacji skarbowych w ciągu ostatnich kilku lat spadła z 232 mld USD w 2020 r. do 183 mld USD w 2021 r., a następnie do 97 mld USD w 2022 r., podczas gdy koszty finansowania zewnętrznego wzrosły, na co wskazują dwa fakty. Po pierwsze, rentowności obligacji skarbowych wzrosły od końca 2021 r., zwłaszcza w przypadku krajów afrykańskich. Po drugie grupa, której spready obligacji na obligacje skarbowe przekraczały tysiąc punktów bazowych (lub 10 punktów procentowych) wzrosła z 4 do 19 krajów w ciągu ostatnich czterech lat. Z całkowitą populacją 836 milionów kraje te miały niewielki lub żaden dostęp do międzynarodowych rynków finansowych. Wśród nich szesnaście było sklasyfikowanych jako kraje o średnich dochodach, co wykluczyło je z finansowania na zasadach preferencyjnych, a spośród nich 12 nie kwalifikowało się do uczestnictwa we wspólnych ramach G20 dotyczących obsługi zadłużenia (CF). Grupa ta stała w obliczu dużego obciążenia długiem, ale nie miała dostępu do rynku ani do finansowania wielostronnego, ażeby je rolować. Dostęp do finansowania międzynarodowego nie oznaczał niższych kosztów kredytu. Większość krajów stoi obecnie w obliczu znacznie wyższych kosztów finansowania zewnętrznego w porównaniu z ich obecnymi stopami procentowymi, na co wskazuje powiększająca się różnica między rentownością obligacji a rentownością obligacji stawki. Z pewnością zwiększy to obciążenie długiem publicznym w większości krajów rozwijających się.

Od problemów z zadłużeniem do kryzysu rozwojowego

Transfery netto dotyczące zewnętrznego długu publicznego są użytecznym wskaźnikiem do pomiaru oddziaływania obsługi długów (przepływów długu) na finanse publiczne. Metryka ta porównuje kwotę nowej pożyczki zewnętrznej ze spłatą kwoty głównej i odsetek na rzecz zewnętrznych wierzycieli. Wartość dodatnia oznacza napływ netto środków finansowych, natomiast wartość ujemna oznacza odpływ netto⁷. Dobrze funkcjonująca międzynarodowa architektura finansowa powinna ułatwiać transfer zasobów do krajów rozwijających się w sposób wspierający rozwój gospodarczy. Oprócz tego, że udzielanie finansowania zewnętrznego w obecnym systemie jest niewystarczające, ma ona charakter procykliczny. Może to zmusić kraje do zwiększenia transferu zasobów do ich wierzycieli w okresach, gdy najmniej stać ich na to,

⁷ J. Bivens, Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Working Economics Blog of the Economic Policy Institute, 21 April 2022.

co ostatecznie prowadzi do problemów związanych z zadłużeniem⁸. Ostatnie tendencje w transferach netto z tytułu zewnętrznego długu publicznego ujawniają mocne i słabe strony wielostronnej reakcji na kryzys, a także potencjalne zagrożenia, które tam czekają. Kraje, które kwalifikują się do Inicjatywy Zawieszenia Obsługi Zadłużenia G20 (DSSI) i Wspólnej Ramy Postępowania z Zadłużeniem (CF), nadal otrzymywały nowe środki po pandemii COVID-19. Wierzyciele wielostronni, na czele z Bankiem Światowym, pomogli zrównoważyć spadek dwustronnych i prywatnych przepływów oraz rosnące wymogi w zakresie obsługi zadłużenia. Z drugiej strony pozostałe kraje o średnich dochodach stały w obliczu innej rzeczywistości i problemów. Kraje te nie kwalifikowały się do istniejących inicjatyw dłużnych, miały ograniczony dostęp do oficjalnego finansowania preferencyjnego lub nie miały go wcale oraz podlegały rosnącym kosztom pożyczek MFW i procyklicznym dopłatom⁹. Bez wielostronnego wsparcia, które zrównoważyłoby wycofywanie się zewnętrznych wierzycieli prywatnych, transfery zasobów netto w tej grupie krajów stale się pogarszały do 2021 r. Wszystko wskazuje na to, że wzorzec ten prawdopodobnie się pogorszył. Ponadto w 2021 r. 39 krajów odnotowało ujemne transfery netto z tytułu zewnętrznego długu publicznego, w tym 25 krajów o średnich dochodach. Podkreśla to potrzebę przyspieszenia programu reform wielostronnych banków rozwoju (MDB), zgodnie z propozycją planu stymulacyjnego ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju, aby zapewnić odpowiednią reakcję MDB na potrzeby i wyzwania stojące przed krajami o średnich dochodach. Brak odpowiedniego dostępu do finansowania oraz wysokie zobowiązania z tytułu obsługi zadłużenia, zwłaszcza zagranicznego, mogą zmuszać państwa do podejmowania trudnych decyzji. Dłużnicy mogą priorytetowo traktować terminową spłatę długów lub wypełnianie zobowiązań wobec swoich obywateli. Większość krajów traktuje priorytetowo spłatę zadłużenia, aby uniknąć niewypłacalności, nawet jeśli oznacza to poświęcenie rozwoju. Trend ten można zaobserwować w ewolucji wydatków rządowych na edukację, opiekę zdrowotną oraz obsługę zadłużenia w stosunku do ich dochodów w ciągu ostatniej dekady. Obsługa zadłużenia zagranicznego stale rosła w stosunku do wydatków na edukację i opiekę zdrowotną zarówno w krajach kwalifikujących się do DSSI-CF, jak i w krajach o średnich dochodach. Ten kluczowy związek między zadłużeniem a problemami

⁸ J.A. Kregel, External financing for development and international financial instability. G-24 Discussion Paper Series No 32. United Nations Publication. New York and Geneva 2004.

⁹ From the Great Lockdown to the Great Meltdown: Developing Country Debt in the Time of Covid-19. United Nations Publication, New York and Geneva 2023.

rozwojowymi podkreśla systemowy charakter problemu¹⁰. W miarę jak kraje będą ograniczać wydatki, aby uwolnić środki na spłatę zadłużenia, presja wywierana na określone kategorie wydatków publicznych będzie nadal rosła, chyba że przyjęta zostanie radykalnie odmienna postawa polityczna.

W kierunku nowej architektury długu

Na forach wielostronnych i międzynarodowych nadal nie ma spójnej odpowiedzi na narastający problem zadłużenia krajów rozwijających się. Co gorsza, nie istnieje żadna perspektywa czasowa na znalezienie takiej odpowiedzi. W międzyczasie kredytodawcy zewnętrzni są nadal spłacani, podczas gdy saldo należne z tytułu i na realizację celów zrównoważonego rozwoju stale rośnie. Zagroza to realizacji istniejących zobowiązań międzynarodowych, w tym Agendy 2030 i porozumienia klimatycznego z Paryża. Aby osiągnąć cele zrównoważonego rozwoju i zbudować bardziej dostatnią i zrównoważoną przyszłość, kluczowe znaczenie ma znalezienie lepszych sposobów rozwiązania kryzysu zadłużenia w krajach rozwijających się. Będzie to wymagało zobowiązania do przekształcenia światowego systemu finansowego poprzez nadanie priorytetu potrzebom krajów rozwijających się. Szybka reakcja krajów rozwiniętych na rosnące napięcia w ich lokalnych instytucjach finansowych stoi w jaskrawym kontraście z brakiem pilnej potrzeby rozwiązania problemu rosnącego zadłużenia w krajach rozwijających się w ciągu ostatnich trzech lat. Wsparcie płynności oferowane bankom w Stanach Zjednoczonych w następstwie upadku Silicon Valley Bank przekroczyło sumę specjalnych praw ciągnięcia (SDR) otrzymanych przez kraje rozwijające się z niedawnej alokacji oraz tych, które otrzymało 37 krajów sklasyfikowanych jako kraje wysokiego ryzyka. Podczas gdy niewielkiej grupie banków w krajach rozwiniętych udało się zapewnić praktycznie nieograniczony dostęp do płynności w ciągu kilku dni, 500 mln osób żyjących w wymienionych 37 krajach kraje będzie prawdopodobnie przez wiele lat cierpieć z powodu konsekwencji globalnego systemu finansowego, który nie jest w stanie zareagować na skalę i z szybkością niezbędną do stawienia czoła wstrząsom systemowym dotyczącym kraje rozwijające się¹¹. Dlatego ONZ wzywa do nowego przydziału SDR, aby zapewnić wsparcie płynnościowe krajom rozwijającym się. W ramach pilnie potrzebnego procesu reformy globalnego zarządzania gospodarczego podkreśla się potrzebę międzynarodowej architektury zadłużenia, która zapewni terminowe i uporządkowane rozwią-

¹⁰ O. Onaran, The political economy of the cost of living crisis in the UK: what is to be done? Greenwich Papers in Political Economy. University of Greenwich 2023.

¹¹ D. Gros and Shamsfakhr F., Financial dominance: Not an immediate danger, "Monetary Dialogue Papers", European Parliament. Luxembourg 2021.

zanie kryzysu zadłużenia, poprawi przejrzystość zadłużenia oraz będzie w pełni zgodna z Agendą 2030. Nowa architektura ma na celu osiągnięcie trzech powiązanych ze sobą celów. Po pierwsze, zapewnienie ram reagowania na kryzysy zadłużenia, które są sprawiedliwe zarówno dla krajów będących dłużnikami, jak i wierzycieli i które uwzględniają szersze potrzeby rozwojowe tych pierwszych. Można to osiągnąć poprzez ustanowienie mechanizmu odzyskiwania długu państwowego, który umożliwiłby współpracę ze wszystkimi zainteresowanymi interesami wierzycieli i dłużników, zapewniłoby skuteczny, wydajny i sprawiedliwy mechanizm restrukturyzacji zadłużenia, a także wsparcie dla zdrowych rynków długu państwowego¹². Po drugie, zapewnienie państwom będącym dłużnikami i wierzycielom niezbędnych narzędzi i zasobów do skutecznego zarządzania długiem, w tym korzystania ze standardów otwartych danych i publicznej wymiany informacji. Można to osiągnąć poprzez ustanowienie rejestru długu publicznego dla krajów rozwijających się. Rejestr umożliwiłby cyfryzację i uzgodnienie danych dotyczących zadłużenia dłużnika i wierzyciela, zapewniając przejrzystość zadłużenia, usprawniając zarządzanie długiem oraz ułatwiając jego restrukturyzację. Po trzecie, projektowanie ocen zdolności obsługi zadłużenia (DSA), które uwzględniają potrzeby w zakresie finansowania rozwoju i klimatu. Oceny te powinny stanowić podstawę wielostronnej inicjatywy umorzenia długów dostosowanej do realizacji celów zrównoważonego rozwoju i przeciwdziałania zmianie klimatu.

Kaskadowe i skumulowane wstrząsy stawiają wiele krajów, szczególnie i chociaż nie tylko w grupie krajów rozwijających się, w obliczu rosnącej presji gospodarczej. Od czasu GFC interakcja takich wstrząsów wynikających ze światowych rynków żywności, paliw i finansów nasiliła się. Wojna na Ukrainie, jak udokumentowała GCRG, spotęgowała trudności z jakimi borykają się gospodarki na całym Południu. Bardziej trwałym zagrożeniem są wstrząsy klimatyczne spowodowane ociepleniem się globalnych temperatur, a dowody wskazują na ich nasilenie i rosnące szkody gospodarcze, jakie powodują. Niedawne powodzie uwiaryściły wyzwania rozwojowe, jakie stwarza ten „polikryzys” oraz ujawniły luki w międzynarodowej architekturze finansowej umożliwiającej szybką i odpowiednią reakcję.

Źródła i sposoby finansowania strat i szkód

Uwikłane w podwójną pętlę rozwoju i klimatu kraje najsłabiej rozwinięte i wrażliwe na zmianę klimatu nie mają środków finansowych na samodzielne pokrycie istniejących strat i szkód (LD) wynikających ze wstrząsów klima-

¹² G. Benigno, di Giovanni J, Groen J. and Noble A., A new barometer of global supply chain pressures. Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, February 2023.

tycznych, nie mówiąc już o pokryciu kosztów adaptacji lub łagodzenia. Istnieje pilna potrzeba wielostronnego mechanizmu szybkiego dostępu do finansowania opartego na dotacjach (a w niektórych okolicznościach na preferencyjnych warunkach) w celu pokrycia rozwoju lokalnego w przypadku gwałtownych i powolnych zdarzeń klimatycznych w krajach rozwijających się. Uznawane za przełomowe spotkanie na 27. Konferencji Stron (COP27) w Sharm El Sheikh w 2022 r. spowodowało, iż strony wyznaczyły harmonogram ustanowienia w 2023 r. nowego instrumentu finansowego LDFF (LDFF) na COP28. W jego wyniku uznano nie tylko konieczność nowego mechanizmu finansowania, ale także systemowego dostosowania instytucji gospodarczych do realiów, z jakimi borykały się kraje rozwijające się, gdy próbowały radzić sobie z nadchodzącymi skutkami klimatycznymi. W obliczu narastających kryzysów krok naprzód w tym kierunku w 2023 r. mógł mieć dramatyczny wpływ na stabilność krajów narażonych na zmiany klimatu, wypełniając krytyczną lukę w powiązaniu klimatu, rozwoju i finansowania pomocy humanitarnej¹³. Choć w negocjacjach klimatycznych nie ma wspólnej i uzgodnionej definicji, LD jest rozumiana jako gospodarcze i pozagospodarcze skutki zmiany klimatu, w tym zdarzenia o szybkim i powolnym początku (te ostatnie obejmują m.in. pustynnienie i podnoszenie się poziomu mórz). Jest to odrębny, ale połączony z dwoma pozostałymi filarami reżimu klimatycznego: łagodzeniem i adaptacją. Podczas, gdy przyjęcie optymalnych strategii łagodzenia skutków i adaptacji zgodnie z najnowszymi ocenami IPCC (2022) oznacza, że nadal można uniknąć pewnych barier środowiskowych, nawet jeśli strategie te urzeczywistnią się, istniejące prognozy przewidują znaczne nieuniknione zmiany środowiskowe wynikające z zablokowanych skutków globalnego ocieplenia¹⁴. Przewiduje się, że koszty LD mogą wynieść nawet 580 mld dolarów rocznie do 2030 r. Do tego czasu 32-132 mln osób może zostać zepchniętych w ubóstwo przez skutki zmiany klimatu. Obecnie mechanizmy dostępne w ramach UNFCCC są ukierunkowane na zapobieganie i minimalizację LD poprzez łagodzenie i adaptację. Niestety, obecne programy nie zapewniają środków umożliwiających zajęcie się LD, aby pomóc społecznościom w ich odbudowie po skutkach zmian klimatycznych. Obecne podejście zapewnia, że kraje rozwijające się płacą nieproporcjonalnie za ocieplenie, do którego niewiele się przyczyniły, co jest sprzeczne z zasadą wspólnej, ale zróżnicowanej odpowiedzialności. W związku z tym zapewnienie nowych i dodatkowych

¹³ P. Barrett, How food and energy are driving the global inflation surge, International Monetary Fund, September 2022.

¹⁴ T. Ferguson and Storm S., Myth and reality in the great inflation debate: Supply shocks and wealth effects in a multipolar world economy. Working paper No 196. Institute for New Economic Thinking. New York 2023.

dotacji na straty i szkody dla krajów rozwijających się ma kluczowe znaczenie dla rozwiązania problemu brakującego trzeciego filaru finansowania działań związanych ze zmianą klimatu i powinno być uzupełnione przyspieszonym łagodzeniem i adaptacją, aby zmniejszyć potencjalną LD. Jednocześnie preferencyjne kredyty i dostęp do rynków kapitałowych na korzystnych warunkach pozostają kluczowe dla wzrostu gospodarczego i transformacji klimatycznej.

Dotychczasowe finansowanie strat i szkód

W ramach UNFCCC żaden określony procent międzynarodowego finansowania działań związanych ze zmianą klimatu nie jest przypisany do rozwoju lokalnego, a do COP27 nie istniał żaden mandat na finansowanie rozwoju lokalnego. Mandat, instrumenty i tryby istniejących funduszy UNFCCC również okazały się nieodpowiednie do finansowania wszystkich działań w zakresie rozwoju lokalnego niezależnie od tego, czy rozpoczynają się one szybko, czy wolno. Z instrumentami pożyczkowymi, długimi terminami składania wniosków i koncentracją na finansowaniu opartym na projektach, nie mogą one odpowiednio odpowiedzieć na potrzeby LD¹⁵. Poza UNFCCC finansowanie oznaczone jako LD zostało zaangażowane przez kilka rządów i organizacje filantropijne, ale kwoty są dalekie od skali potrzeb i wynoszą około 300 mln dolarów. Podczas gdy pomoc humanitarna odgrywa obecnie kluczową rolę w natychmiastowej reakcji na ekstremalne zjawiska klimatyczne, wymienione przepływy finansowe stanowią zaledwie ułamek tego, co jest potrzebne. Niedawny raport Oxfam wykazał, że „wymagania dotyczące finansowania apeli humanitarnych ONZ związanych z ekstremalnymi warunkami pogodowymi są osiem razy wyższe niż 20 lat temu, a w ciągu ostatnich pięciu lat prawie połowa wymagań dotyczących apelacji nie została spełniona”. Ponadto pomoc humanitarna miała i ma na celu zaspokojenie doraźnych potrzeb społeczności dotkniętych klęską żywiołową, ale nie polegała na długoterminowym wsparciu odbudowy domów i infrastruktury w następstwie nagłej sytuacji nadzwyczajnej lub reagowaniu na powolne skutki. Finansowanie rozwoju ma szerszy zakres niż działania humanitarne, jednak znaczna część tych środków finansowych jest zapewniana w formie pożyczek, które mogą zwiększyć podatność krajów rozwijających się na problemy związane z LD. W następstwie katastrofy klimatycznej zwiększa się zadłużenie związane z odbudową, ale koszty kredytu rosną, ponieważ wierzyciele podnoszą stopy procentowe, aby odzwierciedlić wyższą premię za ryzyko. Przykłady porów-

¹⁵ A. Ghosh, Kim J., Mendoza E., Ostry J. and Qureshi M., Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies, "Economic Journal" 123, February 2013, s. 4-30.

nawcze pokazują ograniczone dźwignie dostępne krajom rozwijającym się w obliczu kryzysu. Po tym, jak Niemcy doświadczyły rozległych powodzi w 2021 r., rząd szybko zmobilizował 30 mld euro, aby pomóc w sfinansowaniu odbudowy. Z kolei Mozambik musiał polegać na pożyczce MFW w następstwie cyklonu Idai w 2019 r. W niedawnym raporcie oszacowano, że kraje Afryki Subsaharyjskiej będą musiały zaciągnąć dodatkowe 1 bln dolarów długu w ciągu najbliższych 10 lat bez wsparcia dla rozwoju lokalnego i adaptacji¹⁶. Ponieważ zadłużenie ogranicza budżety publiczne w różnych regionach, nowy LDFF może zapobiec dalszemu wycofywaniu się z celów rozwojowych i klimatycznych, ale musi być uzupełniony szerszym zakresem mechanizmów, instrumentów i reform instytucjonalnych, które mogą sprostać systemowym wyzwaniom stojącym przed krajami w trudnej sytuacji klimatycznej i gospodarczej. Niektóre zainteresowane strony zaproponowały mechanizmy ubezpieczeniowe w celu wsparcia krajów podatnych na zagrożenia, jednak rosnąca częstotliwość i intensywność skutków klimatycznych w nadchodzących latach sprawia, że mechanizmy ubezpieczeniowe stają się coraz bardziej ryzykowne, a tym samym nieopłacalne¹⁷. Na Dominice straty spowodowane huraganem Maria w 2017 r. wyniosły 1,37 mld USD (226% jej PKB), chociaż ubezpieczenie państwowe w ramach instrumentu ubezpieczenia ryzyka katastrofy na Karaibach pokryło zaledwie 1,5% tych kosztów. Kiedy Malawi nawiedziła susza w 2015 r. i 2016 r., której koszty oszacowano na 395 mln dolarów, wypłata ubezpieczenia African Risk Capacity (ARC) wyniosła zaledwie 8,1 miliona dolarów, czyli 2,2 proc. Najgorsze, ta ograniczona kwota została dostarczona dopiero po znacznej presji po tym, jak ARC po raz pierwszy odrzuciła roszczenie. Przykłady te podkreślają niedociągnięcia podejścia opartego na ubezpieczeniach w przypadku szybkiego lub powolnego początku, które zmuszą kraje rozwijające się do płacenia coraz wyższych składek za niewystarczające wsparcie.

Podsumowanie

W marcu 2023 r. przetestowana została stabilność bankowości na świecie. Silicon Valley Bank (SVB) i Signature Bank of New York, amerykańskie banki regionalne, upadły po szybkiej ucieczce deponentów i depozytów. Tydzień później władze szwajcarskie ogłosiły wspieraną przez państwo fuzję

¹⁶ S. Sharma-Khushal, Schalatek, Singh H. and White H., *The Loss and Damage Finance Facility: Why and How*. Heinrich Böll Stiftung. Washington, DC 2022.

¹⁷ I.M. Weber and Wasner E., *Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency?* Working Paper Number 2023-2. UMass Amherst Economics Department Papers. University of Massachusetts Amherst. Amherst 2023.

Credit Suisse z UBS po utracie zaufania na rynku. Oznaczało to pierwszą upadłość globalnego banku o znaczeniu systemowym od czasu światowego kryzysu finansowego w latach 2007-2009. W marcu ceny akcji amerykańskich i europejskich banków znacznie się wyprzedały, odpowiednio o około 25 i 14 proc. Jednocześnie nastąpił powrót do jakości na rynkach obligacji skarbowych i ponowna ocena ścieżki globalnej polityki pieniężnej, mimo że skoordynowane działania banków centralnych służyły opanowaniu szerszych napięć na rynkach finansowych. W obliczu potencjalnej utraty zaufania do systemu bankowego władze podjęły zdecydowane i szybkie działania. Władze USA zastosowały rzadko stosowany „wyjątek od ryzyka systemowego”, pozwalający Federalnej Korporacji Ubezpieczeń Depozytów na ochronę wszystkich deponentów banków znajdujących się w niebezpieczeństwie kosztem gwarantowania depozytów. W tym samym czasie FED stworzył nowy instrument pożyczkowy, umożliwiający wszystkim bankom zaciąganie pożyczek pod zastaw wysokiej jakości papierów wartościowych po wartości nominalnej, która na ogół jest wyższa niż wartości rynkowe w celu złagodzenia presji na płynność systemu bankowego. Ze swojej strony władze szwajcarskie podjęły zdecydowane działania poprzez wspieraną przez państwo fuzję, która obejmowała zarówno wsparcie płynności, jak i zabezpieczenie fiskalne. Wymienione szybkie i zdecydowane działania zawierały bezpośrednie zagrożenia dla stabilności finansowej. Ostatnie wydarzenia dobitnie przypominają o wyzwaniach związanych z interakcją między zaostrzonymi warunkami monetarnymi a podatnością na zagrożenia narosłe od czasu światowego kryzysu finansowego w latach 2007-2009. Po latach niskich stóp procentowych zaostrzenie polityki pieniężnej stanowi wyzwanie dla efektywnego zarządzania przez banki ryzykiem portfeli papierów wartościowych i ekspozycji kredytowych. Oczekuje się, że przy nielicznych oznakach spadku inflacji bazowej większość banków centralnych będzie kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej¹⁸. Jednak dobrze zdiagnozowane i odpowiednie zacieśnienie monetarne stworzyło trudne środowisko dla pośredników finansowych bankowych i niebankowych, którzy są źle zarządzani, co widać w niezrealizowanych stratach spowodowanych stopami procentowymi w portfelach papierów wartościowych. Niektóre instytucje są po prostu nieprzygotowane na wyższe stawki. Poprzednie prognozy ostrzegały przed zagrożeniami dla systemu finansowego wynikającymi z szybkiego zacieśnienia monetarnego po okresie wysokiej płynności i niskich stóp procentowych. Ponadto w programach oceny sektora finansowego wskazano specyficzne dla danego kraju luki w nadzorze,

¹⁸ O. Blanchard, It is time to revisit the 2% inflation target, Financial Times, 2 November 2022.

regulacjach i restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji. Kryzysy finansowe często były poprzedzone zacieśnieniem monetarnym, ale ostatni epizod napięć różni się pod istotnymi względami od globalnego kryzysu finansowego z 2008 r., azjatyckiego kryzysu finansowego z 1997 r. oraz amerykańskiego kryzysu oszczędnościowo-pożyczkowego z lat 80. Podczas gdy obecny „stres” dotyczy bezpośrednio systemu bankowego, kryzys z 2008 r. szybko rozprzestrzenił się z banków na podmioty niebankowe i jednostki pozabilansowe banków¹⁹. Ponadto kryzys w 2008 r. został wywołany stratami kredytowymi spowodowanymi spadkami na rynku mieszkaniowym, podczas gdy obecne zawirowania wynikają po części z niezrealizowanych strat w portfelach bezpiecznych, ale tracących na wartości papierów wartościowych. Wreszcie zasady dotyczące kapitału i płynności banków oraz ramy zarządzania kryzysowego zostały znacznie wzmocnione po światowym kryzysie finansowym, pomagając powstrzymać utratę zaufania na szerszą skalę i stanowiąc podstawę dla szybszej i lepiej skoordynowanej reakcji politycznej²⁰. Obecne „zamieszanie” różni się również od azjatyckiego kryzysu finansowego, kiedy deficyty na rachunku obrotów bieżących i wysokie zadłużenie zewnętrzne naraziły przedsiębiorstwa i banki na ryzyko kursowe i finansowanie. Różni się także od kryzysu oszczędnościowo-kredytowego lat 80., który miał miejsce poza większymi bankami, w podmiotach o znacznie mniejszym kapitale i płynności. Napięcia wywołane zaostrzeniem polityki pieniężnej mogą skutkować dalszymi atakami niestabilności finansowej. Działalność w bardziej ryzykownych segmentach rynków kapitałowych, takich jak kredyty lewarowane i prywatne rynki kredytowe, uległa spowolnieniu. Rosną również obawy dotyczące warunków na rynkach nieruchomości komercyjnych, które są w dużym stopniu uzależnione od mniejszych banków. Podczas gdy akcje banków w gospodarkach rozwiniętych przeszły znaczne przeszacowania, szerokie indeksy akcji w wielu krajach pozostają bardzo rozciągnięte, po wyraźnym wzroście od początku 2023 r. Szersza utrata zaufania inwestorów lub rozprzestrzenienie się napięć w sektorze bankowym na podmioty niebędące bankami może skutkować szerszą wyprzedażą światowych akcji. Niektóre fundusze inwestycyjne doświadczyły odpływów w ostatnich kilku tygodniach. Zabezpieczenia płynności oraz mechanizmy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji są mniej rozwinięte w przypadku podmiotów niebędących bankami. Niedawne zawirowania bankowe pokazały również rosnący wpływ

¹⁹ C. Hayes and Jung C., Prices and profits after the pandemic. Institute for Public Policy Research. London. 2022

²⁰ J. Bivens, Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Working Economics Blog of the Economic Policy Institute, April 2022.

aplikacji mobilnych i mediów społecznościowych na rozprzestrzenianie się nagłych alokacji aktywów finansowych. Wieść o wypłatach depozytów rozeszła się po całym świecie w błyskawicznym tempie potencjalnie sygnalizując, że przyszłe napięcia bankowe mogą rozprzestrzeniać się szybciej i być mniej przewidywalne. W tym momencie efekt domina w systemach bankowych głównych rynków wschodzących pozostaje ograniczony, kontynuując temat odporności tych gospodarek w okresie globalnego zacieśniania polityki pieniężnej. Banki rynków wschodzących mają zwykle mniejszą ekspozycję na ryzyko stopy procentowej i znacznie większy udział bardziej „lepkich” depozytów detalicznych. Poziom pokrycia systemów gwarantowania depozytów jest różny, a banki rynków wschodzących w niektórych krajach mają aktywa o niższej jakości kredytowej niż te w gospodarkach rozwiniętych, więc mogą być chronione przed gwałtownym pogorszeniem zaufania. W przypadku gospodarek granicznych i rynków wschodzących o niższym ratingu kredytowym sytuacja jest bardziej niepokojąca. Podczas gdy spready państwowe na rynkach wschodzących o ratingu inwestycyjnym pozostały stabilne, spready dla gospodarek wschodzących i wysokodochodowych rynków wschodzących rozszerzyły się do poziomów kryzysowych po ostatnich wydarzeniach²¹. Kolejne kraje prawdopodobnie utraciły dostęp do rynku, a presja związana z zadłużeniem stała się bardziej wyraźna. Poza zawirowaniami w sektorze bankowym i wątplym zaufaniem inwestorów, zmienność makrofinansowa może być również pogłębiania przez fragmentację geopolityczną. W obecnym kontekście globalnym stabilność finansowa na świecie będzie dalej testowana. W obliczu tak zwiększonego ryzyka dla globalnej stabilności finansowej decydenci muszą działać zdecydowanie, aby przywrócić zaufanie. Banki centralne dysponują narzędziami pozwalającymi na oddzielenie działań na rzecz utrzymania stabilności finansowej od działań podejmowanych w celu utrzymania stabilności cen²². Na przykład awaryjne instrumenty pożyczkowe i ukierunkowane zakupy aktywów można wykorzystać do zastrzyka płynności w celu wsparcia stabilności finansowej przy jednoczesnym utrzymaniu restrykcyjnej polityki pieniężnej. Zestaw narzędzi politycznych musi również obejmować solidny nadzór, dysponujący odpowiednimi zasobami i odpowiednio intensywny nadzór nad instytucjami finansowymi oraz silne regulacje. Ponadto szybka interwencja i restrukturyzacja oraz uporządkowana likwidacja nierentownych banków mają kluczowe znaczenie dla skutecznego zarządzania kryzysowego. Jeżeli trudności w sektorze finansowym miałyby

²¹ J. Politi, First Republic rallies as Yellen says US prepared to give more support. *Financial Times*, 21 March 2023.

²² T. Carty and Walsh L., *Footing the Bill: Fair finance for loss and damage in an era of escalating climate impacts*. Oxfam. Oxford 2022.

mieć poważne reperkusje dla całej gospodarki, wyraźne oddzielenie celów związanych ze stabilnością cen i stabilnością finansową mogłoby stać się bardziej niepewne. W ostrych, makrokrytycznych kryzysach decydenci mogą być zmuszeni do dostosowania nastawienia w polityce pieniężnej, aby wspierać stabilność finansową. Jeśli tak, powinni wyraźnie zakomunikować swoje nieustające postanowienie, by jak najszybciej przywrócić inflację do celu, gdy tylko zmniejszy się napięcie finansowe. Niezbędna jest więc globalna współpraca między bankami centralnymi, organami nadzoru finansowego i ministerstwami finansów. Terminowe i zdecydowane działania polityczne będą miały kluczowe znaczenie dla powstrzymania dalszych „napadów” niestabilności.

Literatura:

Barbosa-Filho N.H., Monetary policy with a volatile exchange rate: The case of Brazil since 1999, “Comparative Economic Studies” 57(3)/2015, s. 401-425.
Barrett P., How food and energy are driving the global inflation surge, International Monetary Fund, September 2022.

Benigno G., di Giovanni J, Groen J. and Noble A., A new barometer of global supply chain pressures. Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, February 2023.

Biven J.s, Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Working Economics Blog of the Economic Policy Institute, April 2022.

Bivens J., Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Working Economics Blog of the Economic Policy Institute, 21 April 2022.

Blanchard, O. It is time to revisit the 2% inflation target, Financial Times, 2 November 2022.

Carty T. and Walsh L., Footing the Bill: Fair finance for loss and damage in an era of escalating climate impacts. Oxfam. Oxford 2022.

Ferguson T. and Storm S., Myth and reality in the great inflation debate: Supply shocks and wealth effects in a multipolar world economy. Working paper No 196. Institute for New Economic Thinking. New York 2023.

From the Great Lockdown to the Great Meltdown: Developing Country Debt in the Time of Covid-19. United Nations Publication, New York and Geneva 2023.

Ghosh A., Kim J., Mendoza E., Ostry J. and Qureshi M., Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies, “Economic Journal” 123, February 2013, s. 4-30.

- Gros D. and Shamsfakhr F., Financial dominance: Not an immediate danger., "Monetary Dialogue Papers", European Parliament. Luxembourg 2021.
- Hayes C. and Jung C., Prices and profits after the pandemic. Institute for Public Policy Research. London. Harnett I (2023). The financial turmoil is not over. Financial Times, April 2022.
- Hayes C. and Jung C., Prices and profits after the pandemic. Institute for Public Policy Research. London. 2022
- Kemp J., Soft landing for global economy remains a long shot. Reuters, 28 February 2023.
- Kregel J.A., External financing for development and international financial instability. G-24 Discussion Paper Series No 32. United Nations Publication. New York and Geneva 2004.
- Morgan J.P., Emerging Markets Outlook and Strategy. January 2023.
- Onaran O., The political economy of the cost of living crisis in the UK: what is to be done? Greenwich Papers in Political Economy. University of Greenwich 2023.
- Politi J., First Republic rallies as Yellen says US prepared to give more support. Financial Times, 21 March 2023.
- Sharma-Khushal S., Schalatek, Singh H. and White H., The Loss and Damage Finance Facility: Why and How. Heinrich Böll Stiftung. Washington, DC 2022.
- Weber I.M. and Wasner E., Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency? Working Paper Number 2023-2. UMass Amherst Economics Department Papers. University of Massachusetts Amherst. Amherst 2023.
- Wyman O., Commodity Trading's \$100 Billion Year. Oliver Wyman. New York 2023.