

# Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania

## Global Imbalances: Causes and Possible Solutions

*Michał Rubaszek\**

### Streszczenie

Opracowanie ma na celu analizę występującej obecnie nierównowagi globalnej w postaci wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych. Praca składa się z trzech części. Na początku scharakteryzowano skalę oraz przebieg narastania nierównowagi. W drugiej części przedstawiono hipotezy dotyczące przyczyn powstania nierównowagi. Na końcu zaś opisano scenariusze powrotu gospodarki światowej do stanu równowagi.

**Słowa kluczowe:** kurs walutowy, rachunek obrotów bieżących, interwencje walutowe, nierównowaga globalna.

### Abstract

This article analyzes current global imbalances which are reflected as a high level of current account deficit in the United States. The paper consists of three parts. The first one describes the scale and dynamics of disequilibrium. The second part discusses causes of the global imbalances. The third part presents different scenarios concerning restoration of global equilibrium.

**Keywords:** exchange rate, current account, foreign exchange interventions, global imbalances.

**JEL:** F02, F21, F31, F32, F41

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Instytut Ekonometrii; Narodowy Bank Polski, Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych.

## Wstęp

W ostatnich latach można zaobserwować narastanie globalnej nierównowagi w postaci deficytu na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych. Deficyt ten w 2005 r. ukształtował się na poziomie 6,4% PKB, czyli był istotnie wyższy niż wcześniej obserwowane wartości. Wysokie potrzeby pożyczkowe sprawiły, że pod koniec lat 80. Stany Zjednoczone stały się dłużnikiem netto. Od tego czasu tempo wzrostu ich zadłużenia zagranicznego netto kształtuje się na relatywnie wysokim poziomie. Na podstawie doświadczeń historycznych nie sposób sprecyzować czasu powrotu gospodarki światowej do stanu równowagi oraz ustalić, jak będzie wyglądać krótkookresowa dynamika w trakcie zanikania nierównowagi. Istnieje jednak wiele przesłanek wskazujących na to, że napływ kapitału na rynek amerykański w następnych latach może być za mały, by sfinansować deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych na obecnym poziomie.

Niektórzy autorzy, wymienieni w dalszej części artykułu, twierdzą, że eliminacja amerykańskiego deficytu obrotów bieżących będzie się wiązać ze znaczną deprecjacją dolara amerykańskiego oraz spowolnieniem wzrostu gospodarki światowej. Inni ekonomiści wskazują, że dostosowanie będzie stopniowe i tym samym mniej bolesne dla wzrostu. Oprócz głównego nurtu w literaturze światowej istnieje także pogląd, opisany przez Dooley'a et al. (2003; 2004; 2005) i nazwany przez autorów „Bretton Woods II”, zgodnie z którym nierównowaga globalna może się utrzymywać przez najbliższe kilka lat.

Setser (2005), a także wielu innych ekonomistów, twierdzi, że aby ustabilizować, a następnie zredukować amerykański deficyt obrotów bieżących, należy dołożyć wszelkich starań, by zmniejszyć deficyt budżetowy oraz zwiększyć oszczędności podmiotów prywatnych w Stanach Zjednoczonych. Ponadto konieczne wydaje mu się stymulowanie popytu kra-

jowego w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych oraz uelastycznienie polityki kursowej w krajach Dalekiego Wschodu.

Oprócz powyższych rozwiązań istnieją także inne scenariusze akomodacji nierównowagi w przyszłych latach, takie jak wystąpienie globalnej recesji, monetyzacja gospodarki chińskiej czy narastanie działań protekcjonistycznych.

Artykuł ma następujący układ. W pierwszym punkcie scharakteryzowano skalę oraz przebieg narastania nierównowagi globalnej. W drugim punkcie przedstawione są hipotezy dotyczące przyczyn powstania tej nierównowagi. Punkt trzeci opisuje ewentualne scenariusze powrotu gospodarki światowej do stanu równowagi. Pracę kończy podsumowanie.

## 1. Statystyki opisujące nierównowagę globalną

Deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych ukształtował się w 2005 r. na wysokim poziomie 792 mld USD, tj. 6,4% PKB, gdzie saldo towarów wyniosło 783 mld USD. Zgodnie z równaniem bilansu płatniczego, wartość deficytu na rachunku obrotów bieżących musi być równa co do wartości napływowi netto kapitału zagranicznego skorygowanego o dokonane interwencje walutowe. Ponieważ skala interwencji walutowych dokonywanych przez Stany Zjednoczone jest niewielka, deficyt obrotów bieżących w przybliżeniu jest równy saldu rachunku finansowego. Analizując historyczne dane można zauważyć, że sposób finansowania deficytu obrotów bieżących istotnie się zmienił. Spadkowi znaczenia inwestycji bezpośrednich w latach 2000–2004 towarzyszy wzrost znaczenia kapitału oficjalnego, który jest związany z interwencjami banków centralnych na rynku walutowym (por. tabela 1).

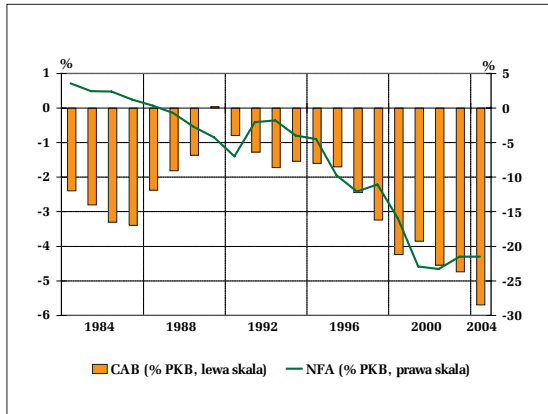
Ponieważ ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących można interpretować jako zaciąganie zobowiązań wobec reszty świata, wysoki deficyt obro-

Tabela 1. Bilans płatniczy oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna Stanów Zjednoczonych

|  | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>                                  |      |      |      |      |      |      |      |
| Saldo obrotów bieżących  | -300 | -416 | -389 | -475 | -520 | -665 | -792 |
| Saldo towarów i usług  | -263 | -378 | -363 | -421 | -495 | -611 | -717 |
| Saldo dochodów   | 14   | 21   | 25   | 10   | 46   | 28   | 11   |
| Saldo transferów   | -51  | -59  | -52  | -64  | -71  | -82  | -86  |
| Inwestycje bezpośrednie  | 65   | 162  | 25   | -74  | -73  | -111 | 101  |
| Kapitał oficjalny  | 52   | 42   | 23   | 112  | 280  | 391  | 214  |
| <b>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (bln USD, ceny rynkowe)</b> |      |      |      |      |      |      |      |
| Saldo  | -1,0 | -1,6 | -2,3 | -2,5 | -2,4 | -2,5 |      |
| Aktywa   | 7,4  | 7,4  | 6,9  | 6,8  | 8,3  | 10,0 |      |
| Pasywa   | 8,4  | 9,0  | 9,3  | 9,3  | 10,7 | 12,5 |      |

Źródło: Bureau of Economic Analysis.

Wykres 1 Saldo na rachunku obrotów oraz aktywa zagraniczne netto Stanów Zjednoczonych



Źródło: Bureau of Economic Analysis.

tów bieżących powoduje wzrost zadłużenia zagranicznego netto. Zmiany wartości zadłużenia zagranicznego zależą także od wyceny aktywów i zobowiązań. Można to określić za pomocą następującej tożsamości:

$$NFA_t = FA_t - FL_t = FA_{t-1}\pi_t^{FA} - FL_{t-1}\pi_t^{FL} + CAB_t$$

gdzie  $NFA$  określa wartość aktywów zagranicznych netto,  $FA$  i  $FL$  są wartościami aktywów i zobowiązań zagranicznych brutto,  $CAB$  reprezentuje wartość salda na rachunku obrotów bieżących,  $\pi^X$  opisuje zaś tempo wzrostu ceny aktywów  $X$  wyrażone w walucie krajowej.

Wartość aktywów zagranicznych netto jest opisywana przez statystyki dotyczące międzynarodowej

pozycji inwestycyjnej. Zgodnie z tymi danymi w 2004 r. zagraniczne aktywa amerykańskie miały rynkową wartość 10,0 bln USD, a zagraniczne zobowiązania wynosiły 12,5 bln USD. Oznacza to zadłużenie zagraniczne netto o wartości 2,5 bln USD, czyli 21,7% PKB. Stanowi to istotne pogorszenie w porównaniu z poziomem z połowy lat 80., kiedy Stany Zjednoczone były wierzycielem netto względem krajów „reszty świata” (por. wykres 1). Przy analizie zmian amerykańskiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej ciekawe wydają się informacje podane przez Edwardsa (2005), który szacuje, że około 70% aktywów amerykańskich jest denominowanych w walutach obcych, a 95% zobowiązań w dolarach. Po podstawieniu takich danych do powyższego wzoru można obliczyć, że 10-procentowa deprecjacja efektywnego kursu dolara powoduje, w przybliżeniu, obniżenie zadłużenia zagranicznego netto o 600 mld USD ( $\pi^{FA} = 7,0\%$ , a  $\pi^{FL} = 0,5\%$ ). W rezultacie, w przeciwieństwie do większości krajów rozwijających się, gdzie deprecjacja waluty krajowej powoduje wzrost zadłużenia zagranicznego, deprecjacja dolara zmniejsza wartość zobowiązań netto Stanów Zjednoczonych względem krajów „reszty świata”.

Narastaniu amerykańskiego deficytu obrotów bieżących w latach 1999–2004 towarzyszył wzrost nadwyżek obrotów bieżących pozostałych gospodarek światowych. Zgodnie z danymi, które zawiera tabela 2, największy przyrost zanotowały: Japonia (57 mld USD), Chiny (54 mld USD), Arabia Saudyjska (49 mld USD), Rosja i Brazylia (po 37 mld USD). Jak wskazuje Setster (2005), wzrost salda obrotów bieżących azjatyckich krajów rozwijających się

Tabela 2. Zmiana sald na rachunku obrotów bieżących (mld USD)

| Kraj/region                    | 1999        | 2004        | Zmiana      |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Stany Zjednoczone</b>       | <b>-297</b> | <b>-666</b> | <b>-369</b> |
| <b>Kraje wysoko rozwinięte</b> | <b>125</b>  | <b>218</b>  | <b>93</b>   |
| Japonia                        | 115         | 172         | 57          |
| Kanada                         | 2           | 26          | 24          |
| Szwecja                        | 11          | 28          | 17          |
| Szwajcaria                     | 29          | 43          | 14          |
| strefa euro                    | 31          | 36          | 5           |
| <b>Azja</b>                    | <b>109</b>  | <b>196</b>  | <b>87</b>   |
| Chiny                          | 16          | 70          | 54          |
| Singapur                       | 15          | 28          | 13          |
| Tajwan                         | 8           | 19          | 11          |
| <b>Ameryka Łacińska</b>        | <b>-48</b>  | <b>21</b>   | <b>69</b>   |
| Brazylia                       | -25         | 12          | 37          |
| Argentyna                      | -12         | 3           | 15          |
| Wenezuela                      | 2           | 15          | 13          |
| <b>Pozostałe</b>               | <b>21</b>   | <b>109</b>  | <b>88</b>   |
| Arabia Saudyjska               | 0           | 49          | 49          |
| Rosja                          | 22          | 60          | 37          |
| <b>Błąd statystyczny</b>       | <b>90</b>   | <b>122</b>  | <b>32</b>   |

Źródło: Truman (2005), Międzynarodowy Fundusz Walutowy, IFS.

Tabela 3. Zmiany poziomu rezerw walutowych (stan na koniec roku, mld USD)

| Kraj/region                           | 1999        | 2004        | Zmiana      |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Ogółem</b>                         | <b>1927</b> | <b>3939</b> | <b>2012</b> |
| <b>Kraje wysoko rozwinięte</b>        | <b>847</b>  | <b>1453</b> | <b>606</b>  |
| Kanada                                | 28          | 35          | 6           |
| Australia                             | 21          | 36          | 15          |
| Japonia                               | 288         | 840         | 553         |
| strefa euro                           | 276         | 234         | -42         |
| Wielka Brytania                       | 37          | 46          | 9           |
| <b>Kraje azjatyckie (bez Japonii)</b> | <b>664</b>  | <b>1628</b> | <b>964</b>  |
| Chiny                                 | 158         | 619         | 461         |
| Indie                                 | 33          | 128         | 95          |
| Korea                                 | 74          | 200         | 126         |
| Malezja                               | 31          | 67          | 36          |
| <b>Europa Środkowo-Wschodnia</b>      | <b>109</b>  | <b>335</b>  | <b>226</b>  |
| Rosja                                 | 9           | 122         | 113         |
| <b>Bliski Wschód</b>                  | <b>109</b>  | <b>170</b>  | <b>61</b>   |
| <b>Ameryka Łacińska</b>               | <b>155</b>  | <b>223</b>  | <b>69</b>   |
| Brazylia                              | 35          | 53          | 18          |
| Meksyk                                | 32          | 65          | 33          |
| <b>Pozostałe</b>                      | <b>43</b>   | <b>129</b>  | <b>86</b>   |

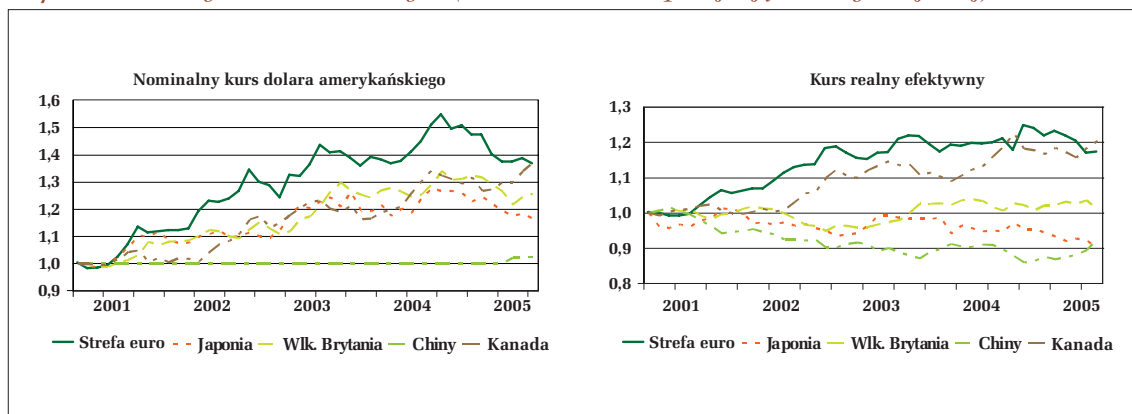
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, IFS.

(z wyłączeniem Chin) wiązał się ze spadkiem poziomu inwestycji, który wynikał m.in. z kryzysu z końca lat 90. W przypadku Państwa Środka, coraz większe nadwyżki handlowe spowodowane są gwałtownym wzrostem oszczędności, wynikającym w dużej mierze z sytuacji demograficznej oraz ze słabo rozwiniętego systemu emerytalnego i opieki zdrowotnej. W najludniejszym państwie świata w wyniku prowadzonej kontroli narodzin większość rodzin miejskich ma obecnie tylko jednego potomka, co przy braku rozwiniętego systemu emerytalnego powoduje wysoką skłonność do oszczędzania. Z kolei kraje latynoamerykańskie, które w przeszłości charakteryzowały się wysokimi deficytami obrotów bieżących, notują obecnie nadwyżkę, głównie dzięki większym oszczędnościom sektora publicznego. Powiększenie

oszczędności krajów eksportujących ropę naftową wynika bezpośrednio ze wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Utrzymaniu nierównowagi globalnej sprzyja również aktywna polityka kursowa prowadzona przez kraje Dalekiego Wschodu. Dokonane interwencje, mające na celu zapobieżenie aprecjacji waluty krajowej, spowodowały, że banki centralne tych krajów stały się posiadaczem aktywów zagranicznych o wysokiej wartości. Proces ten znajduje odzwierciedlenie w statystykach opisujących stan rezerw walutowych. W latach 1999–2004 ich globalny poziom wzrósł z 1,9 bln USD do 3,9 bln USD, gdzie około 75% przyrostu poziomu rezerw przypadało na banki centralne krajów azjatyckich, w tym Japonii (por. tabela 3).

Wykres 2 Kursy walut światowych (wzrost oznacza aprecjację waluty krajowej)



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, IFS.

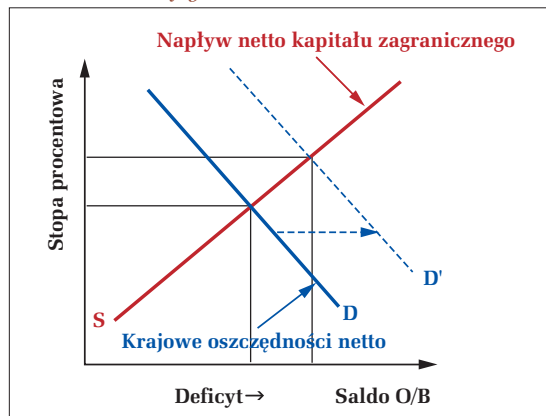
Obserwowane w ostatnich latach zmiany bilateralnych kursów walutowych wobec dolara amerykańskiego mogą świadczyć o skuteczności interwencji dokonywanych przez azjatyckie banki centralne. W okresie grudzień 2001 – wrzesień 2005 r. kurs dolara amerykańskiego osłabił się względem euro o 37%, dolara kanadyjskiego o 37%, funta brytyjskiego o 26%, natomiast wobec jena i renminbi zdeprecjonował się zaledwie odpowiednio o 16% i 2%. Pomimo nominalnej aprecjacji wobec dolara amerykańskiego w okresie grudzień 2001 – lipiec 2005 r. realny efektywny kurs jena i renminbi osłabiły się odpowiednio o 10% i 7% (por. wykres 2). Należy zaznaczyć jednak, że oprócz interwencji walutowych na wartość światowych kursów wymiany z pewnością miało także wpływ wiele innych czynników, o których mowa jest m.in. w opracowaniu Rosenberga (1996)<sup>1</sup>.

## 2. Przyczyny nierównowagi

Wielu ekonomistów wskazuje, że gospodarka światowa nie znajduje się obecnie w stanie równowagi. Podawane są jednak różne przyczyny tej sytuacji. Wśród pojawiających się poglądów dominują cztery hipotezy oraz ich kombinacje. Pierwsza z nich opiera się na teorii „bliźniaczych deficytów”, zgodnie z którą przyczyną nierównowagi jest wysoki poziom deficytu budżetowego w Stanach Zjednoczonych. Druga hipoteza wskazuje na politykę kursową prowadzoną przez kraje Dalekiego Wschodu. Po trzecie pojawiają się opinie, że deficyt obrotów bieżących wiąże się z trwałym, długookresowym wzrostem produktywności w Stanach Zjednoczonych. Mówi się także o nadmiernym poziomie globalnych oszczędności netto (ang. *global saving glut*). Poniżej omówiono przywoływane argumenty przemawiające za prawdziwością każdej z czterech wyżej wymienionych przyczyn nierównowagi globalnej oraz przeciw niej.

<sup>1</sup> Przegląd teorii kursu walutowego oraz wyodrębnienie czynników mających wpływ na wartość kursu wymiany są przedmiotem opracowania Rosenberga (1996).

Wykres 3 Wpływ wzrostu deficytu budżetowego na stopy procentowe i saldo obrotów bieżących



Źródło: Na podstawie opracowania Dooley et al. (2005).

### 2.1. Deficyt budżetowy w Stanach Zjednoczonych

W pierwszych latach XXI wieku, saldo budżetowe w Stanach Zjednoczonych uległo istotnemu pogorszeniu. Nadwyżka budżetowa w wysokości 1,6% PKB notowana w 2000 r. cztery lata później zamieniła się w deficyt wynoszący 4,3% PKB; na spadek salda budżetowego składało się głównie obniżenie dochodów budżetu o 4,1% PKB. Zgodnie z obliczeniami OECD (2005b), pogorszenie finansów publicznych nie wynikało z czynników o charakterze cyklicznym, lecz strukturalnym (por. tabela 4).

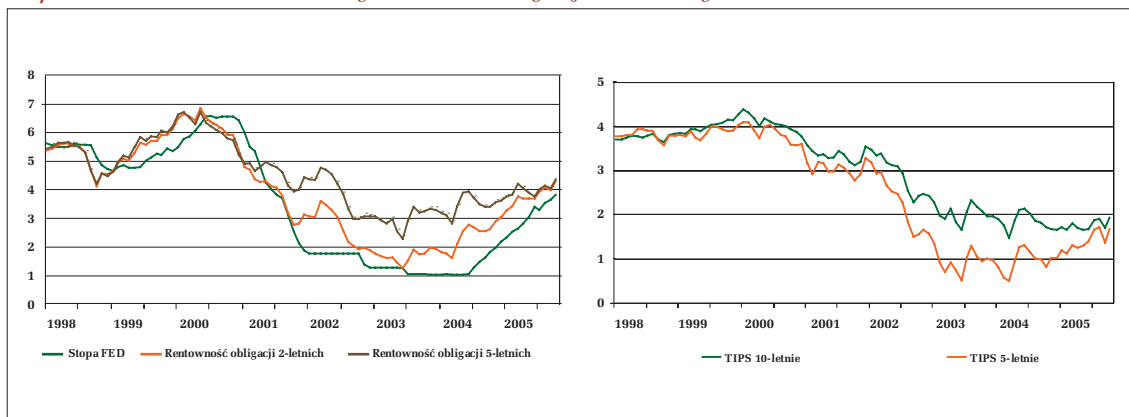
Chcąc dokonać analizy skutków deficytu budżetowego dla salda na rachunku obrotów, można posłużyć się schematem zaproponowanym przez Dooley et al. (2005). Oszczędności netto gospodarki amerykańskiej są rosnącą funkcją stopy procentowej, co oznacza, że amerykański popyt na oszczędności zagraniczne jest malejącą funkcją krajowej stopy procentowej (krzywa D, wykres 3). Podaż oszczędności zagranicznych, czyli napływ netto kapitału zagranicznego na rynek amerykański, jest dodatnio skorelowana z poziomem stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych (krzywa S, wykres 3). Przecięcie krzywej popytu oraz podaży determinuje poziom amerykańskich stóp oraz amerykańskiego salda na rachunku

Tabela 4. Stan finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych (% PKB)

|                     | 2000 | 2004 | Zmiana |
|---------------------|------|------|--------|
| Przychody           | 35,8 | 31,7 | -4,1   |
| Wydatki             | 34,2 | 36,0 | 1,8    |
| Saldo               | 1,6  | -4,3 | -5,9   |
| Płatności odsetkowe | 2,5  | 1,8  | -0,7   |
| Saldo pierwotne     | 4,1  | -2,5 | -6,6   |
| Saldo strukturalne  | 1,3  | -4,2 | -5,5   |

Źródło: OECD (2005b).

Wykres 4 Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych



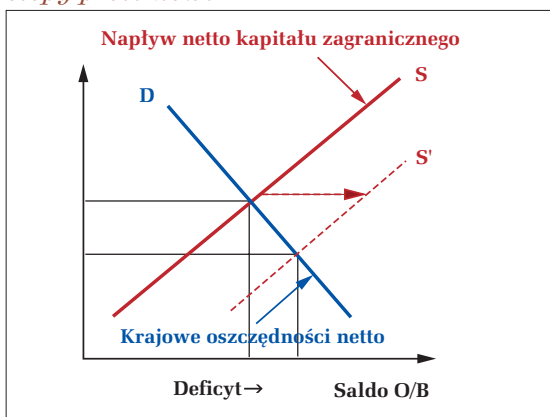
Źródło: Ecwin oraz Bloomberg.

obrotów bieżących. W ramach powyższego schematu wzrost wydatków rządowych sprawia, że krzywa popytu przesuwają się w prawo (krzywa D', wykres 3). Następuje podwyższenie poziomu amerykańskich stóp procentowych, co częściowo zwiększa oszczędności prywatne, oraz pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących.

## 2.2. Polityka kursowa krajów Dalekiego Wschodu

Kolejnym czynnikiem, który wymieniany jest jako przyczyna postania i utrzymywania się nierównowagi globalnej, jest polityka kursowa prowadzona przez kraje Dalekiego Wschodu. Banki centralne tych krajów przeprowadzają interwencje walutowe, polegających na zakupie dolarów amerykańskich; wartość tych interwencji nie zależy od poziomu stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych. Na schemacie zaproponowanym przez Dooley et al. (2005) działania te można zaznaczyć jako przesunięcie w prawo krzywej podaży oszczędności zagranicznych napływających na rynek amerykański.

Wykres 5 Wzrost interwencji walutowych a saldo na rachunku obrotów bieżących oraz stopy procentowe



Źródło: Na podstawie opracowania Dooley et al. (2005).

wających na rynek amerykański. Tym samym interwencje walutowe prowadzą do spadku amerykańskich stóp procentowych oraz wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych (por. wykres 5). Jest to taka sama sytuacja, jaką obserwowano na rynku amerykańskim w ciągu ostatnich pięciu lat. Warnock i Warnock (2005) szacują, że napływ oficjalnego kapitału zagranicznego na rynek amerykański spowodował spadek rentowności 10-letnich obligacji skarbowych o około 1,5 pkt proc. Podobne szacunki przedstawili Roubini i Setser (2005).

Dooley et al. (2003; 2004; 2005) twierdzą, że polityka kursowa krajów azjatyckich jest główną przyczyną powstania nierównowagi globalnej. Autorzy stawiają hipotezę, że obecnie obserwuje się nieformalną powtórkę systemu z Bretton Woods. Zgodnie z tą hipotezą, gospodarka światowa składa się z trzech regionów:

- centrum, reprezentowanego przez Stany Zjednoczone,
- regionu handlowego, reprezentowanego głównie przez kraje azjatyckie,
- regionu kapitałowego, reprezentowanego przez kraje europejskie, Kanadę, Australię oraz kraje Ameryki Łacińskiej.

Kraje należące do regionu kapitałowego przyjęły kurs płynny, zaś na rynkach kapitałowych są reprezentowane głównie przez inwestorów prywatnych, którzy dbają o zysk i ryzyko dokonanych inwestycji. Sektor publiczny tego regionu nie jest aktywnym graczem na rynkach walutowych. W rezultacie kraje tego regionu nie prowadzą polityki, która prowadziłaby do narastania nierównowagi globalnej.

Inaczej wygląda sytuacja w regionie handlowym, gdzie prowadzona jest polityka stymulowania wzrostu gospodarczego oparta na ekspansji eksportu. Warto wspomnieć, że tego typu strategia rozwoju była z powodzeniem prowadzona przez kraje europejskie.

skie i Japonię po II wojnie światowej w ramach systemu z Bretton Woods. Wspomaganie eksporterów dokonuje się częściowo dzięki polityce utrzymywania kursu rodzimej waluty na niedowartościowanym poziomie, co wymaga dokonywania częstych interwencji na rynku walutowym. Ponieważ kupowanie zagranicznych papierów wartościowych przez kraje regionu handlowego jest częścią prowadzonej polityki gospodarczej, inwestycje te mogą się wydawać nieefektywne z punktu widzenia teorii portfelowych, tj. ze względu na kryteria zysku i ryzyka. Dooley et al. (2003; 2004; 2005) twierdzą jednak, że region handlowy będzie skłonny przez najbliższe lata, a nawet dekady, finansować deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, ponieważ korzyści w postaci szybszego wzrostu eksportu są większe od straty z tytułu akumulacji amerykańskiego długu.

Może jednak powstać pytanie, dlaczego polityka szybkiego wzrostu gospodarczego prowadzona w krajach regionu handlowego opiera się na ekspansji eksportu, a nie popytu wewnętrznego. W przypadku Chin może to wynikać m.in. ze słabo rozwiniętego systemu finansowego<sup>2</sup>, który nie jest w stanie efektywnie alokować znacznych krajowych oszczędności na rynku krajowym. W takiej sytuacji najłatwiejszym rozwiązaniem staje się promowanie eksportu, gdyż rynek zagraniczny jest najlepszym arbitrem w kwestii efektywnego lokowania kapitału. Z powyższego powodu Dooley et al. (2005) twierdzą, że strategia wzrostu oparta na promowaniu eksportu zapobiega powstaniu kolejnych programów typu „wielki skok” czy „rewolucja kulturalna”. W celu pośredniego wsparcia sektora eksportowego prowadzona jest polityka niedowartościowanego kursu renminbi, umożliwiająca zwiększenie konkurencyjności cenowej chińskich produktów na rynkach zagranicznych.

Hipoteza o trwałości „Bretton Woods II” jest kwestionowana przez Goldsteina i Lardy’ego (2005). Autorzy podają, że ponad 50% wartości chińskiego eksportu wytwarza się w przedsiębiorstwach o dominującym znaczeniu kapitału zagranicznego, gdzie zaledwie 6% całego kapitału chińskiego jest przeznaczony na wytwarzanie dóbr eksportowych. Potwierdzają to obliczenia OECD (2005a, s. 31), zgodnie z którymi udział kapitału zagranicznego w przedsiębiorstwach produkujących na rynki zagraniczne waha się od około 30% w sektorze odzieżowym do ponad 80% w sektorze elektronicznym oraz telekomunikacyjnym. Tym samym Goldstein i Lardy mają wąt-

pliwości, czy Państwo Środka rzeczywiście miałyby jakiś cel w ponoszeniu wielkich kosztów, aby dotować zaledwie ogółem 6% kapitału, dodatkowo w znacznej mierze kontrolowanego przez podmioty zagraniczne. Twierdzą, że „Bretton Woods II” jest złą strategią rozwoju dla Chin. Kraj ten powinien skoncentrować się przede wszystkim na reformie systemu finansowego oraz stopniowej aprecjacji kursu walutowego.

Za nietrwałością systemu „Bretton Woods II” przemawia także fakt, że kraje należące do regionu handlowego są bardzo zróżnicowane i prowadzą odmienną politykę gospodarczą. Z pewnością inne czynniki mają wpływ na politykę makroekonomiczną Japonii i Korei niż na politykę Chin. O ile w przypadku Państwa Środka polityka ekspansji eksportu częściowo wynika z konieczności stworzenia milionów miejsc pracy dla nisko wykwalifikowanych pracowników, o tyle Japonia i Korea już kilka dekad temu przekroczyły tzw. *Lewiasian turning point*, tj. moment, w którym kończą się niewykorzystane zasoby siły roboczej (Pyo 2005). W rezultacie ten jeden z czynników determinujących politykę Chin nie powinien być brany pod uwagę w przypadku wysoko rozwiniętych gospodarek Dalekiego Wschodu. Wydaje się, że w przypadku Japonii i Korei główną przyczyną dokonywania interwencji walutowych jest wygładzanie cyklicznych wahań produktu. W okresach słabego popytu, kiedy krajowa stopa procentowa i inflacja są niskie, kraje te podejmują działania ukierunkowane na obniżanie wartości kursu wymiany. W innych warunkach skłonność do dokonywania interwencji jest prawdopodobnie mniejsza. Począwszy od pierwszego kwartału 2004 r. Bank Japonii istotnie ograniczył skalę interwencji walutowych. Można przypuszczać, że było to związane z rosnącymi sygnałami świadczącymi o ożywieniu popytu krajowego oraz ustępowaniu deflacji. Podobnie Korea, której poziom rezerw na koniec 2004 r. wyniósł 198 mld USD, uznała, że ich dalszy wzrost nie jest korzystny. Tym samym skala interwencji została ograniczona, a won umocnił się względem dolara o kilkanaście procent.

Pozostałe kraje azjatyckie także mają swoje cechy charakterystyczne, które odróżniają je od gospodarki chińskiej. Istnieje więc prawdopodobieństwo, że w najbliższym czasie także i one mogą podjąć decyzje o ograniczeniu interwencji walutowych. W takiej sytuacji Ludowy Bank Chin może pozostać jedynym bankiem azjatyckim tworzącym tzw. system Bretton Woods II.

### 2.3. Szybki wzrost produktywności w gospodarce amerykańskiej

Niektórzy ekonomiści (np. Rosenberg 2003) upatrują przyczyny powstania amerykańskiego deficytu obrotów bieżących w permanentnym wroście produk-

<sup>2</sup> Obszerny opis funkcjonowania systemu finansowego w Chinach jest treścią trzeciego rozdziału raportu OECD nt. Chin, OECD (2005). Na nieefektywność systemu finansowego w Chinach wskazują także Roubini i Setser (2005), którzy twierdzą, że oficjalne szacunki zagrożonych oraz straconych wierzytelności (ang. *non-performing loans*) w systemie finansowym na poziomie 40% PKB są zaniżone i w rzeczywistości wynoszą 60-70% PKB.

Tabela 5. Wzrost produktywności pracy w Stanach Zjednoczonych

|                         | Udział w strukturze zatrudnienia | Wzrost produktywności |            |
|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|------------|
|                         |                                  | 1987–1995             | 1996–2003  |
| <b>Sektor prywatny</b>  | <b>85</b>                        | <b>1,4</b>            | <b>2,5</b> |
| Rolnictwo i kopalnictwo | 2                                | 0,7                   | -0,4       |
| Budownictwo             | 6                                | -0,8                  | 0,1        |
| Przemysł                | 14                               | 2,9                   | 4,4        |
| Transport               | 4                                | 1,7                   | 1,3        |
| Sprzedaż hurtowa        | 5                                | 2,9                   | 3,2        |
| Sprzedaż detaliczna     | 10                               | 2,8                   | 4,3        |
| Finanse                 | 6                                | 2,3                   | 3,0        |
| Usługi                  | 37                               | 0,2                   | 2,2        |
| <b>Sektor publiczny</b> | <b>15</b>                        | <b>0,7</b>            | <b>1,5</b> |

Źródło: White (2005).

tywności w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z tą hipotezą, inwestycje w aktywa amerykańskie gwarantują wyższą oczekiwaną stopę zwrotu niż inwestycje w pozostałych regionach świata. Czynniki ten, w połączeniu z wysoką elastycznością rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych, jest argumentem za rosnącą skłonnością do utrzymywania aktywów amerykańskich w portfelu inwestycyjnym.

Zgodnie z literaturą opisującą zachowanie gospodarek otwartych, szok produktywności prowadzi do pogorszenia salda obrotów bieżących. Należy jednak pamiętać, że czas trwania szoku jest ograniczony, a po jego wygaśnięciu należy spłacać zaciągnięty dług poprzez poprawę salda obrotów handlowych. Na przejściowy charakter szoku produktywności w Stanach Zjednoczonych wskazuje m.in. Gordon (2002), który twierdzi, że wzrost produktywności w Stanach Zjednoczonych wynikał głównie mierze z inwestycji dokonanych w przemyśle teleinformatycznym w połowie lat 90. Jednak komputer i Internet mogą być wymyślone tylko raz. Autor podkreśla, że kapitał informatyczny nie ma żadnych „niezwykłych” właściwości: na początku przynosił wysoką stopę zwrotu, która jednak obniżyła się z upływem czasu.

Warto także przytoczyć opinię White'a (2005), który pisze, że nadzwyczajny wzrost produktywności pracy w Stanach Zjednoczonych może wynikać nie ze zmian postępu technologicznego, lecz ze wzrostu kapitału finansowanego przez inwestorów zagranicznych. Oznaczałoby to odwrotną przyczynowość między produktywnością a deficytem obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych, niż wynikałoby to z hipotezy przedstawionej przez Rosenberga (2003).

Jeżeli hipoteza o wzroście produktywności jest prawdziwa, deficyt obrotów bieżących powinien być w znacznej mierze finansowany napływem inwestycji bezpośrednich lub inwestycji portfelowych w państwa udziałowe. Taka sytuacja była jednak obserwo-

wana tylko do końca lat 90. W latach 2002–2004 napływ netto inwestycji bezpośrednich był ujemny (por. tabela 1). Można zatem przypuszczać, że nadzwyczajny wzrost produktywności mógł być przyczyną deficytu obrotów bieżących do końca lat 90., natomiast w kolejnych latach znaczenie tego czynnika stopniowo się zmniejszało.

#### 2.4. Nadmierne oszczędności światowe

Kolejna hipoteza dotycząca przyczyn powstania nierównowagi globalnej wskazuje na obecnie wysoki poziom oszczędności w krajach „reszty świata”. Stany Zjednoczone w takim układzie pełnią funkcję „konsumenta ostatniej instancji”, tj. w wyniku wzrostu popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego absorbują wolne środki pozostałych krajów. Nadmierne oszczędności w gospodarkach „reszty świata” wynikają z jednoczesnego wystąpienia trzech czynników: restrukturyzacji przedsiębiorstw, wzrostu cen ropy naftowej oraz sytuacji gospodarczej w krajach Dalekiego Wschodu. Hipotezę uznającą nadmierne oszczędności za przyczynę deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych można więc traktować jako hipotezę komplementarną względem omówionej wcześniej teorii „Bretton Woods II”.

Globalna restrukturyzacja w sektorze przedsiębiorstw, przeprowadzona w ostatnich latach, doprowadziła do istotnego wzrostu zysków. W warunkach umiarkowanego popytu inwestycyjnego, który utrzymywał się pomimo niskiego poziomu stóp globalnych, zanotowano wyraźny wzrost oszczędności sektora przedsiębiorstw. Jak wskazują obliczenia JP Morgan (2005a), w latach 2000–2004 oszczędności netto przedsiębiorstw wzrosły o 6% PKB w Stanach Zjednoczonych, 3,8% PKB w strefie euro oraz o 8,2% PKB w Wielkiej Brytanii (por. tabela 6)<sup>3</sup>. Wzrost oszczędności w sektorze przedsiębiorstw był na tyle wyraź-

<sup>3</sup> Podobne obliczenia przedstawione zostały w opracowaniu: IMF (2006a).



Tabela 6. Zmiany oszczędności w głównych gospodarkach światowych w latach 2000-2004

|                       | Stany Zjednoczone | Strefa euro | Japonia | Wielka Brytania | Kanada | Australia |
|-----------------------|-------------------|-------------|---------|-----------------|--------|-----------|
| Sektor publiczny      | -5,9              | -2,8        | 1,4     | -7,2            | -1,6   | 0,2       |
| Sektor zewnętrzny     | 1,5               | -1,3        | -1,1    | -0,3            | 0,1    | 2,3       |
| Sektor prywatny       | 4,4               | 4,1         | -0,3    | 7,5             | 1,5    | -2,5      |
| - gospodarstwa domowe | -1,6              | 0,3         | -0,8    | -0,7            | -4,2   | -3,7      |
| - przedsiębiorstwa    | 6,0               | 3,8         | 0,5     | 8,2             | 5,7    | 1,2       |

Źródło: JP Morgan (2005a).

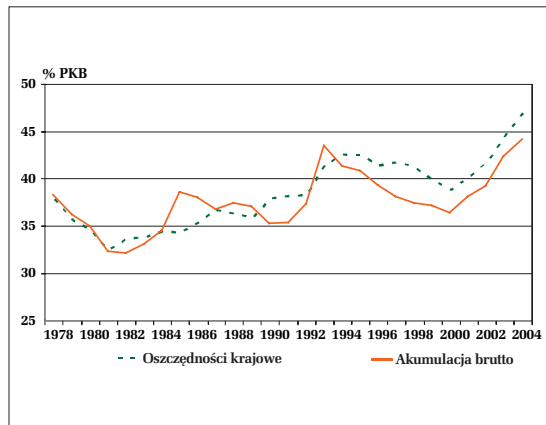
ny, że pomimo wyraźnego pogorszenia finansów publicznych oraz spadku oszczędności gospodarstw domowych nastąpiło obniżenie globalnych stóp procentowych (por. wykres 4).

Kolejnym powodem powiększenia się globalnych oszczędności był wzrost cen ropy naftowej oraz innych surowców. Jak szacuje JP Morgan, w okresie 2002-2005 przychody netto z eksportu ropy, uzyskiwane przez wydobywców tego surowca, wzrosły o około 450 mld USD. W krajach o niskim PKB *per capita* i licznej populacji, takich jak Rosja, Nigeria czy Wenezuela, te dodatkowe dochody mogą spowodować wzrost popytu krajowego i tym samym importu. W krajach bogatych, o niskiej populacji, takich jak Arabia Saudyjska czy Kuwejt, dodatkowe przychody z eksportu ropy są w dużej mierze oszczędzane. Ekonomiści MFW (IMF 2006b) szacują, że w latach 2003-2005 wzrost dochodów ze sprzedaży ropy o 1 dolara powodował zwiększenie importu krajów OPEC zaledwie o 24 centy, a u pozostałych eksporterów ropy o 31 centów. Można więc obliczyć, że wzrost cen ropy w latach 2002-2005 spowodował, że oszczędności globalne powiększyły się *ceteris paribus* o około 335 mld USD. Ze względu na fakt, że środkami tymi zarządzają głównie prywatne instytucje finansowe, brak jest dokładnych informacji o sposobie ich alokacji. MFW szacuje jednak, że około 60% tych oszczędności jest inwestowanych w aktywa dolarowe. Oznaczałoby to, że w 2005 r. popyt na amerykańskie obligacje zgłaszany przez eksporte-

rów ropy był o około 200 mld USD wyższy niż w 2002 r. (por. tabela 7).

Nadmiar oszczędności globalnych może również wynikać z absorpcji setek milionów chińskich pracowników przez światowy rynek pracy. Osoby te charakteryzują się dużą motywacją do ciężkiej pracy oraz wysoką skłonnością do oszczędzania. Wartość chińskich oszczędności, która podwyższyła się z poziomu 38,9% w 2000 r. do 47,0% PKB w 2004 r., tylko częściowo przełożyła się na ekspansję inwestycji krajowych (por. wykres 6).

Wykres 6 Bilans oszczędności i inwestycji w Chinach



Źródło: obliczenia własne, Ecwin

Tabela 7. Przychody netto z tytułu eksportu ropy (w mld USD)

|                        | 2002         | 2004         | 2005 (prognoza) |
|------------------------|--------------|--------------|-----------------|
| <b>OPEC</b>            | <b>193,5</b> | <b>338,3</b> | <b>486,2</b>    |
| Iran                   | 18,6         | 32,2         | 43,5            |
| Kuwejt                 | 14,7         | 27,4         | 42,2            |
| Nigeria                | 16,5         | 29,8         | 41,9            |
| Arabia Saudyjska       | 62,2         | 115,6        | 164,5           |
| <b>Pozostałe kraje</b> | <b>131,0</b> | <b>210,3</b> | <b>294,8</b>    |
| Rosja                  | 44,2         | 89,5         | 123,7           |
| Norwegia               | 28,5         | 37,7         | 56,3            |
| <b>Wszystkie kraje</b> | <b>324,4</b> | <b>548,6</b> | <b>781,0</b>    |

Źródło: JP Morgan (2005b).

### 3. Możliwe scenariusze rozwiązania nierównowagi

Wielu ekonomistów, np. Setser (2005) lub Obstfeld i Rogoff (2004), wskazuje, że nie ma możliwości utrzymania amerykańskiego deficytu obrotów handlowych na dotychczasowym poziomie w długim, a nawet średnim horyzoncie czasowym, gdyż prowadziłyby to do drastycznego wzrostu zadłużenia zagranicznego netto Stanów Zjednoczonych. Obstfeld i Rogoff (2004) szacują, że gdyby amerykański deficyt na rachunku obrotów bieżących utrzymywał się na poziomie 5% PKB, to około 2025 r. zadłużenie zagraniczne netto Stanów Zjednoczonych przekroczyłoby poziom zadłużenia Irlandii z 1983 r., tj. ponad 70% PKB. Warto wspomnieć, że zgodnie ze statystykami międzynarodowej pozycji inwestycyjnej jest to najwyższe zanotowane zadłużenie zagraniczne netto dla kraju wysoko rozwiniętego.

W celu powtórzenia oszacowań Obstfelda i Rogoffa dokonano symulacji na podstawie modelu składającego się z trzech tożsamości:

$$NFD_t = NFD_{t-1} + CAD_t$$

$$CAD_t = TBD_t + iNFD_{t-1}$$

$$PKB_t^{nom} = (g + \pi)PKB_{t-1}^{nom}$$

Pierwsze równanie definiuje zadłużenie zagraniczne netto ( $NFD$ ) jako skumulowane deficyty obrotów bieżących ( $CAD$ ). Drugie równanie wskazuje, że deficyt obrotów bieżących jest równy deficytowi towarów i usług ( $TBD$ ) powiększonemu o odsetki płacone z tytułu zadłużenia zagranicznego, tj. deficyt na rachunku dochodów. Dla uproszczenia analizy pominięto saldo transferów. Ostatecznie przyjęto, że PKB nominalny ( $PKB^{nom}$ ) rośnie w stałym tempie, które jest sumą wzrostu PKB realnego ( $g$ ) powiększo-

nego o stopę inflacji ( $\pi$ ). W symulacjach przyjęto poziom stopy procentowej na poziomie 5% ( $i = 0,05$ ), wzrost PKB na poziomie 3% ( $g = 0,03$ ), inflacji zaś na poziomie 2% ( $\pi = 0,02$ ). Warto dodać, że w obliczeniach założono brak zmian kursów walutowych. Ich wpływ na wycenę aktywów i zobowiązań został opisany w pierwszym rozdziale opracowania.

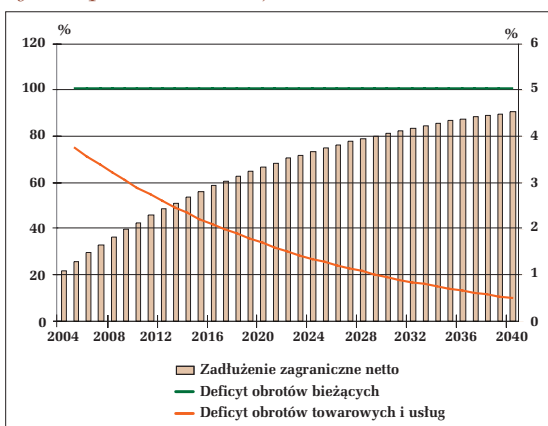
Wyniki symulacji, które obrazuje wykres 7, wskazują, że utrzymywanie się deficytu na rachunku obrotów bieżących na poziomie 5% sprawi, iż w 2040 r. zadłużenie zagraniczne netto przekroczy 90% PKB. Ponieważ wyższe zadłużenie oznacza większe płatności odsetkowe, czyli pogorszenie salda dochodów, to utrzymanie deficytu obrotów bieżących na poziomie 5% PKB wymaga obniżenia deficytu salda towarów i usług. Zgodnie z przedstawionym schematem, deficyt ten w 2040 r. powinien ukształtować się na poziomie około 0,5% PKB.

W drugiej symulacji przyjęto, że nie następuje dostosowanie deficytu salda towarów i usług, które utrzymuje się na poziomie 5% PKB. Wyniki obliczeń, które przedstawia wykres 8, wskazują na wzrost amerykańskiego zadłużenia netto do poziomu przekraczającego 210% PKB w 2040 r. Co więcej, deficyt obrotów bieżących w tym roku kształtowałby się na poziomie przekraczającym 15% PKB.

Powyższe symulacje dowodzą, że trajektoria, na której znalazła się światowa gospodarka, jest niestabilna. Istnieje wiele przesłanek wskazujących na to, że napływ kapitału na rynek amerykański w następnych latach może być niewystarczający, by sfinansować deficyt obrotów bieżących na poziomie przekraczającym 5% PKB. Nie można jednak wykluczyć możliwości, że w krótkim horyzoncie czasowym nierównowaga będzie się utrzymywała.

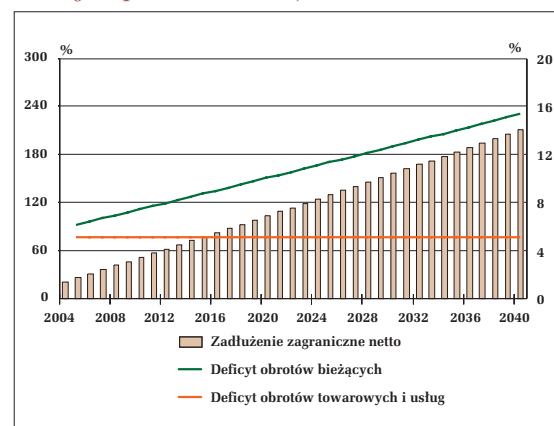
Poniżej opisano prawdopodobne scenariusze kształtowania się gospodarki światowej w najbliż-

Wykres 7 Hipotetyczna trajektoria amerykańskiego długu zagranicznego netto (scenariusz permanentnego deficytu na rachunku obrotów bieżących na poziomie 5% PKB)



Źródło: obliczenia własne.

Wykres 8 Hipotetyczna trajektoria amerykańskiego długu zagranicznego netto (scenariusz permanentnego deficytu obrotów towarowych i usług na poziomie 5% PKB)



Źródło: obliczenia własne.

szych latach. Po pierwsze, przedstawiono scenariusz utrzymania się tzw. systemu Bretton Woods II. Po drugie, omówiono rozwiązanie klasyczne w wersji miękkiego oraz twardego lądowania. Po trzecie, omówiono rozwiązania alternatywne.

### 3.1. Utrzymanie się aktualnego stanu rzeczy, czyli tzw. systemu Bretton Woods II

Większość ekonomistów prawdopodobnie zgodzi się z twierdzeniem, że obecnie obserwowany stan gospodarki globalnej nie jest stabilny w długim, a nawet średnim okresie. W krótkim horyzoncie czasowym można natomiast oczekiwać, że utrzyma się wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących, zwłaszcza jeżeli będzie podtrzymywany nieformalny układ określany jako „Bretton Woods II”. Za takim scenariuszem przemawia kilka argumentów. Po pierwsze, interwencje walutowe dokonywane przez kraje regionu handlowego, mające na celu utrzymanie niedowartościowanej waluty, brane są pod uwagę przy dokonywaniu decyzji inwestycyjnych przez podmioty prywatne. Dopóki inwestorzy prywatni wierzą w trwałość systemu „Bretton Woods II”, dopóty będą skłonni utrzymywać, a nawet zwiększać udział aktywów dolarowych w swoim portfelu, tym samym przedłużając trwałość nierównowagi globalnej. Po drugie, tak jak zauważają Dooley et al. (2003; 2004; 2005), w przypadku upadku systemu „Bretton Woods II” nastąpiłby wzrost długich stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Jeżeli „rynek” oczekuje tego wydarzenia w najbliższej przyszłości, to długie stopy powinny być zdecydowanie wyższe niż stopy krótkie. Obecnie zjawisko to jednak nie występuje. Po trzecie, wydaje się, że decydenci chińscy będą mieli dużą awersję do porzucenia polityki, która tak dobrze sprawdzała się przez ostatnie kilkanaście lat. Trzeba przy tym wziąć pod uwagę, że przystosowanie mocy wytwórczych, obecnie ukierunkowanych na produkcję dóbr eksportowych, do produkcji dóbr zaspokajających popyt krajowy wymaga lat. W rezultacie aprecjacja renminbi mogłaby spowodować w krótkim okresie istotne spowolnienie wzrostu chińskiej gospodarki (White 2005). Warto także podać argument Dooley’a et al. (2004), twierdzących, że koszty związane z interwencjami mogą być mniejsze niż koszty gospodarcze związane ze spadkiem wzrostu gospodarczego, który mógłby nastąpić w przypadku wyjścia Chin z systemu „Bretton Woods II”.

Inny ciekawy pogląd, wskazujący na korzyści Stanów Zjednoczonych z utrzymania się wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących, przedstawia Truman (2005). Szacuje on, że spadek tego deficytu o połowę oznaczałby ograniczenie rocznej siły nabywczej statystycznego Amerykanina o 2.350

USD. Na sumę tę składają się straty związane z mniejszym importem, jak również niekorzystne zmiany cen w handlu zagranicznym (ang. *terms of trade*), które miałyby miejsce w związku z deprecjacją kursu dolara amerykańskiego. Nie należy się zatem spodziewać, aby zarówno amerykańscy politycy, jak i konsumenci spieszyli się z podjęciem niezbędnych decyzji mających na celu zwiększenie oszczędności netto w gospodarce amerykańskiej. Można natomiast przypuszczać, że o momencie rozwiązania problemu nierównowagi globalnej zadecydują czynniki zewnętrzne, powodujące spadek podaży kapitału napływającego na rynek amerykański.

Decyzja podmiotów zagranicznych o zaprzestaniu zwiększania wartości aktywów amerykańskich w portfelu inwestycyjnym, prowadząca do upadku systemu „Bretton Woods II”, może wynikać z kilku powodów.

Pierwszym z nich jest rosnąca niechęć niektórych azjatyckich banków centralnych do powiększania aktywów rezerwowych. Mogą o tym świadczyć istotne ograniczenie skali interwencji walutowych Banku Japonii, obserwowane od I kwartału 2004 r., czy aprecjacja koreańskiego wona. Można przypuszczać, że inne kraje Dalekiego Wschodu wkrótce podejmą podobną decyzję, dotyczącą ograniczenia skali interwencji walutowych, zwłaszcza w przypadku ożywienia popytu wewnętrznego w tych gospodarkach. Oznaczałoby to, że większość ciężaru utrzymania systemu „Bretton Woods II” musiałby przyjąć na siebie Ludowy Bank Chin.

Dla chińskiej gospodarki inwestycje w aktywa dolarowe, w warunkach oczekiwanej aprecjacji renminbi, mogą okazać się bardzo kosztowne. Wynika to z faktu, że zakup dolarów jest finansowany poprzez zaciąganie zobowiązań w walucie krajowej. Aprecjacja renminbi powoduje więc spadek wartości aktywów banku centralnego przy stałej wartości jego zobowiązań, co skutkuje ujemnym wynikiem finansowym. Jeżeli przyjąć, że w najbliższych latach aktywa dolarowe LBCh będą rosły w takim tempie, jak w ubiegłych latach, tj. po 200 mld USD rocznie, a nominalny PKB w Chinach będzie rósł w tempie 10% rocznie, to 33% aprecjacja renminbi w 2008 r. spowodowałaby straty o wartości około 500 mld USD, tj. 20% chińskiego PKB. Ponieważ potrzeby pożyczkowe Stanów Zjednoczonych w kolejnych latach mogły przekraczać 800 mld USD, w kolejnym scenariuszu założono, że połowa tych potrzeb będzie finansowana przez LBCh, czyli wartość rezerw będzie się powiększała w tempie 400 mld USD rocznie. Tym samym 33-procentowa aprecjacja renminbi w 2008 r. kosztowałaby LBCh około 680 mld USD, czyli 28% chińskiego PKB (por. tabela 8). Co więcej, warto przytoczyć spostrzeżenie Blancharda et al. (2005), że wzrost zadłużenia zagranicznego Stanów Zjednoczo-

Tabela 8. Potencjalne straty Ludowego Banku Chin w wyniku aprecjacji renminbi\*

|  | 2003  | 2004  | 2005e | 2006e | 2008e | 2010e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Poziom chińskiego PKB (mld USD)                              | 1.467 | 1.649 | 1.814 | 1.995 | 2.414 | 2.921 |
| <b>Scenariusz wzrostu rezerw po 200 mld USD rocznie</b>      |       |       |       |       |       |       |
| Poziom rezerw walutowych (mld USD)                           | 410   | 614   | 850   | 1.050 | 1.450 | 1.850 |
| Straty w wyniku 33-procentowej aprecjacji renminbi (mld USD) | 137   | 205   | 283   | 350   | 483   | 617   |
| Straty w wyniku 33-procentowej aprecjacji renminbi (% PKB)   | 9     | 12    | 16    | 18    | 20    | 21    |
| <b>Scenariusz wzrostu rezerw po 400 mld USD rocznie</b>      |       |       |       |       |       |       |
| Poziom rezerw walutowych (mld USD)                           | 410   | 614   | 850   | 1.250 | 2.050 | 2.850 |
| Straty w wyniku 33-procentowej aprecjacji renminbi (mld USD) | 137   | 205   | 283   | 417   | 683   | 950   |
| Straty w wyniku 33-procentowej aprecjacji renminbi (% PKB)   | 9     | 12    | 16    | 21    | 28    | 33    |

\* Podobnych obliczeń dokonali Roubini i Setser (2005).  
e - estymowane wartości

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF, IFS.

nych oznacza w przyszłości większą wymaganą deprecjację dolara amerykańskiego.

Szybki wzrost rezerw walutowych wiąże się także z innymi zagrożeniami dla gospodarki chińskiej. Jak piszą Goldstein i Lardy (2005), interwencje LBCh dokonane w ostatnich latach, mimo że w dużej mierze sterylizowane, spowodowały ekspansję kredytową oraz narastanie presji inflacyjnej. Sytuacja, co prawda, została opanowana na początku 2004 r., ale kosztem wprowadzenia wielu administracyjnych ograniczeń systemu bankowego, które miały na celu zmniejszenie akcji kredytowej. Autorzy wątpią, jednakże, aby w najbliższych latach zwiększona skala interwencji mogła być zaabsorbowana przez chiński system finansowy bez wywołania presji inflacyjnej.

Goldstein i Lardy (2005) zwracają również uwagę na znaczne koszty interwencji ponoszone przez chiński system bankowy. W wyniku interwencji banki państwowe są zobligowane do zakupu obligacji rządowych, których oprocentowanie jest znacznie niższe niż oprocentowanie kredytów rynkowych<sup>4</sup>. Konieczność kupowania obligacji rządowych oznacza niższe zyski banków państwowych, a tym samym konieczność ich rekapitalizacji.

### 3.2. Rozwiązanie klasyczne

Załamanie się systemu „Bretton Woods II” oznaczałoby konieczność istotnego ograniczenia deficytu na rachunku obrotów bieżących. Zgodnie z teorią niedoskonałych substytutów, która jest najpopularniejszym modelem opisującym zmiany wartości eksportu i importu, wymagałoby to wystąpienia trzech czynników:

- spadku popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych,
- wzrostu popytu krajowego w pozostałych gospodarkach świata,
- deprecjacji realnego kursu dolara amerykańskiego.

W takim przypadku obserwowane byłoby „rozwiązanie klasyczne” globalnych nierównowag. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w praktyce zdarzają się dostosowania wolumenowe bez zmian relatywnych cen i zmian popytowych. Wydaje się jednak, że skala tego typu zmiany byłaby zbyt mała, aby wyeliminować obserwowaną obecnie nierównowagę globalną.

W zależności od tempa i skali dostosowań rozwiązanie klasyczne może przybrać formę tzw. miękkiego lub twardego lądowania. W pierwszym przypadku, dostosowanie wymagałoby harmonizacji polityki makroekonomicznej na skalę globalną. W ramach takiego porozumienia Stany Zjednoczone dołożyłyby wszelkich starań, aby ograniczyć deficyt budżetowy, Japonia oraz Unia Europejska zobligowałyby się do przeprowadzenia reform strukturalnych, w wyniku których wzrósłby popyt krajowy, natomiast gospodarki rozwijającej się Azji uelastyczyłyby system kursowy i tym samym zezwoliły na aprecjację walut krajowych. W celu sprawnego przeprowadzenia niezbędnych zmian można by wykorzystać doświadczenia zdobyte w połowie lat 80., kiedy kraje grupy G5 doszły do porozumienia mającego na celu zmniejszenie ówczynie występującej nierównowagi globalnej. Porozumienie to, zawarte w hotelu Plaza w Nowym Jorku, określa się mianem „Plaza Accord”.

Może powstać pytanie o hierarchię ważności wymienionych czynników w procesie eliminacji bieżącej nierównowagi globalnej. Wydaje się, że najbardziej istotne jest dostosowanie kursowe. Jak szacuje Truman (2005), spadek popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych o 1% prowadzi do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących zaledwie o 0,2% PKB. Z drugiej strony, wzrost popytu zagranicznego o 1% sprawia, że saldo towarowe Stanów Zjednoczonych wzrasta tylko o 0,1% PKB. Poprawa amerykańskiego salda obrotów towarowych o 3% PKB wymagałaby więc spadku popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych o 10% PKB oraz wzrostu popytu zagranicznego o 10% PKB. Taki rozwój sytuacji wydaje się mało prawdopodobny.

<sup>4</sup> Przykładowo, tak jak podają autorzy, w III kwartale 2004 r. oprocentowanie jednorocznej obligacji rządowej wynosiło 3,36%, a średnie oprocentowanie rocznego kredytu kształtowało się na poziomie 6,28%.

Tabela 9. *Niedopasowanie bilateralnego realnego kursu dolara*

| Kraj            | Niedopasowanie w 2002 r. | Zmiany w okresie 2002 r. - marzec 2005 r. | Niedopasowanie w marcu 2005 r. |
|-----------------|--------------------------|---|--------------------------------|
| Australia       | 44,2                     | 44,6                                      | -0,3                           |
| Brazylia        | 39,0                     | 29,3                                      | 7,5                            |
| Kanada          | 16,9                     | 27,5                                      | -8,4                           |
| Chiny           | 45,9                     | 0,7                                       | 44,8                           |
| Strefa euro     | 44,4                     | 37,5                                      | 5,0                            |
| Indie           | 44,5                     | 15,6                                      | 24,9                           |
| Japonia         | 53,3                     | 10,7                                      | 38,5                           |
| Korea           | 45,6                     | 27,3                                      | 14,4                           |
| Malezja         | 55,7                     | -2,3                                      | 59,4                           |
| Meksyk          | 13,6                     | -8,3                                      | 23,9                           |
| Rosja           | 55,6                     | 46,1                                      | 6,5                            |
| Szwecja         | 49,9                     | 35,4                                      | 10,7                           |
| Tajwan          | 47,7                     | 7,3                                       | 37,7                           |
| Wielka Brytania | 42,2                     | 28,5                                      | 10,7                           |

Źródło: Cline (2005), s. 257.

Jeżeli zatem dostosowanie powinno dokonać się w wyniku zmian wartości walut, to warto się zastanowić, jakich poziomów kursów wymiany należy się spodziewać po okresie zmian. Przede wszystkim trzeba odpowiedzieć na dwa poniższe pytania: czy osłabienie dolara powinno się dokonać jedynie względem walut krajów azjatyckich oraz jaka jest niezbędna skala deprecjacji dolara. W ostatnich latach duże zainteresowanie tematyką nierównowagi globalnej spowodowało wzrost liczby opracowań przedstawiających estymację skali odchylenia kursu dolara amerykańskiego od poziomu równowagi. Przegląd wyników tych badań, zamieszczony w opracowaniu Edwardsa (2005), wskazuje na przewartościowanie amerykańskiej waluty rzędu 20–50%. Cline (2005), oprócz szacunków przewartościowania dolara wynoszącego w 2002 r. 39% podaje również wymagane zmiany kursów bilateralnych względem dolara amerykańskiego. Zgodnie z przedstawionymi wynikami obliczeń, w marcu 2005 r. najbardziej niedowartościowane były waluty krajów azjatyckich. Przykładowo, w stosunku do dolara realne wartości japońskiego jena, chińskiego renminbi oraz malezyjskiego ringgita były zaniżone odpowiednio o 38,5%, 44,8% i 59,4% (por. tabela 9).

Dostosowania, które dokonałyby się zgodnie ze scenariuszem łagodnego lądowania, przy zmianach kursowych przedstawionych w tabeli 9, miałyby bardzo rozległy wpływ na gospodarkę amerykańską, jak również na pozostałe gospodarki światowe. Dla Stanów Zjednoczonych potencjalne skutki byłyby następujące. Deprecjacja dolara w wyniku wzrostu cen dóbr importowanych spowodowałaby narastanie presji inflacyjnej. Innym skutkiem osłabienia dolara byłoby przesunięcie się mocy wytwórczych w kierunku sektora dóbr handlowych, których produkcja

stałaby się bardziej opłacalna. Ze względu na wyższą presję inflacyjną oraz niższy napływ kapitału zagranicznego na rynek amerykańskich papierów dłużnych nastąpiłby wzrost amerykańskiej krzywej dochodowości. To z kolei doprowadziłoby do spadku cen aktywów wrażliwych na poziom stóp procentowych, takich jak akcje oraz ceny nieruchomości. Wyższe stopy procentowe w połączeniu ze spadkiem bogactwa społeczeństwa przełożyłyby się na ograniczenie spożycia indywidualnego oraz popytu inwestycyjnego. Jeżeli dodać do tego zacieśnienie polityki fiskalnej, to można się spodziewać, że wzrost popytu krajowego byłby zdecydowanie niższy niż wzrost produkcji. Wpływ na dynamikę PKB jest trudny do oszacowania, gdyż spadkowi popytu krajowego towarzyszyłby istotny wzrost eksportu netto. Wydaje się prawdopodobne, że produkcja utrzymywałaby się blisko swojego poziomu potencjalnego.

W krajach azjatyckich, czyli w tzw. regionie handlowym, aprecjacja walut krajowych przekładająca się na spadek konkurencyjności cenowej na rynkach światowych sprawiłaby, że wolumen eksportu uległby istotnemu obniżeniu. Struktura produkcji, obecnie ukierunkowana na rynki zagraniczne, nie pozwoliłaby przy nowych kursach walutowych na generowanie zysków w sektorze przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę fakt, że efektywność chińskiego systemu finansowego jest niska, wiele przedsiębiorstw w tym kraju miałoby problemy z utrzymaniem płynności oraz finansowaniem nowych inwestycji. Warto wspomnieć, że większość inwestycji chińskich przedsiębiorstw jest obecnie finansowana ze środków własnych. Bankructwa wśród przedsiębiorstw znalazłyby odzwierciedlenie w istotnym obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego. Dodatkowo, banki centralne poniosłyby duże straty z tytułu spadku

wartości rezerw walutowych. Nie można wykluczyć, że wywołałoby to kryzys sektora bankowego.

Dostosowania w krajach, które utrzymują kursy płynne, prawdopodobnie byłyby umiarkowane. Lekka aprecjacja walut krajowych względem dolara byłaby rekompensowana ich deprecjacją względem walut regionu handlowego. W efekcie zmiany realnego kursu efektywnego byłyby niewielkie. Słabszy popyt gospodarki amerykańskiej byłby rekompensowany przyspieszeniem popytu krajowego, wynikającym z pomyślnie przeprowadzonych reform strukturalnych. Jeżeli na rynkach finansowych nie wystąpiłyby efekty zarażenia (ang. *contagion*), to poziom inflacji oraz stóp procentowych powinien pozostać na stabilnym poziomie.

W praktyce globalna koordynacja polityki makroekonomicznej może okazać się trudna do przeprowadzenia. Przykładowo, Stany Zjednoczone mogą zaniechać reformy finansów publicznych, kraje Unii Europejskiej oraz Japonia nie wprowadzą reform strukturalnych, a azjatyckie banki centralne będą dalej prowadziły politykę niedowartościowanego kursu walutowego. Taki scenariusz oznacza polityczną chęć pozostania w obecnym układzie „Bretton Woods II”.

Może się jednak zdarzyć, że inwestorzy prywatni, przewidując rychłą deprecjację dolara amerykańskiego, zaczęliby wyprzedawać aktywa amerykańskie. Początkowo spowodowałoby to gwałtowną aprecjację euro oraz innych walut płynnych, na którą gospodarki tzw. regionu kapitałowego nie byłyby przygotowane. Miałyby to odzwierciedlenie w nasilaniu się tendencji protekcyjnych oraz nacisków na rewaluację walut azjatyckich. Odływ kapitału prywatnego z rynku amerykańskiego spowodowałby gwałtowny wzrost stóp procentowych, krach na rynku nieruchomości oraz znaczny spadek popytu podmiotów prywatnych. W takich warunkach obniżyłyby się poziom importu i deficyt na rachunku obrotów bieżących, ale równocześnie doszłoby do spowolnienia wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Nasilenie ruchów protekcyjnych oraz spadek popytu w gospodarce amerykańskiej wpłynęłoby na znaczne obniżenie wartości eksportu krajów azjatyckich. Dodatkowo, niewydolny system finansowy nie byłby w stanie pobudzić popytu krajowego. W rezultacie istotnie obniżyłoby się tempo wzrostu gospodarczego, a chiński system bankowy mógłby pogłężyć się w kryzysie.

### 3.3. Rozwiązanie alternatywne

Powyższe rozważania wskazują, że utrzymywanie się systemu „Bretton Woods II” powoduje jedynie narastanie obserwowanej obecnie nierównowagi globalnej. Rozwiązanie klasyczne przeprowadzone błędnie

może natomiast skończyć się ogólnoswiatową recesją. Co więcej, nawet dostosowanie prowadzone w ramach skoordynowanej polityki globalnej przyczyni się prawdopodobnie do powstania dużych problemów gospodarczych w krajach regionu handlowego. Warto się zatem zastanowić, czy istnieje alternatywny scenariusz powrotu gospodarki światowej do stanu równowagi.

Diehl i Schweickert (2005) próbują dowieść, że dla gospodarki chińskiej powrót do równowagi wewnętrznej i zewnętrznej, chociaż może się dokonać poprzez aprecjację nominalnego kursu walutowego, okazałby się mniej bolesny, gdyby aprecjacja renminbi wynikała z wyższej inflacji krajowej. Ekspansywna polityka monetarna i (lub) fiskalna doprowadziłaby do zwiększenia popytu krajowego, płac oraz inflacji, zarówno dóbr produkowanych na rynek krajowy, jak i zagraniczny. Tym samym spadek eksportu netto, wynikający ze spadku konkurencyjności cenowej chińskich produktów na rynkach globalnych, byłby w dużej mierze zrekomensowany wzrostem popytu krajowego. Co więcej, umocnienie renminbi wynikające z monetyzacji gospodarki chińskiej nie spowodowałoby strat Ludowego Banku Chin, których skala przy wyłącznej aprecjacji kursu nominalnego została omówiona powyżej (por. tabela 8). Tego typu rozwiązanie ma także ujemne strony. Po pierwsze, po okresie dostosowania kursu do poziomu równowagi poziomu inflacji może cały czas utrzymywać się na wysokim poziomie. Tłumienie presji inflacyjnej zazwyczaj wiąże się natomiast z dużymi kosztami utraconego produktu. Także monetyzacja prowadzi do spadku efektywności wykorzystania dostępnych zasobów. Niski koszt pozyskania kapitału zwiększa prawdopodobieństwo, że jest on inwestowany także w projekty o niskiej rentowności, które po zakończeniu okresu ekspansji monetarnej staną się nieopłacalne. Tym samym doszłoby do wzrostu udziału złych długów w portfelach banków, obecnie utrzymującego się wciąż na bardzo wysokim poziomie. Nie można też zapominać o efektach redystrybucyjnych monetyzacji oraz jej wpływie na utratę reputacji banku centralnego. Efekty redystrybucyjne wynikają z faktu, że rosnąca inflacja i spadające stopy realne powodują obniżenie realnej wartości depozytów i kredytów. Następuje transfer bogactwa od osób posiadających oszczędności do osób zadłużonych. Efekt utraty reputacji polega na obniżeniu wiarygodności banku centralnego, który prowadzi nieprzewidywalną politykę monetarną.

### Podsumowanie

Ograniczenie nierównowagi globalnej, występującej w postaci amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących, stanowi obecnie jedno z najważ-

niejszych wyzwań stojących przed gospodarką światową. Spośród wymienionych w artykule przyczyn powstania nierównowagi najważniejsze wydają się nadmierny poziom oszczędności globalnych oraz polityka kursowa gospodarek azjatyckich. Dostosowanie wymaga spadku popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych, wzrostu popytu w krajach „reszty świata” oraz deprecjacji kursu dolara amerykańskiego. Ogólnoświatowa koordynacja polityki makroekonomicznej mogłaby ograniczyć negatywne skutki zmian, jednak w praktyce koordynacja taka wydaje się mało możliwa. Zwiększa to prawdopodobieństwo, że dostosowanie przybierze formę twardego łą-

dowania. Nie można natomiast wykluczyć eliminacji nierównowagi polegającej na monetyzacji gospodarki chińskiej.

Termin, kształt oraz skala zmian są trudne do przewidzenia. Wydaje się jednak, że w najbliższych latach kraje Dalekiego Wschodu będą próbowały ograniczyć skalę interwencji walutowych, a inwestorzy prywatni mogą niechętnie finansować ponad 800 mld USD amerykańskiego deficytu. Oznacza to, że obecnie występuje duże prawdopodobieństwo osłabienia się dolara amerykańskiego (zwłaszcza względem walut regionu handlowego) oraz istotnego wzrostu amerykańskich stóp długoterminowych.

## Bibliografia

- Blanchard O., Giavazzi F., Sa F. (2005), *The U.S. current account and the dollar*, “Working Paper”, No. 11137, NBER, Cambridge.
- Cline W. (2005), *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, Washington D. C.
- Diehl M., Schweickert R. (2005), *Monetary management of transition in China: Balancing short – run risks and long – run optimality*, “Kiel Economic Policy Papers”, No. 1, Kiel Institute for World Economics, Kiel.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003), *An essay on the revived Bretton Woods system*, “Working Paper”, No. 9971, NBER, Cambridge.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2004), *The revived Bretton Woods system: The effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*, “Working Paper”, No. 10332, NBER, Cambridge.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2005), *Savings gluts and interest rates: The missing link to Europe*, “Working Paper”, No. 11520, NBER, Cambridge.
- Edwards S. (2005), *Is the U.S. current account deficit sustainable? And if not, how costly is adjustment likely to be?*, „Working Paper”, No. 11541, NBER, Cambridge.
- Goldstein M., Lardy N. (2005), *China’s role in the revised Bretton Woods system: A case of mistaken identity*, “Working Paper”, No. 05-2, Institute for International Economics, Washington D. C.
- Gordon R. (2002), *Technology and economic performance in the American economy*, “Working Paper”, No. 8771, NBER, Cambridge.
- IMF (2006a), *World Economic Outlook. Awash with Cash: Why are Corporate Savings so High?*, April, IMF, Washington D. C.
- IMF (2006b), *World Economic Outlook. Oil Prices and Global Imbalances*, April, IMF, Washington D. C.
- JP Morgan (2005a), *Global Issues. Corporates are driving the global saving glut*, June, JP Morgan, London.
- JP Morgan (2005b), *Global Data Watch*, September 23, JP Morgan, London.
- OECD (2005a), *China*, “Economic Surveys”, No. 13, OECD, Paris.
- OECD (2005b), *Economic Outlook*, December, OECD, Paris.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2004), *The unsustainable US current account position revisited*, “Working Paper”, No. 10869, NBER, Cambridge.
- Pyo H. (2005), *An episode of rapid productivity convergence and stagnation: Korea (1953-2003)*, Lecture at the 58th GOC Seminar, Korean Development Bank, Seoul.
- Rosenberg M. (1996), *Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, IRWIN, Chicago.
- Rosenberg M. (2003), *The dollar’s equilibrium exchange rate: A market view*, w: F. Bergsten, W. Williamson (red.), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Institute for International Economics, Washington D. C.

- Roubini N., Setser B. (2005), *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006*, "Proceedings", Issue Feb., FRB of San Francisco, San Francisco.
- Setser B. (2005), *Testimony before the Joint Economic Committee*,  
[http://www.rgemonitor.com/re\\_dir.php?sid=1&tid=10000&cid=133835](http://www.rgemonitor.com/re_dir.php?sid=1&tid=10000&cid=133835)
- Truman E. (2005), *Postponing global adjustment: An analysis of the pending adjustment of global imbalances*, "Working Paper", No. 05-6, Institute for International Economics, Washington D. C.
- Warnock F, Warnock V. (2005), *International capital flows and U. S. interest rates*, "International Finance Discussion Papers", No. 840, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D. C.
- White W. (2005), *Changes in productivity and competitiveness: Impact on the international allocation of capital and global imbalances*, International symposium: Productivity, competitiveness and globalization, Bank of France, Paris  
[http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/seminaires/nov\\_2005/session2b.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/seminaires/nov_2005/session2b.pdf)